

**ST//RTUP  
P//LAND**

ZŁOTA  
**KSIĘGA VC**  
2021



# STARTUP POLAND

Złota Księga VC 2021  
Startup Poland, Warszawa 2021  
© Copyright  
Fundacja Startup Poland, Warszawa 2021  
ISBN: 978-83-959888-1-3

## Autorzy

Wojciech Dziewit/Hagen Comm  
Magdalena Jagieło  
Paulina Król

## Projekt

Mariola Figura

## DTP

Dariusz Matuszewski

## Wydawca

Startup Poland  
kontakt@startuppoland.org

## Publikacja bezpłatna dostępna na stronie:

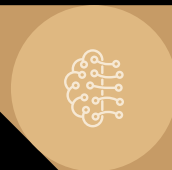
[www.startuppoland.org](http://www.startuppoland.org)

## Partnerzy

 PFR Ventures

 Narodowe Centrum  
Badań i Rozwoju

Google for Startups



# SPIS TREŚCI

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Wstęp</b>  | <b>4</b>  |
| 10 kluczowych faktów z raportu  | 6         |
| <b>Rozdział I. 2020. Jaki to był rok?</b>   | <b>9</b>  |
| Pandemia zwana „czarnym łabędziem”. Ciągłość inwestycyjna mimo niepewnej sytuacji | 16        |
| Pitchowanie przez Internet. Czy nowe zasady współpracy zostaną na dłużej?         | 24        |
| Megarundy i exity   | 29        |
| <b>Rozdział II. Ile pieniędzy jest na rynku?</b>                                  | <b>33</b> |
| Ile pieniędzy zostało funduszom na kontach?                                       | 34        |
| Jak rósł ticket inwestycyjny w Polsce? Jaki obecnie jest trend? Co będzie dalej?  | 41        |
| Jak Polska plasuje się na rynku CEE? Jak wypada na tle innych krajów?             | 44        |
| <b>Rozdział III. Zatrudnienie w VC</b>  | <b>49</b> |
| Fundusze VC jako interesujący pracodawca  | 50        |
| <b>Rozdział IV. Co founder wiedzieć powinien</b>                                  | <b>55</b> |
| Co jest najważniejsze podczas rozmów z funduszami                                 | 66        |
| Dealmaking  | 69        |
| Term sheety   | 71        |
| <b>Rozdział V. Przyszłość. Co dalej?</b>  | <b>73</b> |
| Jakie wyzwania stoją przed funduszami?  | 74        |
| Wzrost konkurencji i wejścia funduszy zagranicznych                               | 76        |
| Wpływ sytuacji ekonomicznej   | 78        |
| Jak będą kształtować się rundy inwestycyjne                                       | 79        |
| Kto w najbliższym czasie uruchomi nowy fundusz?                                   | 81        |
| <b>Postulaty i rekomendacje regulacyjne</b>                                       | <b>82</b> |
| <b>Metodologia</b>  | <b>84</b> |



# Wstęp

Złota księga VC ukazuje się w niezwykle ciekawym, przełomowym momencie – jako świat jesteśmy już po kilkunastu miesiącach walki pandemią, ale z pewną nadzieją możemy patrzeć w przyszłość, choćby dzięki postępującej coraz szybciej akcji szczepień. Oczywiście skutki tego kryzysu są nadal bardzo poważne na wielu różnych płaszczyznach: społecznej, gospodarczej, politycznej i rzecz jasna – zdrowotnej.

Z punktu widzenia sektora inwestycyjnego okres ten był jednak wyjątkowo owocny – poziom finansowania i liczba transakcji na rynku startupów w 2020 r. przekroczyła najśmielsze przewidywania. Ten segment gospodarki okazał się nie tylko odporny na pandemię, ale można powiedzieć, że wręcz pomogła ona rozwinąć skrzydła startupom w niektórych branżach, a innym dokonać pivotów. Covid-19 nie miał zbyt dużego wpływu na fundusze VC korzystające z publicznych środków, ponieważ one i tak musiały zostać zainwestowane na rynku zgodnie z planem. To m.in. dlatego byliśmy w ubiegłym roku świadkami kilku megarund, które znacząco podbiły i tak najwyższą w dotychczasowej historii ogólną wartość transakcji na naszym rynku. Trudniejsza wydaje się sytuacja funduszy prywatnych, gdzie zwłaszcza w pierwszych kwartałach 2020 r. inwestycji było nieco mniej, a dopiero w 2. połowie roku nastąpiło pewne odbicie. Jak pokazują dane PFR Ventures i Inovo Venture Partners, najmniej transakcji odnotowano w II kwartale 2020 r. (niespełna 20), ale w kolejnych kwartałach liczba ta rosła skokowo (mniej więcej 70 transakcji w III kwartale i niemal 120 w ostatnim kwartale).

Co nas czeka w najbliższych miesiącach? Dane z I kwartału 2021 r. pokazują, że trend zwykły będzie kontynuowany, a polskie startupy będą mogły liczyć na rundy inwestycyjne. Fundusze z kolei, zarówno te korzystające z kapitału publicznego, jak i całkowicie prywatne, będą w coraz większym stopniu mierzyć się z konkurencją, już nie tylko na poziomie krajowym czy regionalnym, lecz także globalnym. Międzynarodowi gracze VC częściej spoglądają na nasz region, w tym oczywiście także na Polskę – największy rynek startupowy w regionie CEE. Do tego również przyczyniła się w pewnym sensie pandemia

– rozmowy na linii zagraniczne fundusze – startupy dzięki przeniesieniu się do Internetu stały się łatwiejsze niż kiedykolwiek, a pitchowanie przez Internet jest już nową normą.

Ważną część raportu stanowi rozdział, w którym opisujemy istotne z punktu widzenia foundera etapy pozyskiwania finansowania rozwoju działalności startupu. Taka skondensowana i usystematyzowana wiedza może być cenna dla wszystkich, którzy właśnie rozpoczynają przygodę z tworzeniem startupu. Z kolei osoby planujące swoją karierę na rynku venture capital zachęcam do zapoznania się z rozdziałem dotyczącym pracy w funduszu VC. Swoimi doświadczeniami w tym obszarze podzielili się najlepsi eksperci, od lat funkcjonujący w tym środowisku. Dzięki ich wypowiedziom dowiedziecie się m.in., jak wygląda background osób pracujących w funduszach VC, jak również skąd fundusze pozyskują specjalistów.

Mam nadzieję, że lektura naszego raportu przyczyni się do lepszego zrozumienia szans i wyzwań, jakie stoją przed polskim rynkiem VC, a także przed krajowymi startupami. Być może i u nas już niebawem uda się powtórzyć tak spektakularne sukcesy na tym polu, jak te przeprowadzone w Estonii – kraju, który już od wielu lat intensywnie wdraża strategię cyfryzacji swojej gospodarki i administracji publicznej. Na tej bazie Estończycy byli w stanie zbudować i rozwinąć nowoczesny rynek startupów z globalnym potencjałem – to w końcu tam powstały Skype czy Bolt. Czy zatem już za chwilę objawi się także polski „jednorożec”? Jesteśmy na dobrej drodze, aby taki cel udało się osiągnąć.

**Tomasz Snażyk**

Prezes Fundacji  
Startup Poland



# 10 kluczowych faktów z raportu



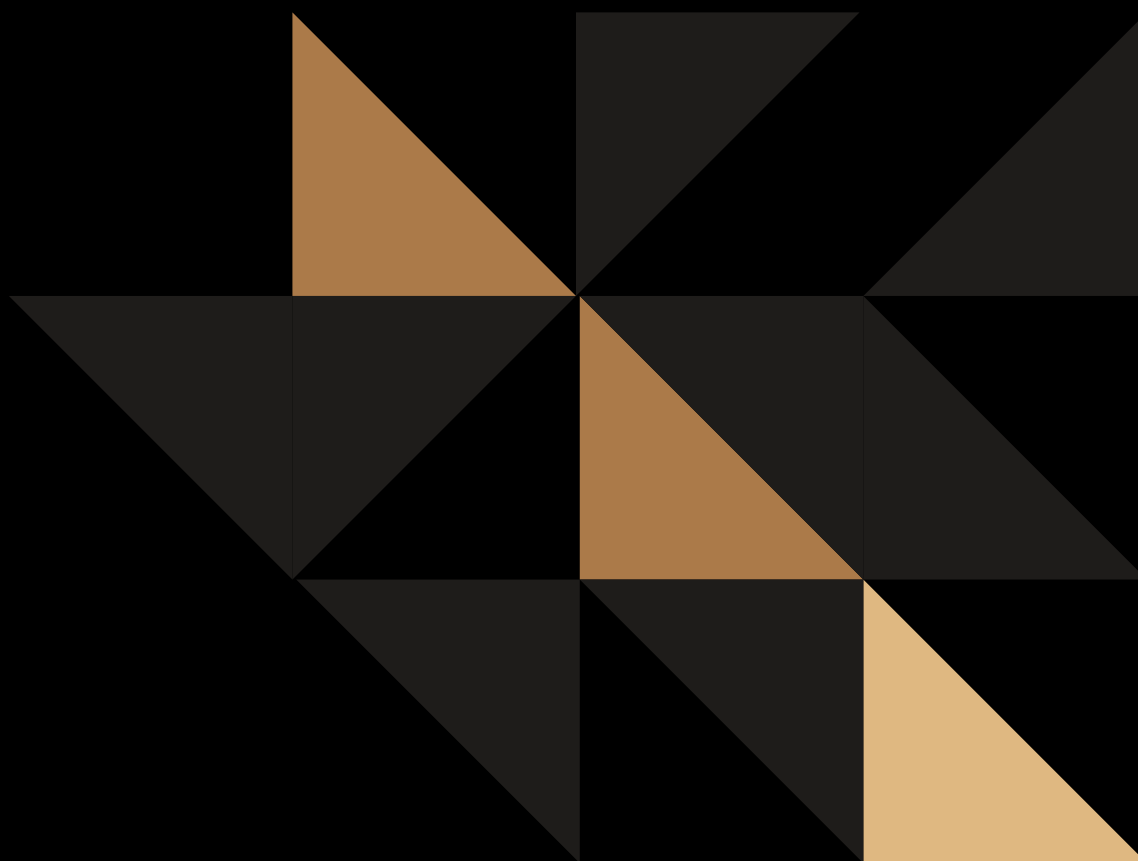
1. Rok 2020 był rekordowy na polskim rynku venture capital. Zainwestowana kwota niemal się podwoiła w ujęciu rok do roku i wyniosła ponad 2,12 mld zł.
2. Ogólna, wysoka wartość transakcji VC to zasługa trzech megarund, które łącznie zebrały mniej więcej 900 mln zł. W 2019 r. miała miejsce jedna megarunda o wartości 344 mln zł.
3. Dane PFR Ventures i Inovo Venture Partners za I kwartał pokazują co prawda delikatny spadek wartości transakcji w porównaniu z tym samym okresem roku poprzedniego (-2,5 proc.), natomiast bardzo zauważalny jest wzrost rok do roku pod względem liczby transakcji (+40,5 proc.).
4. W pierwszych 3 miesiącach bieżącego roku 65 funduszy VC zainwestowało 243 mln zł w 93 spółki.
5. Pitchowanie przez Internet to bezpośredni, pozytywny efekt pandemii. Kontakty stały się znacznie łatwiejsze, a cały proces – znacznie efektywniejszy. Realne koszty bieżącej działalności funduszy mogły się dzięki temu znacząco obniżyć.
6. Najaktywniej inwestujące fundusze zasilane kapitałem PFR po ponad 2 latach działalności docierają do poziomu 40 proc. budżetu inwestycyjnego. To oznacza, że w tym momencie na rynku, w samych funduszach VC zasilanych przez PFR, są jeszcze kolejne ponad 2 mld zł na inwestycje.
7. Lokalne fundusze zdecydowanie pogłębiły w ostatnim czasie współpracę z zagranicznymi partnerami – udział koinwestycji z międzynarodowymi funduszami wzrósł z 14 proc. w 2019 r. do 27 proc. w 2020 r.
8. W całym regionie CEE w 2020 r. odbyły się 733 rundy, a całkowita wartość funduszy wyniosła tu ponad 1 mld euro.
9. Przyspieszenie rozwoju polskiego ekosystemu VC będzie w dalszym ciągu w dużej mierze zależało od wsparcia inwestorów instytucjonalnych takich jak: PFR, NCBR czy BGK. Ważne jednak, aby nasz rynek w coraz większym stopniu mógł realizować inwestycje za pomocą kapitału prywatnego. Niezbędne do tego są jednak zachęty lub ułatwienia skierowane do rynku prywatnego.
10. Czynnikiem, który mógłby wpłynąć na napływ kapitału i rozwój polskiego rynku są ESOPy, popularne na rynku amerykańskim, a u nas ze względów regulacyjno-prawnych mocno kulejące. W założeniu ESOPy mają za zadanie motywować pracowników.





01 / 05

# Rozdział I 2020. Jaki to był rok?







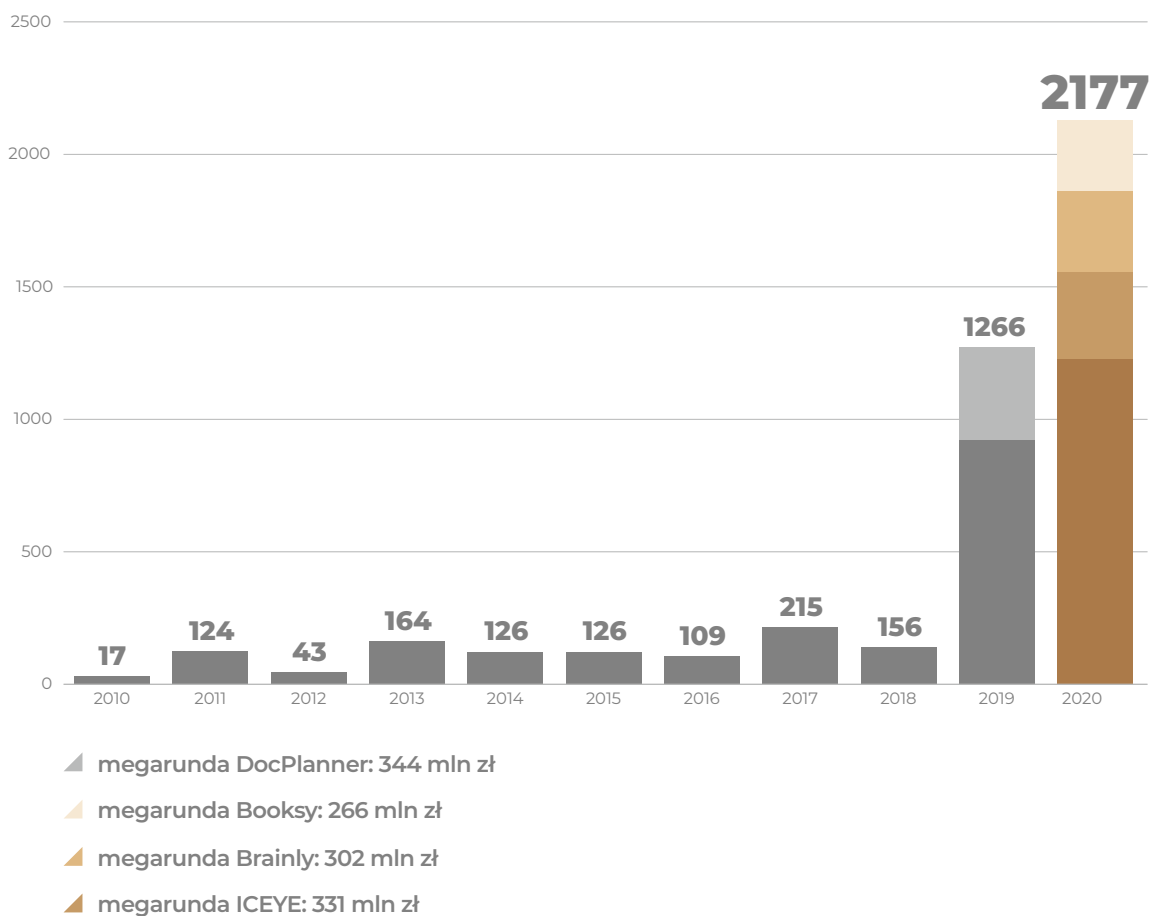
#01

# 2020. Jaki to był rok?

Rok 2020 zapisze się w pamięci jako jeden z najbardziej nietypowych, ale i najtrudniejszych we współczesnej historii na bardzo różnych poziomach. Konsekwencje wybuchu epidemii SARS-CoV-2 i jej szybkiego rozprzestrzenienia się na cały świat okazały się wszechogarniające, a część zmian wymuszonych pandemią i walką z nią prawdopodobnie zostanie z nami już na stałe. Dotyczy to także w dużej mierze sfery biznesu, którego normalne, dotychczasowe funkcjonowanie zostało w wielu obszarach zachwiane. Oczywiście nie w każdym regionie geograficznym i nie w każdym obszarze gospodarki ten wpływ był taki sam. Co więcej, nie wszędzie był on negatywny. Dla takich branż jak: gastronomia, turystyka, branża eventowa czy wystawiennicza pandemia okazała się ciosem, z którego wielu już się nie podniesie. Są jednak takie obszary gospodarki, których rozwój nie tylko nie wyhamował, ale wręcz przyspieszył. Takim właśnie przykładem może być gros firm technologicznych, startupów i funduszy inwestujących w ten segment rynku.

Z danych PFR Ventures i Inovo Venture Partners wynika, że 2020 r. był rekordowy na polskim rynku venture capital. Już w 2019 r. było widać znaczący skok, jeśli chodzi o wartość inwestycji VC w Polsce. O ile w 2018 r. zainwestowano na tym rynku kwotę rzędu 156 mln zł, o tyle już rok później odnotowano ogromny wzrost – do ponad 1,26 mld zł. Wydawać by się mogło, że ta dobra passa rozpoczęta w 2019 r. zostanie przerwana przez pandemiczny kryzys. Tymczasem okazało się, że rynkowi VC wirus niestraszny – w 2020 r. zainwestowana kwota niemal się podwoiła w ujęciu rocznym i wyniosła ponad 2,12 mld zł – to więcej o prawie 1 mld zł. Duża tu zasługa trzech megarund, które łącznie zebrały mniej więcej 900 mln zł. W 2019 r. miała miejsce jedna megarunda o wartości 344 mln zł. Te trzy największe transakcje wyznaczyły głównych kandydatów do tytułu polskiego „jednorozca”.

## Wartość inwestycji (mln zł)



Źródło: Transakcje na polskim rynku VC w 2020; PFR Ventures, Inovo Venture Partners

Co warto podkreślić, nawet wykluczając transakcje skrajne z 2019 i 2020 r., możemy mówić o 30-procentowym wzroście rynku venture capital liczonym rok do roku (lub o 70-procentowym z ich uwzględnieniem). Rośnie też średnia wartość rund inwestycyjnych. Wiąże się to z wyższymi ticketami inwestycyjnymi funduszy, wzrostem wartości startupów oraz rozszerzającą się obecnością kapitału międzynarodowego w Polsce.

## Kluczowe dane z 2020 r.

- ▲ 300 sfinansowanych spółek
- ▲ 158 zaangażowanych funduszy
- ▲ 2,1 mld zł wartość transakcji
- ▲ x 1,7 wartości

Zatem pomimo tak niepewnego i trudnego otoczenia rynkowego 2020 r. był najlepszym w historii polskiego rynku VC i startupów. Dane pokazują wyraźnie, że nasz lokalny, szeroko rozumiany sektor technologiczny to niezwykle istotny i coraz silniejszy segment gospodarki, w dużym stopniu odporny nawet na tak poważne i niespodziewane zawirowania. Jednym z kluczowych czynników może być tu fakt, że pandemia, wymuszając ograniczanie bezpośrednich kontaktów w niespotykanej dotychczas skali, nakręciła i przyspieszyła tempo cyfryzacji usług w wielu obszarach.

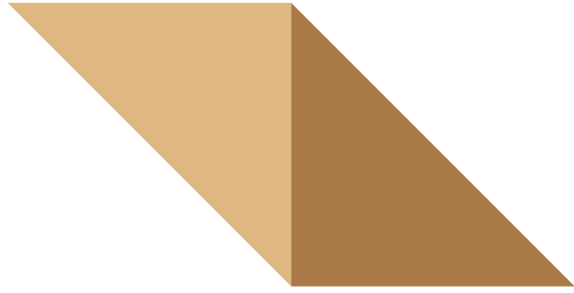
Jak będzie kształtować się sytuacja w 2021 r.? Dane PFR Ventures i Inovo Venture Partnersza I kwartał pokazują co prawda delikatny spadek wartości transakcji w porównaniu z tym samym okresem roku poprzedniego (-2,5 proc.), natomiast bardzo zauważalny jest wzrost rok do roku pod względem liczby transakcji (+40,5 proc.). W pierwszych 3 miesiącach bieżącego roku 65 funduszy VC zainwestowało 243 mln zł w 93 spółki.

Z analizy tych danych wynika również, że bardzo znacząco wzrosła wartość inwestycji polskich funduszy na zagranicznych rynkach – o ile w całym 2020 r. wyniosła ona 101,5 mln zł, o tyle w samym tylko I kwartale 2021 r. kwota ta już została przekoczona (139 mln zł).

Istotną rolę w tej pozytywnej historii rynku VC i startupów w czasie pandemii odgrywały podmioty publiczne wspierające ten sektor, takie jak: PFR Ventures, NCBR czy BGK. Państwo, niezależnie od sytuacji epidemicznej, nie zrezygnowało ze wspierania dobrych projektów. Przykładowo w ramach programów BRIDGE NCBR przekazało do polskiego ekosystemu blisko 900 mln zł.

Wpływ pieniędzy publicznych na rynek VC w Polsce będzie równie silny w najbliższej przyszłości. W I kwartale 2021 r. PFR Ventures wsparł 32 transakcje i 25 proc. dostarczonego kapitału, NCBR odpowiada za 14 proc. kapitału i 33 transakcje, a BGK odpowiednio za 4 proc. kapitału i sześć inwestycji.

W przypadku rynku prywatnego również występowały ciekawe zjawiska, będące m.in. wynikiem oddziaływania polityki monetarnej na wpływy kapitałowe na rynek VC (przede wszystkim globalnie, ale także w Polsce, choć w nieco mniejszym zakresie). Duże ilości pieniędzy wpompowane w kryzysie na rynki finansowe, obniżone stopy procentowe, a co za tym idzie – mniejsze stopy zwrotu z najbardziej bezpiecznych aktywów – to wszystko spowodowało, że inwestorzy przesunęli się w stronę bardziej ryzykownych klas aktywów, czego beneficjentem był także rynek VC.



## **Pandemia pomogła stworzyć rynek venture capital**

Na rynku venture capital czas pandemii możemy podzielić na dwa wyraźnie zaznaczone okresy – spowolnienie działalności inwestycyjnej oraz jej wznowienie, na niespotykaną dotąd skalę.

Okres spowolnienia, który przypadł praktycznie na cały II kwartał 2020 r., nie oznaczał wcale zawieszenia działalności funduszy. Brak inwestycji w nowe startupy i wstrzymanie już trwających rozmów wynikały ze skupienia zarządzających na spółkach portfelowych. W przypadku części z nich konieczne było dodatkowe wsparcie finansowe, które miało pomóc w przetrwaniu okresu ze zmniejszonymi przychodami lub bez nich. Mimo to w tym czasie przeprowadzono 58 rund inwestycyjnych o wartości 169 mln zł. Wynika to z faktu, że aktywne pozostały młode zespoły inwestycyjne, które angażowały się kapitałowo w początkujące startupy.

Od III kwartału 2020 r. obserwujemy powrót do aktywności inwestycyjnej, na niespotykaną dotąd skalę. W całej 2. połowie roku startupy pozyskały 810 mln zł – i to już po odliczeniu trzech megarund inwestycyjnych o wartości powyżej 250 mln zł każda. Przy okazji fundusze jasno określiły swoje zainteresowania. Nikogo nie dziwi, że najpopularniejszym obszarem inwestycji były szeroko pojęte innowacje w obszarze ochrony zdrowia.

Zauważmy, że to wcale nie jest rewolucja. Telemedycyna, e-commerce czy dostawy jedzenia to nie są branże, które powstały w roku 2020. Konsekwentnie rozwijały się w poprzednich latach, a pandemia była dla nich tylko katalizatorem.

Pamiętajmy też, że startupy i inwestycje venture capital to działalność obciążona dużym ryzykiem. Ponad połowa inwestycji w start-upy nie zwróci zainwestowanych środków – co oznacza, że spółki nie rozwijają się tak, jak planowano, lub wręcz upadają. Nie możemy mieć pewności czy startupy, które miały problemy z pozyskaniem finansowania w 2020 r., nie znalazłyby się w trudnej sytuacji rok lub 2 lata później. W czasie pandemii inwestorzy i fundusze VC stały się bardziej ostrożne i wybiórcze – był to moment oczyszczenia dla branży.

Rok 2020 był dla polskich startupów i rynku venture capital w ogóle rekordowy. Spodziewamy się, że kolejne lata będą jeszcze lepsze. Nawet jeśli suma inwestycji w roku 2021 nie będzie znacząco wyższa niż w roku 2020, długoterminowo tendencja będzie się utrzymywać.

W ostatnich latach udało się nam zbudować w Polsce podstawy rynku venture capital, a rok 2020 jest zwieńczeniem tego etapu. Teraz jesteśmy w drugiej fazie rozwoju. Zespoły inwestycyjne i samych przedsiębiorców, którzy tworzą polskie innowacje, czeka ogrom pracy. To jedna rzecz, która się nie zmieniła.



**Aleksander Mokrzycki**

Wiceprezes  
PFR Ventures



## **Pandemia zwana „czarnym łabędziem”. Ciągłość inwestycyjna mimo niepewnej sytuacji**

Czy pandemia SARS-CoV-2 może być nazywana „czarnym łabędziem”? Opinie są tu podzielone. W języku ekonomii termin ten oznacza nieoczekiwane zdarzenie, którego w zasadzie nie można było przewidzieć, a które ma ogromny, negatywny wpływ na gospodarkę i społeczeństwo. Teoretycznie pandemia, a w szczególności jej skala, były trudne do przewidzenia, z drugiej jednak strony nie jest to pierwsza pandemia, z którą mierzy się ludzkość. Tego typu zdarzenia mają przecież charakter cykliczny. Według Nassima Nicholas, naukowca i autora książki *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable* obecna pandemia nie jest typowym „czarnym łabędziem”. Autor ten twierdzi, że aktualny kryzys jest „białym łabędziem” albo „szarym nosorożcem”.

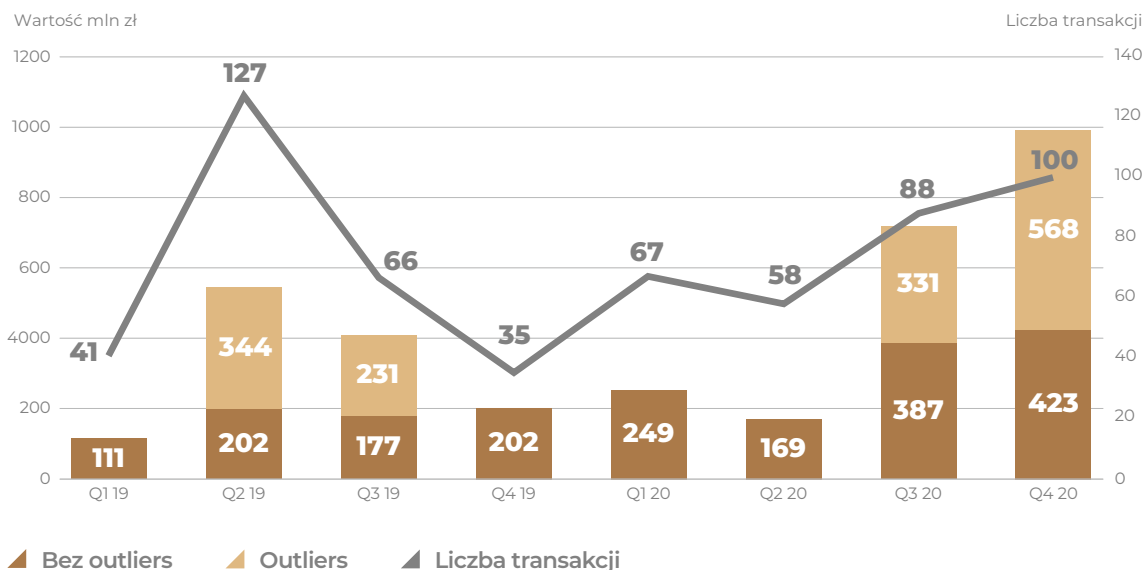
W jego ocenie jest to właśnie zdarzenie, które co prawda ma bardzo duży wpływ na naszą rzeczywistość, ale dało się je przewidzieć i było całkiem prawdopodobne. Charakterystyczną cechą „szarego nosorożca” jest ponadto fakt, że inwestorzy przez długi czas całkowicie ignorują takie zagrożenie albo dostatecznie go nie doceniają.

Rzeczywiście w 2020 r. polska gospodarka po latach szybkiego wzrostu po raz pierwszy wpadła w kryzys, choć na tle innych gospodarek unijnych był on stosunkowo płytki. Z szacunków GUS opublikowanych na początku bieżącego roku wynika, że PKB spadł o 2,8 proc. w porównaniu z 2019 r.

Tymczasem, zarówno jeśli chodzi o rynek venture capital, jak i startupy, pandemia nie zachwiała ciągłością inwestycyjną. Z danych opisanych w raporcie *Startup Poland Polskie Startupy 2020* wyłaniał się dosyć optymistyczny obraz tego sektora rynku w porównaniu z wieloma innymi gałęziami gospodarki. Młode, innowacyjne spółki mimo pandemii nieustannie cieszyły się dużym zainteresowaniem inwestorów. Dane zebrane przez PFR Ventures i Inovo Venture Partners pokazują, że ciągłość inwestycyjna była zachowana, pomimo pewnych wahaniec w poszczególnych kwartałach.



## Kwartalnie, liczba i wartość transakcji (mln zł)

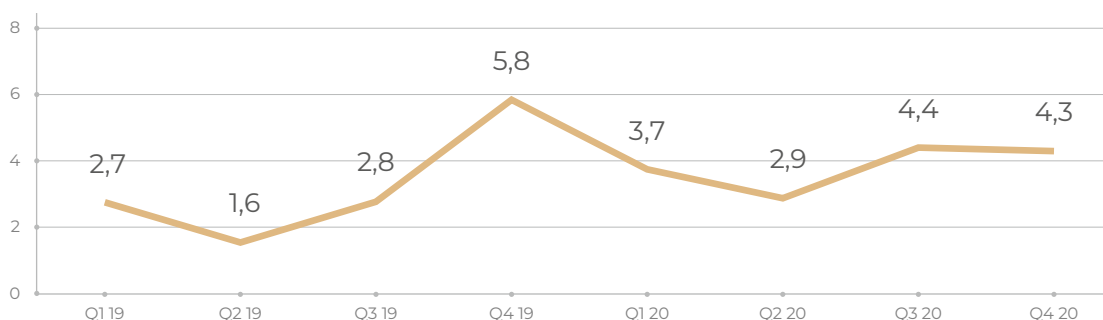


Źródło: Transakcje na polskim rynku VC w 2020; PFR Ventures, Inovo Venture Partners

Rok 2020 wyglądał też bardzo dobrze, jeśli chodzi o wartość transakcji. Osiągnęliśmy historyczny rekord pod względem średniej wartości inwestycji VC na naszym rynku, odnotowując skok o 52 proc. w stosunku do 2019 r. Świadczy to o niesłabnącym optymizmie inwestorów wobec polskiego ekosystemu startupowego. W szczególności 2. połowa 2020 r. charakteryzowała się stabilnym wzrostem, odbijając się od dołka widocznego w II kwartale. W IV kwartale średnia wartość transakcji VC w Polsce wyniosła 4,3 mln zł, co stanowi nieznaczny spadek w porównaniu do III kwartału. Z kolei mediana wartości transakcji VC w ostatnim kwartale 2020 r. nieco wzrosła między III a IV kwartałem. Ze względu na mnogość transakcji pre-seed/seed i ticket, inwestycyjnych funduszy z programów NCBR, utrzymywała się ona w okolicach 1 mln zł.

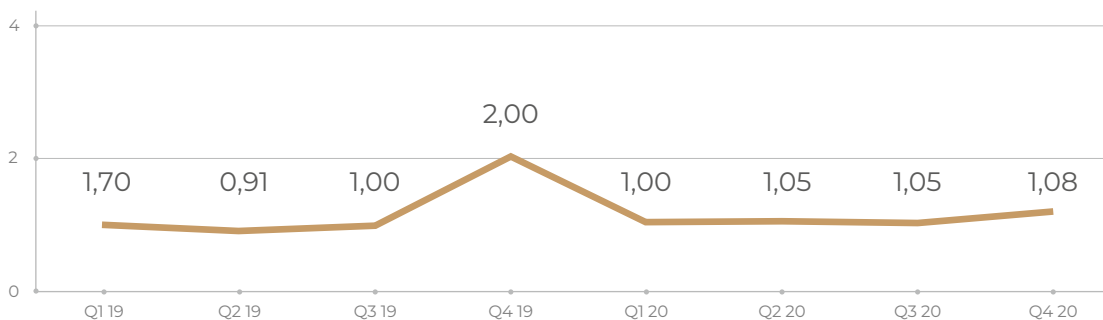
## Inwestycje VC w Polsce 2019–2020

Kwartalnie, średnia wartość transakcji (mln zł)



Źródło: Transakcje na polskim rynku VC w 2020; PFR Ventures, Inovo Venture Partners

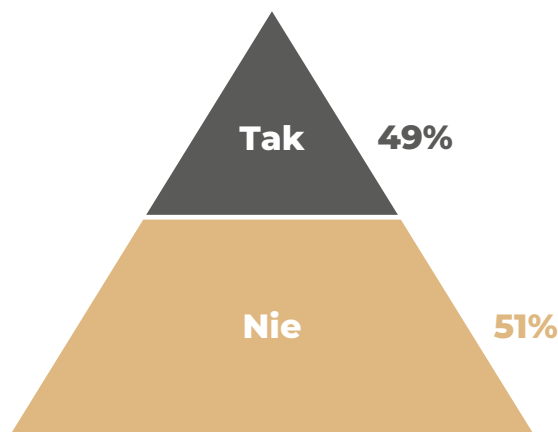
Kwartalnie, mediana wartości transakcji (mln zł)



Źródło: Transakcje na polskim rynku VC w 2020; PFR Ventures, Inovo Venture Partners

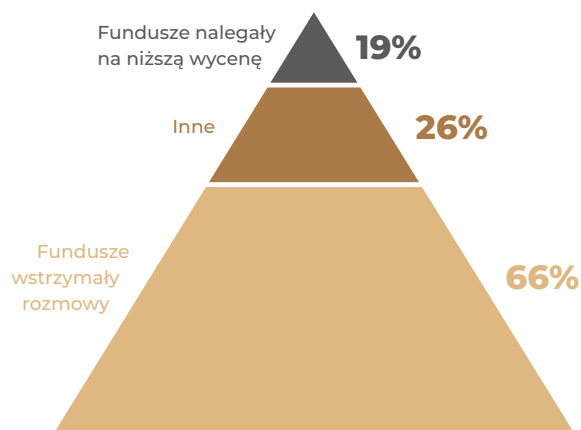
W badaniu przeprowadzonym na zlecenie Startup Poland pod koniec 2020 r. więcej niż co czwarty startup deklarował, że pandemia w żaden sposób nie zmieniła sposobu jego funkcjonowania, a co za tym idzie, że jest on nadal oparty na założeniach i planach przyjętych przed jej wybuchem. Wśród tej grupy startupów brak wpływu sytuacji epidemicznej na biznes przejawiał się najczęściej uniknięciem zwolnień wśród kluczowych pracowników (43 proc.) oraz kontynuowaniem realizacji strategii wejścia na nowe rynki (41 proc.). Prawie co trzeci ankietowany podmiot wskazywał, że została zachowana płynność finansowa. Identyczny odsetek wskazał na utrzymanie liczby klientów – odbiorców ich usługi lub produktu – zgodnie z przewidywaniami. Dodatkowo 29 proc. z nich nie zauważało zmiany, jeśli chodzi o lojalność swoich klientów. Taka sama liczba nie odnotowała spadku sprzedaży. O ile Covid-19 miał stosunkowo niewielki wpływ na codzienne funkcjonowanie biznesu wśród polskich startupów, to w ich perspektywie pandemia wpłynęła jednak do pewnego stopnia na proces fundraisingu. Ankietowane startupy podzieliły się niemal na dwie równe grupy – 49 proc. uważało, że ten wpływ był odczuwalny, natomiast 51 proc., że go nie odczuły.

### Czy twoim zdaniem pandemia koronawirusa realnie wpłynęła na przebieg procesu fundraisingu?



Źródło: Raport Polskie Startupy 2020

## Jeżeli tak, to w jaki sposób?



Źródło: Raport Polskie Startupy 2020

Niestety, dla podmiotów dotkniętych w tym aspekcie wpływem pandemii skutki były zdecydowanie negatywne. Aż dwie trzecie z nich (66 proc.) deklarowało, że w czasie kryzysu fundusze wstrzymały rozmowy (co jednak nie oznacza, że do nich nie wrócą). Niemal co piąty startup (19 proc.) spotkał się z naciskaniem funduszy prowadzących akurat w tym momencie rozmowy na niższą niż pierwotnie zakładaną wycenę.





## Nie było to 9 w skali Richtera

Rok 2020 był czasem ogromnej nieprzewidywalności. Ówczesna sytuacja przypominała nadchodzące trzęsienie ziemi – wszyscy, w tym inwestorzy VC, wstrzymali oddech, oczekując na siłę wstrząsów i próbując zaadaptować się do nowych warunków. Szczęśliwie dla rynku VC nie było to 9 w skali Richtera, dzięki czemu nie doszło do przerwania ciągłości inwestycyjnej. Rok 2020 okazał się rekordowy pod względem wartości i liczby przeprowadzonych transakcji. W II kwartale rynek zmagął się ze spadkiem wartości i liczby transakcji w porównaniu do poprzedniego roku. Nie oznaczało to jednak rezygnacji funduszy z ich przeprowadzenia, a raczej odłożenie ich w czasie, co było widoczne we wzrostach w kolejnych kwartałach.

Wpływ na to miało kilka czynników. Po pierwsze, istotna była sama natura klasy aktywów VC. Zarówno inwestycje LP w fundusze VC, jak i funduszy VC w udziały spółek są aktywami nie płynnymi. W odróżnieniu od rynku publicznego, środki zainwestowane są długoterminowo „zamrożone”. Nie jest możliwe szybkie wyjście z inwestycji w spółkę czy wycofanie z funduszy środków jeszcze niezainwestowanych – wszystkim dotyczył swoisty „lock-up”. Po drugie, wprowadzone ograniczenia w przemieszczaniu się uderzyły przede wszystkim w sektory stacjonarne („brick-and-mortar”). Sektory, w które inwestowały fundusze, były z reguły beneficjentami pandemii. Wszelka działalność ekonomiczna przenosiła się do kanałów zdalnych, które wymagały korzystania z rozwiązań innowacyjnych – czyli segmentów preferowanych przez VC. Po trzecie, same fundusze szybko zaadaptowały się do nowej rzeczywistości i w niedługim czasie były gotowe do przeprowadzania całości procesu inwestycyjnego zdalnie.

Przyszłość powinna być jeszcze lepsza. Niskie stopy procentowe, brak wzrostów na innych aktywach czy innowacje jako priorytet planu odbudowy dla Europy to dobre wieści dla rynku VC.

## Pivot rynku innowacji w czasie pandemii

Pandemia brutalnie zweryfikowała zdolność biznesu do szybkiej adaptacji w błyskawicznie zmieniających się okolicznościach rynkowych. Dla startupów, które często skupiają się na rozwiązaniu jednego, określonego problemu, będącego podstawą rozwoju tworzonych produktów i usług, był więc to niezwykle trudny czas. Dlatego wśród innowacyjnych spółek nie brakuje przypadków rozszerzenia lub zmiany profilu prowadzonej działalności. Przykładem jest Tutorial Online, który natychmiast zaktualizował oferowane rozwiązanie, pozwalając swoim klientom na monitorowanie realnej wydajności procesów w trakcie trwania pandemii.

Z drugiej strony, dla startupów, które oferują dojrzałe rozwiązania, wspierające cyfryzację przedsiębiorstw, pandemia okazała się szansą na bardzo intensywny rozwój, a tym samym na zwiększone zainteresowanie potencjalnych inwestorów. Z perspektywy dużej korporacji największy potencjał widzimy w takich obszarach jak: HRTech, RPA&AI, telemedycyna, KYC, cyberbezpieczeństwo czy płatności odroczone w e-commerce.

Jako uczestnik wielu branżowych wydarzeń również w 2020 r. obserwowaliśmy niesłabnącą dynamikę pojawiania się nowych startupów na rynku. Jest to odpowiedź na szybko zmieniające się tło biznesowe i znaczne przyśpieszenie digitalizacji wielu obszarów. W ciągu kolejnych miesięcy bieżącego roku spodziewamy się zatem wielu „lockdown-friendly” i „hybrid processes” pomysłów i rozwiązań, które inspirować nas będą do ciekawych wdrożeń w obszarze bankowości.

**Krzysztof Tokarski**

Managing Director  
PKO VC



**Grzegorz Pawlicki**

Dyrektor Biura Innowacji  
PKO Banku Polskiego



## Venture Capital a giełda

Naukowcy z University of Florida zbadali oferty publiczne spółek z portfela funduszy VC w latach 1980–2020. Łącznie takich debiutów było ponad 3300 (34 proc. wszystkich IPO), a fundusze ze sprzedaży akcji uzyskały prawie 280 mld dolarów, czyli średnie wyjście przyniosło ponad 80 mln dolarów. Warto zwrócić uwagę, że VC uzyskały z wyjść 388 mln dolarów, a w 2020 r. – ponad 38 mld dolarów, czyli zanotowały wzrost o prawie 1000 razy. W tym czasie PKB USA wzrosło siedem razy, a wartość inwestycji VC – 70 razy. Przykład USA pokazuje, że dobrze rozwinięty rynek kapitałowy potrafi zwielokrotnić zwroty z inwestycji dla inwestorów w fundusze Venture Capital.

Fundusze VC w Polsce mają do dyspozycji dobrze rozwinięty rynek kapitałowy. Ich roczne inwestycje stanowią mniej niż 0,09% PKB, a w USA 0,65%, co oznacza, że rynek venture capital w USA jest siedem razy bardziej rozwinięty niż w Polsce (uwzględniając różnicę w PKB). Analogiczne wskaźniki dla rynku kapitałowego pokazujące kapitalizację spółek publicznych w Polsce i USA to odpowiednio 40 i 186 proc. PKB. Rynek kapitałowy w Polsce jest więc „tylko” pięć razy mniejszy. By osiągnąć podobne proporcje, wartość inwestycji funduszy venture capital musiałaby wzrosnąć do ok. 3,25 mld złotych rocznie. Jest to realne, o ile zarządzający funduszami wypracują solidne zwroty z inwestycji, a w tym mogą pomóc wyjścia „przez giełdę”.

Nie można zapomnieć, że od wielu lat największym inwestorem w fundusze venture capital jest państwo. Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Krajowy Fundusz Kapitałowy, PFR Ventures oraz Narodowe Centrum Badań i Rozwoju położyły fundament pod rozwój inwestycji wysokiego ryzyka w Polsce. Z roku na rok powinien rosnąć udział środków prywatnych w strukturze kapitałowej funduszy VC, ale bez środków publicznych jeszcze wiele lat branża nie będzie mogła funkcjonować. Profesjonalizacja zespołów zarządzających funduszami oraz instytucji zarządzających środkami publicznymi sprawiają, że alokacja pieniędzy jest coraz efektywniejsza i skuteczniejsza.

Współpraca między inwestorami publicznymi i prywatnymi w funduszach VC oraz doświadczonych zarządzających skutkuje inwestycjami w spółki w czasie fazy intensywnego zwrotu. Części z nich uda się urosnąć na tyle, że inwestorzy na rynku publicznym będą gotowi „odebrać” spółkę od dotychczasowych inwestorów. Dodatkowo, notowany podmiot ma wycenę rynkową – wynikającą z interakcji pesymistów (sprzedających) i optymistów (kupujących). Ten proces przeszło już wiele spółek i stąd mamy polskie „jednorożce” takie jak: Allegro, CD-Projekt czy Live Chat. To właśnie giełdowe spółki technologiczne o kapitalizacji powyżej 1 mld dolarów stanowią awangardę polskiej gospodarki.



**Dr Marek Dietl**

Prezes Zarządu  
Giełdy Papierów Wartościowych  
w Warszawie



## Pitchowanie przez Internet. Czy nowe zasady współpracy zostaną na dłużej?

Kiedy wybuchła pandemia, można było przewidywać, że prezentowanie swoich pomysłów przed inwestorami (pitching) zostanie zamrożone. Do niedawna przecież wydawało się oczywiste, że aby przeprowadzić inwestycję, fundusz VC musiał się osobiście spotkać ze spółką. To jednak w pewnym stopniu ograniczało zainteresowanie zagranicznych, np. amerykańskich, funduszy startupami w naszym regionie – wymagało to długiego lotu i nie każdy miał na to czas i chęć. Dziś nie mamy tego problemu, co jest realną korzyścią wynikającą bezpośrednio z pandemii.

Niemal wszystkie te kontakty przeniosły się do internetowych komunikatorów. Zdaniem wielu rozmowy wideo są prowadzone w sposób swobodniejszy, bardziej otwarty i nabierają „ludzkiego” charakteru. Inną zaletą rozmów prowadzonych online jest to, że cały proces stał się znacznie efektywniejszy – realne koszty bieżącej działalności funduszy mogły się znacząco obniżyć. Dotyczy to np. kosztów podróży, zakwaterowania i organizacji samych spotkań.

Fundusze VC odbywają obecnie bardzo wiele spotkań ze spółkami, a coś, co jeszcze 1,5 roku czy 2 lata temu wydawało się nie do pomyślenia, czyli inwestycje przeprowadzone wyłącznie online, teraz stały się czymś powszednim. Tym samym bariery dla przeprowadzania inwestycji globalnie przez fundusze w dowolnym regionie świata upadły. Ma to również inny pozytywny aspekt – dzięki zmianom w podejściu do rozmów dotyczących inwestycji o wiele łatwiej jest polskim funduszom pozyskać koinwestora z zagranicy, np. zza oceanu.

Funkcjonowanie w sieci spowodowało również, że polskie fundusze częściej niż to było przed pandemią konkurują nie tylko z lokalnymi podmiotami, które zawsze inwestowały na polskim lub regionalnym rynku, lecz także z funduszami niemieckimi czy amerykańskimi. Wyraźnie widać, że zwiększyła się liczba inwestorów obserwujących dokładnie nasz region, a to z kolei przekłada się na większą ilość pieniędzy na rynku i zwiększoną wartość rund. Z danych PFR Ventures i Inovo Venture Partners wynika, że udział międzynarodowych funduszy w transakcjach dokonanych w 2020 r. wyniósł 48 proc., natomiast udział koinwestycji polskich VC z międzynarodowymi funduszami 27 proc. w 2020 r. (230 mln zł).

Pandemia wpłynęła również na wewnętrzne funkcjonowanie funduszy – chętniej sięgają one po partnerów, ekspertów i współpracowników z innych regionów i krajów, które wcześniej nie miały szans, aby dołączyć do ich zespołów



na stałe. Dziś, w dobie pracy zdalnej, nie jest to żaden problem dla bieżącej działalności funduszy.

Przedstawiciele funduszy wyrażają często nadzieję, że przeniesienie działalności do Internetu stanie się standardem na dłużej. Ułatwiona, zdalna komunikacja powoduje wzmocnienie więzi pomiędzy podmiotami działającymi w naszym regionie i to, że fundusze chętniej współpracują ze sobą. Zacieranie się granic pozwala łatwiej osiągać synergii i budować wspólnie wartości – każdy ekosystem wnosi do takiej współpracy coś unikalnego.





## Lokalizacja szybciej traci na znaczeniu

Jako Innovation Nest od dawna skupiamy się na inwestycjach w całej Europie i już dawno większość spotkań ze startupami i koinwestorami prowadzimy zdalnie. Pandemia przyspieszyła to, co obserwowaliśmy od dawna – geografia i to, gdzie startup czy fundusz VC ma swoją siedzibę, tracą na znaczeniu.

## Co się zmieniło

To, że jako branża byliśmy dobrze przygotowani na pracę zdalną, nie znaczy, że nie odczuliśmy żadnych skutków pandemii. Na pewno (szczególnie na początku) można było zauważyć lekki spadek tempa w rozmowach z nowymi spółkami. Wynikało to przede wszystkim z faktu, że fundusze spędzały więcej czasu ze swoimi spółkami portfelowymi, starając się pomóc im odpowiedzieć na nowe wyzwania związane ze skutkami pandemii. Musieliśmy też dopracować workflow, tak żeby komunikacja zdalna i dostęp do informacji wewnątrz organizacji były efektywne. W Innovation Nest wszystkie działania operacyjne przenieśliśmy do Notion, co przy okazji pomogło nam uprościć i uporządkować wiele procesów. Zmiany są też mocno zauważalne w tym, jak teraz buduje się network. Brak eventów, a często brak możliwości podróży sprawił, że mocno ograniczyła się możliwość spontanicznych interakcji. Z jednej strony wszystkie rozmowy i spotkania muszą być wcześniej zaplanowane, co sprawia, że budowanie relacji jest bardziej czasochłonne i wymaga więcej wysiłku, a z drugiej pojawiają się platformy takie jak ClubHouse, które dość szybko starają się wypełnić tę lukę.

## Co z nami zostanie

Pandemia udowodniła, że wiele procesów bez problemu można prowadzić zdalnie. To, że founderzy prezentują swoje projekty podczas fundraisingu w czasie wideorozmowy, było dla nas normą już dawno. Znacznie bardziej interesujące jest otwarcie się na budowanie zdalnych zespołów i szukanie talentów praktycznie na całym świecie. Wierzymy, że konieczność prowadzenia działań zdalnie przez ostatni rok pomoże w zmianie mindsetu na bardziej globalny, zarówno w aspekcie zbierania kolejnych rund finansowania czy budowania zespołów, jak i sprzedaży oraz skalowania biznesu.



**Michał Frączek**

Innovation Nest





## **Na hybrydowym modelu korzystają nie tylko startupy, ale i cała gospodarka**

To, że pandemia koronawirusa wymusiła na nas wszystkich potężne zmiany w codziennym życiu, jest chyba oczywistością. Większość z nas w bardzo krótkim czasie musiała przemodelować sposób pracy, nauki czy spędzania wolnego czasu. Jednak zmiany, które zaszły w gospodarce są dużo głębsze – niemal w każdej dziedzinie biznesu musiało dojść do przyspieszonej cyfryzacji. W kilkanaście miesięcy przeskoczyliśmy w tym aspekcie o kilka lat do przodu.

Najłatwiej w obecnej rzeczywistości odnalazło się wiele firm korzystających już wcześniej z technologii cyfrowych, podobnie jak startupy, które ze swej natury są zwinniejsze i lepiej dostosowują się do zmieniającego się otoczenia biznesowego.

Tak jak wiele firm, także Google for Startups, prowadząc Campus w Warszawie, w ciągu kilku dni musiało przenieść działania do świata online. Nasz główny program akceleracyjny – Google For Startups Accelerator – zaczynaliśmy fizycznie, siedząc przy stole w Campusie, a kończyliśmy go online. Czego się dzięki temu nauczyliśmy?

Praca zdalna traktowana jako model domyślny ogranicza potrzebę podróży, rośnie przez to dostępność osób, które można zaangażować do projektów. Odczuliśmy to, widząc więcej międzynarodowych startupów, które jeszcze chętniej aplikowały do programu prowadzonego z Warszawy. Jednocześnie wielu zagranicznych mentorów w programie akceleracyjnym mogło poświęcić 100 proc. zaplanowanego czasu na kontakt i pracę ze startupem, bez konieczności i niedogodności podróży. Z drugiej strony, praca zdalna zabrała nam trochę z tego czysto ludzkiego kontaktu, spotkań i rozmów w świecie offline, budowania bliższych relacji, kreatywnej wymiany myśli i pomysłów. Dopiero teraz tak naprawdę odczuwamy, jak istotnym elementem w biznesie stają się takie nieformalne, spontaniczne spotkania.

Wraz z coraz powszechniejszymi szczepieniami i stopniowym znoszeniem obostrzeń, ale również coraz większym przyzwyczajeniem do wideokonferencji i spotkań online, coraz więcej wskazuje na to, że możliwe jest połączenie zalet obu tych modeli pracy w jeden, hybrydowy format, który zostanie z nami na dłużej.

Wykorzystując najlepsze z tych dwóch światów – możliwość szybkiej komunikacji i współpracy, którą oferują nam narzędzia cyfrowe takie jak Google Meet czy rozwiązania chmurowe, – z możliwością spotkania się i porozmawiania na żywo, – które od zawsze było kluczowe w budowaniu relacji biznesowych – wiele wskazuje na to, że jesteśmy w stanie jeszcze efektywniej prowadzić biznes – i to na skalę światową. Dla startupów oznacza to jeszcze większy dostęp do utalentowanych pracowników – których mogą szukać na całym świecie, niekoniecznie przenosząc tam swoje biura – oraz łatwiejszy dostęp do globalnych programów akceleryjnych, mentorów czy aniołów biznesu. Wydaje się, że większa liczba z nich będzie otwarta na kontakty online, a dopiero ostateczne przypieczętowanie transakcji można będzie świętować osobiście. Z kolei dla inwestorów ten hybrydowy model będzie tak samo pożyteczny, ułatwiając im odkrywanie nowych, obiecujących inwestycji i wchodzenie w nowe sektory i na nowe rynki.

Jestem przekonany, że na tym hybrydowym modelu skorzystają nie tylko startupy, lecz także cała gospodarka. Im szybciej te realia zaakceptujemy i nauczymy się wykorzystywać szanse, jakie stwarzają, tym lepszą pozycję konkurencyjną w tej nowej rzeczywistości będziemy mieli.



**Michał Kramarz**

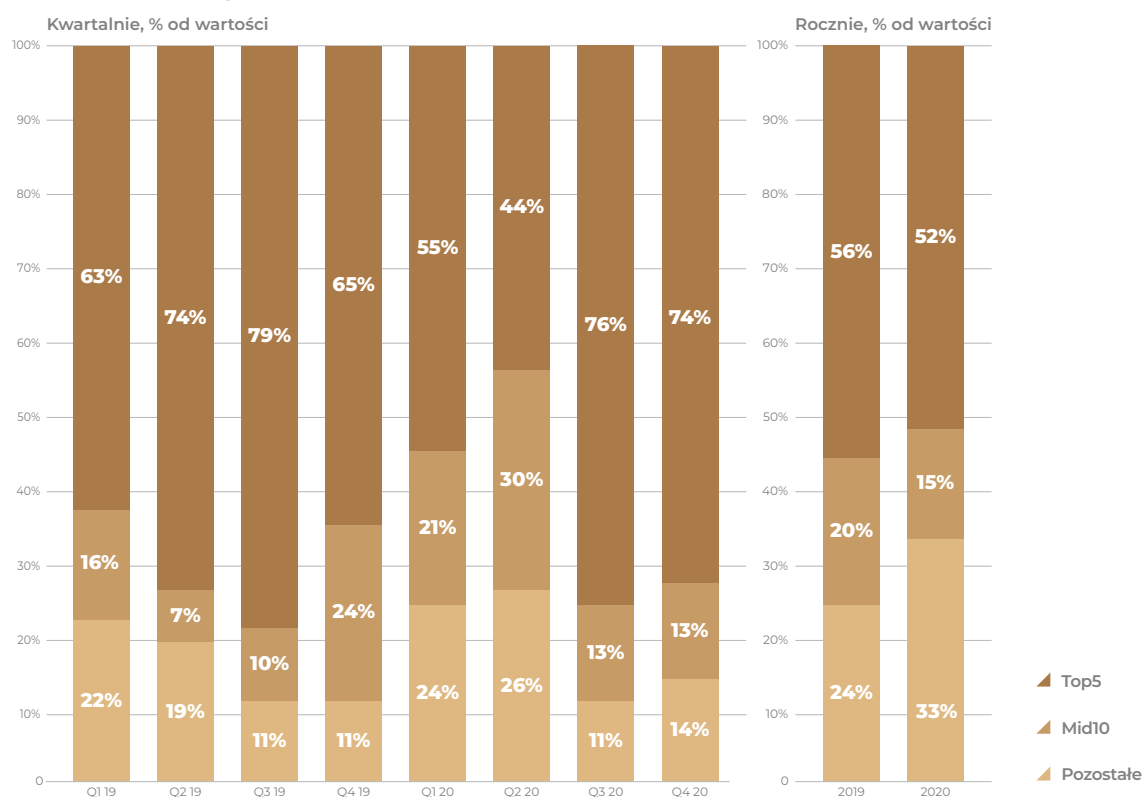
Head of Google for Startups CEE  
Google



## Megarundy i exity

Lata pracy nad polskim ekosystemem startupowym – gromadzenie wiedzy i jej dostarczanie na rynek – zaczynają przynosić świetne efekty. Jeszcze kilka lat temu dosłownie na palcach jednej ręki można było policzyć startupy, które osiągnęły przychody rzędu 100 mln dolarów w perspektywie kolejnych 5 lat. Dziś powoli staje się to standardem. Pojawia się coraz więcej startupów mających bardzo dobrze przemyślany model biznesowy, wiedzą, co chcą osiągnąć, mają określone rundy inwestycyjne do zebrania i potrzebują finansowania na określonym poziomie.

### Udział największych rund w 2019–2020



Źródło: Transakcje na polskim rynku VC w 2020; PFR Ventures, Inovo Venture Partners

Polskie startupy, które przychodzą do funduszy VC, zaczynają już powoli dorastać do ligi światowej, choć uśredniając i patrząc na cały rynek, na pewno jeszcze nie można tego porównywać do rynków amerykańskiego czy Europy Zachodniej. Zdarzają się już jednak sytuacje, kiedy spółki pochodzące z Polski otrzymują naprawdę duże finansowanie. A jeszcze kilka lat temu nie powstawały w naszym regionie tak dobre pomysły. Choć podnoszone są również głosy, że rosnące wyceny niekoniecznie muszą być warunkowane wyłącznie jakością, ale rosną one dlatego, że na rynku jest więcej pieniędzy i te pieniądze szukają ujścia. Pojawiają się opinie mówiące, że być może projekty sprzed kilku lat obecnie osiągałyby podobne wyceny.

To z kolei mogłoby być jakimś symptomem narastającej bańki rynkowej. Przeważają jednak sygnały, że te wysokie wyceny są uzasadnione i stanowią wynik coraz lepszej jakości polskiego ekosystemu.

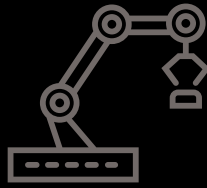
W 2019 r. mieliśmy jedną megarundę na rynku VC. Spółka DocPlanner – właściciel platformy do umawiania wizyt lekarskich w Internecie – pozyskała od kilku funduszy (w tym brytyjskich Piton Capital i One Peak, czeskiego Enern Investment czy amerykańskiego giganta Goldman Sachs Private Capital Investing) rekordowe w tamtym okresie 344 mln zł. Kwota ta wywindowała znacznie wyniki całego rynku w tamtym roku. W 2020 r. takich megarund było już więcej.

Największą kwotę zebrała działająca w branży New Space spółka ICEYE (w ramach rundy C). W ramach ostatniej serii w spółkę ponownie zainwestowały: amerykańskie True Ventures, Draper Associates, DNX Ventures, Promus Ventures, Space Angels, polski OTB Ventures, Finnish Industry Investment (Tesi), brytyjski Seraphim Capital, a po raz pierwszy m.in.: luksemburskie New Space Capital i Luxembourg Future Fund. Firma, dysponując lekkim mikrosatelitą SAR, dostarcza swoim klientom dane satelitarne, które można wykorzystywać w sektorze obronnym, morskim, rolnictwie, zarządzaniu zasobami naturalnymi itp.

W IV kwartale 2020 r. mieliśmy do czynienia z dwiema kolejnymi megarundami. Jedna dotyczy spółki Booksy – twórcy aplikacji służącej do umawiania wizyt w sektorze beauty&wellness, m.in.: u fryzjerów, kosmetyczek, barberów, masażyści, a ostatnio także poza tym sektorem, np. w instytucjach finansowych czy zakładach motoryzacyjnych. W listopadzie ubiegłego roku spółce udało się pozyskać 266 mln zł w ramach serii C, której przewodził amerykański CatRock Capital. Pozostałe fundusze biorące udział w tej rundzie to: czeski Enern, należący do Sebastiana Kulczyka fundusz Manta Ray, fiński OpenOcean, brytyjskie Piton Capital, Sprints Capital i szwedzki Unu Global. Ponadto po połączeniu się ze spółką Versum, Booksy stało się jednym z największych na świecie marketplace w swoim sektorze.

Wykorzystując niespotykany dotychczas wzrost zainteresowania narzędziami do edukacji online, spowodowanej przymusową zdalną nauką w czasie pandemii, kwotę aż 302 mln zł w przeprowadzonej w grudniu 2020 r. rundzie D i zebrała krakowska spółka Brainly – rozwijająca już na skalę globalną swoje usługi. W rundzie partycypowały fundusze amerykańskie: General Catalyst, LearnCapital i Runa Capital, wspomniany już przy okazji megarundy Booksy, polski Manta Ray oraz holenderski Prosus. Z platformy edukacyjnej Brainly miesięcznie korzysta już 350 mln osób w 35 krajach.



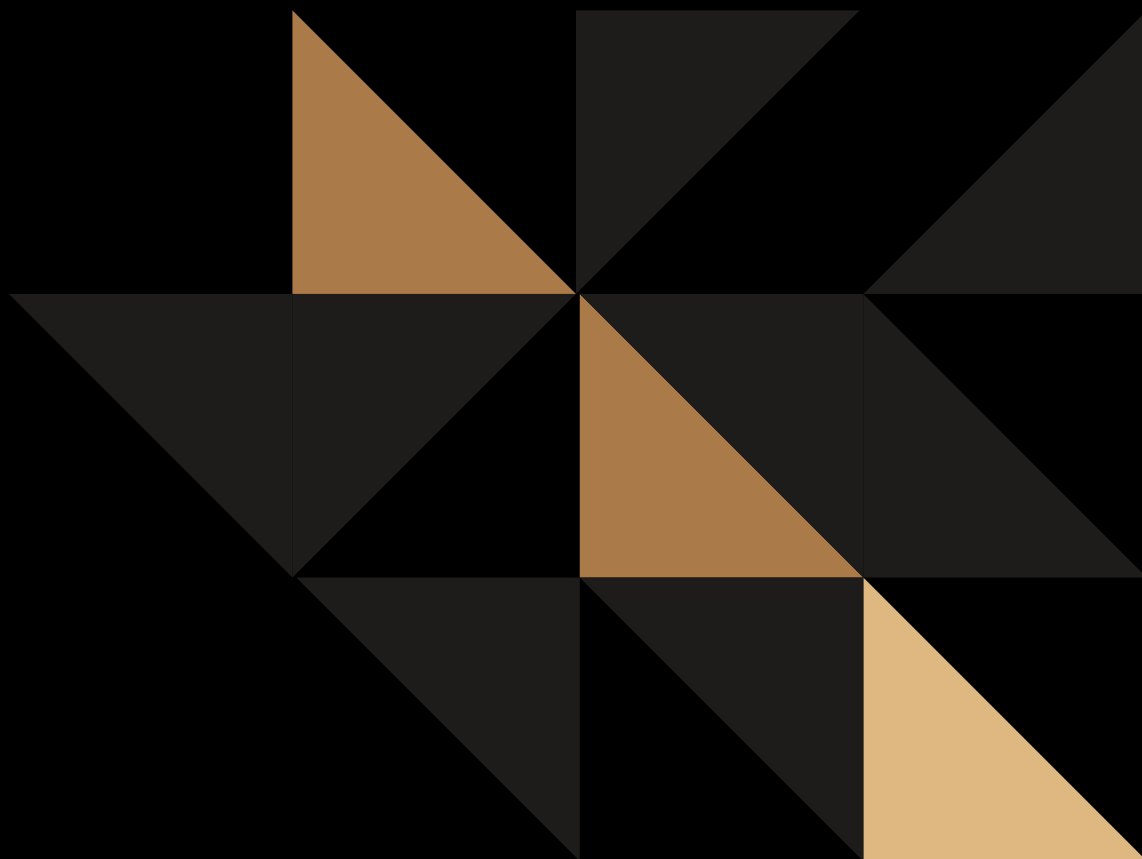




02 / 05

# Rozdział II

## Ile pieniędzy jest na rynku?



# Ile pieniędzy jest na rynku?

## Ile pieniędzy zostało funduszom na kontach?\*

Dane z ubiegłorocznych raportów, a także z najnowszego raportu PwC MoneyTree pokazują, że rok 2020, podobnie jak I kwartał 2021 r., były rekordowe zarówno pod kątem napływu kapitału na globalny rynek VC, jak i liczby dokonanych inwestycji. Widać więc wyraźnie, że przewidywania z początków pandemii, jakoby rynek miał ulec pewnemu zamrożeniu, pilnować zachowania płynności finansowej i przygotować się na zimę inwestycyjną, zupełnie się nie sprawdziły. Stało się wręcz odwrotnie.

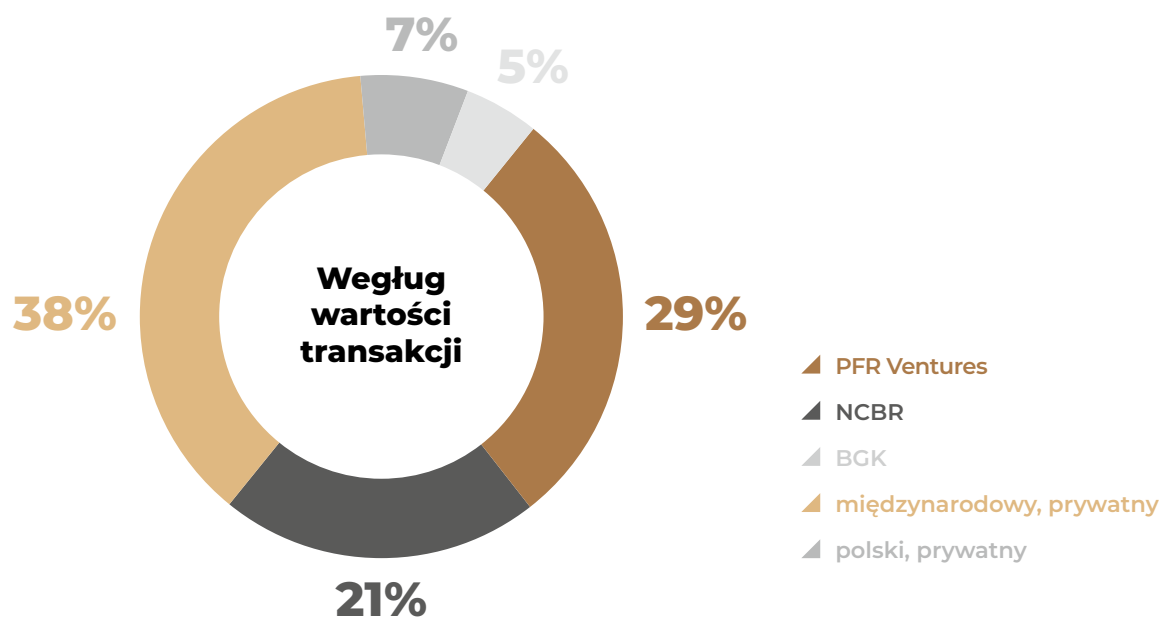
To przekłada się zaś na zwiększoną liczbę pieniędzy, wyższe wyceny i ogólnie większy ruch inwestycyjny, zarówno na świecie, jak i w Polsce. Na naszym krajowym rynku, oprócz wspomnianego napływu kapitału, istotnym czynnikiem są środki płynące z Polskiego Funduszu Rozwoju, NCBR i BGK. Większość pieniędzy z PFR została już przekazana do funduszy inwestycyjnych, dzięki czemu mogą one inwestować w pełni.

Trzeci kluczowy czynnik to obniżona bariera wejścia zagranicznych funduszy do Polski spowodowana pandemią i przeniesieniem procesu pitchowania do kanałów online. Tym samym bariery do inwestowania przez fundusze w dowolnym regionie, w tym naszym, zniknęły.

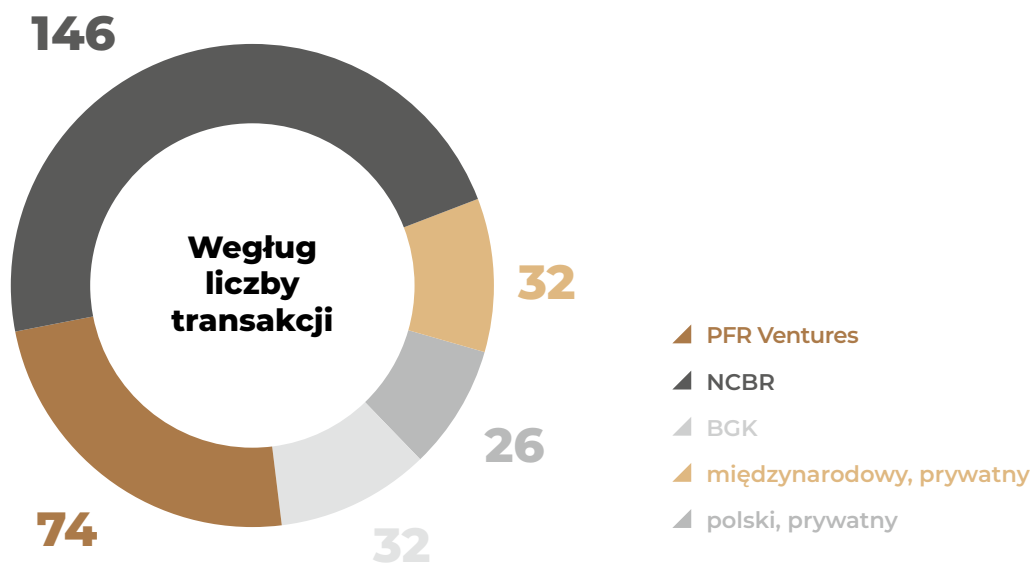
---

\* Dotyczy transakcji z wykorzystaniem kapitału publicznego (PFR V, BGK, NCBR).

## Programy publiczne oraz kapitał prywatny w 2020 r.



Źródło: Transakcje na polskim rynku VC w 2020; PFR Ventures, Inovo Venture Partners



Źródło: Transakcje na polskim rynku VC w 2020; PFR Ventures, Inovo Venture Partners

Zdecydowana większość funduszy zasilanych pieniędzmi z PFR już wystartowała, część programów osiągnęła już nawet limit, czyli alokowano całość dostępnych środków i one „pracują” obecnie w funduszach VC. Jeśli zaś chodzi o inwestycje samych funduszy, to te najaktywniej inwestujące po ponad 2 latach działalności docierają do poziomu 40 proc. budżetu inwestycyjnego. To oznacza, że w tym momencie na rynku, w samych funduszach VC zasilanych przez PFR, są jeszcze ponad 2 mld zł na inwestycje. Te pieniądze powinny trafić do startupów w ciągu kolejnych 2 lat.

Środki, jakimi dysponuje PFR, są elementem szerszego Programu Inteligentny Rozwój. Z tego samego programu korzystają również inne kluczowe podmioty zasilające polski rynek VC, czyli Narodowe Centrum Badań i Rozwoju (fundusze Bridge Alfa i Bridge VC) oraz Bank Gospodarstwa Krajowego (NetrixVentures, BraveSeed Fund, BP VC GPI i BitspirationBooster). Fundusze VC będą mogły korzystać z finansowania pochodzącego z tego programu do końca 2023 r.

Oczywiście na polskim rynku działają również fundusze niezwiązane z PFR, NCBR czy BGK. Pojawiają się fundusze zagraniczne, fundusze całkowicie prywatne czy inwestycje „anielskie” – łącznie wszystkich środków do zainwestowania może być nawet ok. 3 mld w kolejnych 2 latach. Lokalne fundusze zdecydowanie pogłębiły w ostatnim czasie współpracę z zagranicznymi partnerami – udział koinwestycji z międzynarodowymi funduszami wzrósł z 14 proc. w 2019 r. do 27 proc. w 2020 r. Kwotowo odpowiadało to za wzrost o ponad 230 mln zł.

Trwają już przygotowania do wdrożenia kolejnych dwóch inicjatyw, dzięki którym polski rynek VC uniknie luki inwestycyjnej po wygaśnięciu obecnych, trwających do 2023 r. programów. Jedną z nich to PFR GreenHub, fundusz funduszy oparty na środkach innych niż europejskie, czyli bez wymogów obowiązujących obecnie fundusze PFR-owe. Drugą to inicjatywa europejska, z której również PFR ma nadzieję pozyskać budżet co najmniej równy temu, którego alokacja dokonywała się w ostatnich latach. Obecnie trwają też konsultacje społeczne na temat nowej perspektywy – Funduszy Europejskich Nowoczesnej Gospodarki.





## Pieniądzy na kontach będzie więcej, nie mniej

Funduszom VC zasilanym kapitałem przez PFR Ventures pozostało na inwestycje 2,1 mld PLN (łącznie z kapitałem prywatnym). Obserwujemy tempo inwestycyjne funduszy i potencjalnie wolne środki prześlemy potencjalnie do kolejnych zespołów. Tylko w tym roku ogłosiliśmy inwestycje w dwa nowe fundusze venture capital. Uruchamiamy też PFR GreenHub FoF, nowy program, w ramach którego fundusze inwestujące w zielone innowacje będą mogły pozyskać w sumie 200 mln złotych.

Przed nami kolejna perspektywa unijna, która obejmuje również finansowanie VC. W Ministerstwie Funduszy i Polityki Regionalnej trwają już prace nad programem. Uczestniczymy w nich od początku i zgłaszamy propozycje poprawek na bazie doświadczeń z środkami PO IR.

PFR Ventures, NCBR czy BGK nie są jedynymi źródłami kapitału na rynku venture capital. Polskie fundusze pozyskują środki także bezpośrednio z europejskich instytucji, a także od inwestorów prywatnych. Kibicujemy ich wysiłkom; ich rola w pobudzaniu polskich innowacji jest bardzo istotna. Część zespołów zamyka już starsze fundusze, a ich udziałowcy decydują się reinwestować kapitał w kolejnych wehikułach.

Widzimy też zwiększenie aktywności funduszy CVC. Dla korporacji startupy wcześniej były przede wszystkim sposobem na budowę swojego wizerunku w ekosystemie innowacji. Teraz marketing i korzystanie z usług startupów jest wypierane przez strategie inwestycyjne, które pozwalają obserwować ważne dla biznesu nowe projekty.

Na rynek trafia też coraz więcej środków od zagranicznych funduszy. Polskie startupy były już na celowniku brytyjskich, niemieckich i czeskich inwestorów, ale teraz ten „zoom” na Polskę jest większy. Dotychczas uczestniczyły przede wszystkim w późniejszych rundach, od serii A w górę, uzupełniając lukę kapitałową, której nie wypełniały polskie fundusze. Teraz ich zainteresowanie sięga coraz częściej rund seed. Pieniądzy dla startupów będzie tylko więcej.



### Maciej Ćwikiewicz

Prezes zarządu  
PFR Ventures







## NCBR rozwija rynek VC w Polsce

Polski rynek venture capital okazał się bardzo silny w 2020 r. Pomimo niepewnej sytuacji gospodarczej wartość inwestycji dokonanych przez fundusze VC/PE w polskie startupy była najwyższa w jego historii (2,1 mld zł) i o 70 proc. wyższa niż w 2019 r. Równocześnie dane dotyczące transakcji oraz podmiotów w nich uczestniczących świadczą o tym, że postępuje dalsza profesjonalizacja tego rynku. Szacujemy, że ponad jednej piątej rynku VC w Polsce, w ujęciu wartościowym, oraz prawie połowie rynku pod względem liczby transakcji odpowiadają fundusze działające w ramach programów dofinansowanych przez NCBR. Mimo że najwięcej inwestycji zostało dokonanych w spółki z branży IT, to cieszy nas również fakt, że pojawia się coraz więcej projektów z innych obszarów, takich jak: medycyna, żywność czy IoT. Równocześnie odnotowujemy rosnącą liczbę inwestycji w obszarze CVC, co jest efektem wyzwania, przed jakimi stają korporacje, oraz dostępu do kapitału.

Patrząc na rynek VC z perspektywy NCBR, przewidujemy, że najbliższe 2 lata powinny być wyjątkowo ciekawe. Zarówno fundusze funkcjonujące w ramach programu Bridge Alfa, jak i fundusze działające w ramach funduszy PFR NCBR CVC wkraczają w kluczowy okres realizacji swojej działalności inwestycyjnej. Szacujemy, że w latach 2021–2022 tylko w ramach tych dwóch programów mogą zostać dokonane inwestycje na kwotę nawet 1 mld zł. Powinno to umożliwić powstanie mniej więcej 400 spółek, głównie w fazie seed. Liczymy również, że na rynek venture capital, do dalszych rund finansowania, zaczną trafiać projekty realizowane w ramach inwestycji dokonanych w latach 2017–2020. Z dużymi nadziejami obserwujemy rozwój pasywnego funduszu koinwestycyjnego NCBR Investment Fund, który w tym roku powinien dokonać pierwszych inwestycji. To nowy typ funduszy VC, który dzięki NCBR dopiero debiutuje na polskim rynku i może stanowić ciekawą alternatywę zarówno dla funduszy VC, jak i CVC, które są zainteresowane większymi inwestycjami lub chcą zdywersyfikować swoje ryzyko.



### Przemysław Kurczewski

Wicedyrektor  
NCBR



## Kto może sięgać po środki z NCBR?

Seed? Startup? Growth? Ekspansja? Niezależnie od tego, na jakim etapie jest Twój projekt, NCBR to właściwy adres, jeśli chcesz rozwijać się technologicznie i biznesowo.

Granty przyznawane w konkursach, przekazywane za pośrednictwem funduszy VC (venture capital) oraz inwestycje tych ostatnich to najbardziej popularne instrumenty wsparcia z naszej strony. Jako rządowa agencja posiadamy środki, głównie z Funduszy Europejskich, oraz – dzięki zgromadzonym przez ponad dekadę doświadczeniom i współpracy z biznesowymi, także zagranicznymi partnerami – odpowiedni know-how. Aktywnie definiujemy wyzwania technologiczne, na które dziś potrzebujemy odpowiedzi, jak choćby te wpisujące się w obszar europejskiego Zielonego Ładu. W dalszym stopniu wspieramy również przedsiębiorców i naukowców, którzy mają własny pomysł na biznes oparty na wykorzystaniu wysokich technologiach. Wspierając startupy, **bierzemy na siebie większość ryzyka** związanego z ewentualnym niepowodzeniem projektu.

Finansowanie z NCBR można uzyskać na kilka sposobów. Najczęściej to udział w konkursach grantowych, w których bezzwrotne dofinansowanie sięga nawet do 80 proc. wartości projektu. Co roku organizujemy kilkadziesiąt naborów w ramach Funduszy Europejskich, programów krajowych oraz konkursów programów międzynarodowych.

Wsparcie, nie tylko finansowe, możecie uzyskać także z uruchomionych przez nas w programach z rodziny BRIDGE funduszy VC lub CVC (corporate venture capital). Działalność inwestycyjną w segmencie projektów w tzw. fazie załączkowej prowadzi obecnie ponad 50 funduszy BRIDGE Alfa. „Alfy” wyszukują najlepsze pomysły naukowców i przedsiębiorców i wspierają je w fazie seed i preseed, gdy ryzyko niepowodzenia jest największe. Dotychczas dzięki nim **szansę na swój rozwój uzyskało aż 546 startupów**. Liczymy, że do końca obowiązującej perspektywy finansowej UE do ich grona dołączy kolejnych kilkaset spółek.

Zespoły projektowe czy młode spółki technologiczne mogą się też samodzielnie zgłaszać bezpośrednio do funduszy. Ich listę, wraz ze specjalizacjami, znajdziecie na stronie: <https://www.gov.pl/web/ncbr/platforma-konkursowa>. Na rynku działają również inne „bridgowe” fundusze venture capital oraz corporate venture capital, inwestujące w spółki technologiczne w fazie wzrostu lub ekspansji: TDJ Pitango Ventures (VC), Cogito (VC), EEC Magenta (CVC), SpeedUp Energy Innovation (CVC), Icos III (CVC), FF VC (CVC). W zeszłym roku uruchomiliśmy także spółkę NCBR Investment Fund ASI SA, której celem jest



wspieranie tych startupów, które wchodzą już w fazę ekspansji i wzrostu, czyli takich które zostały wstępnie zweryfikowane pod względem modelu biznesowego, wartości rozwijanych technologii i branż, w której działają. Co ważne, wszystkie fundusze prowadzą działalność inwestycyjną w sposób ciągły, więc szukające wsparcia biznesowego i finansowego startupy nie muszą czekać na ogłoszenie nowych konkursów.

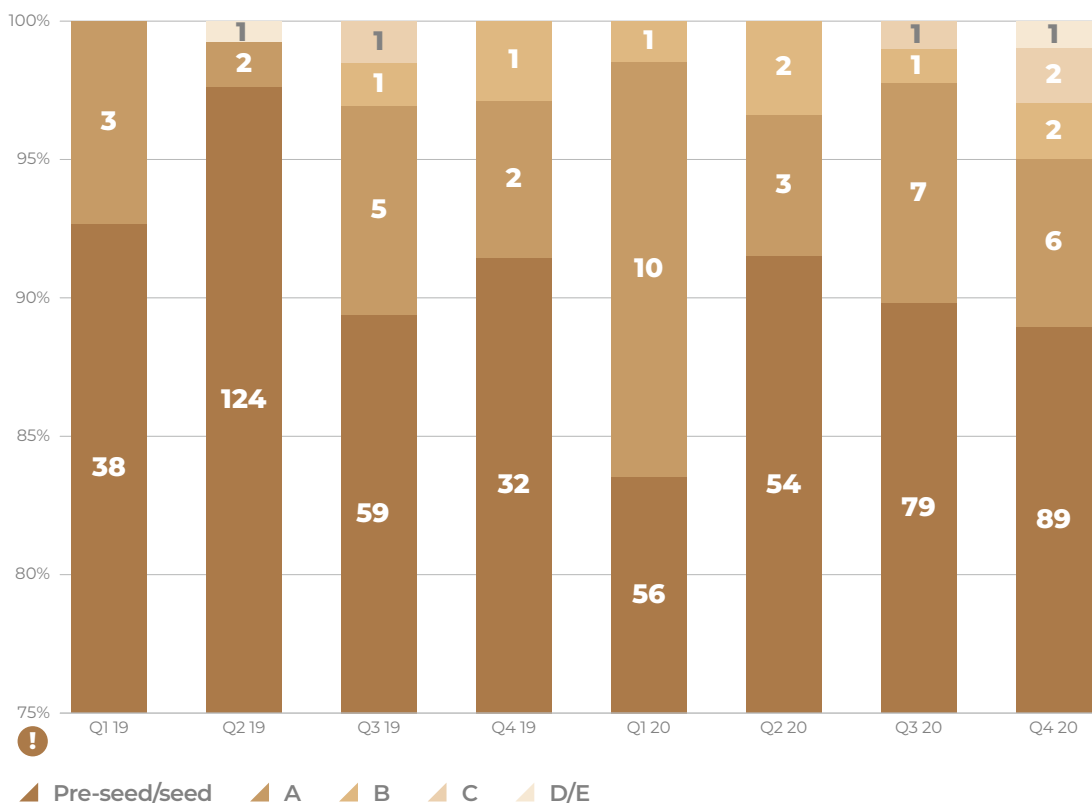
Czekamy na Wasze pytania w punkcie informacyjnym: [info@ncbr.gov.pl](mailto:info@ncbr.gov.pl).  
Zbadajcie możliwości, jakie stwarzamy. Przyszłość dzieje się u nas.

## Jak rósł ticket inwestycyjny w Polsce? Jaki obecnie jest trend? Co będzie dalej?

Dane za ostatnie 2 lata dobrze obrazują rozwijający się ekosystem startupowy w Polsce. Wzrost rok do roku miał miejsce na każdym etapie finansowania, natomiast szczególnie widoczne są podwojenie liczby serii A (26 transakcji w 2020 r.) oraz trzykrotny skok rund serii B (sześć takich inwestycji w 2020 r.).

### Inwestycje VC w Polsce 2019–2020 Podział względem rundy

Kwartalnie, liczba transakcji z przybliżeniem na późniejsze rundy 



Źródło: Transakcje na polskim rynku VC w 2020; PFR Ventures, Inovo

Jest to wynik zwiększonej liczby najwcześniejszych rund typu pre-seed i seed – w 2019 r. nastąpił istotny przyrost, gdy odbyły się 244 transakcje załączkowe. Trend ten był kontynuowany w kolejnym roku, i to pomimo pandemii, kiedy odbyło się aż 278 takich rund. Patrząc na dane historyczne, można spodziewać się, że obecny rok będzie jeszcze lepszy, jeśli chodzi o wczesne inwestycje.

Jeszcze 5 lat temu ticket inwestycyjny wynosił średnio mniej więcej 500 tys. dolarów. Teraz wzrósł do 1–1,5 mln dolarów, m.in. dzięki funduszom z programów NCBR. Przewiduje się, że w latach 2023–2025 może on dojść do nawet 3 mln dolarów.

Rosnące rundy inwestycyjne i wyceny są również pokłosiem globalizacji rynku pracy, w szczególności specjalistów IT i zwiększających się oczekiwań płacowych z ich strony. Startupy działające w naszym regionie muszą w coraz większym stopniu konkurować o pracowników z podmiotami z całego świata, w tym np. amerykańskimi, gdzie płace są znacznie wyższe. Jeśli chcą zatrzymać te talenty u siebie, muszą im zapewnić odpowiednie wynagrodzenie. To z kolei wymusza wzrost rund finansowania i częściowo większe wyceny.

Wiele polskich spółek zaczyna już przechodzić z fazy pre-seed/seed do serii A i B, co jest oznaką, że rozwój ekosystemu przyspiesza. W 2021 r. spodziewany jest zatem także wzrost liczby większych rund. Serie A wynoszą obecnie w Polsce średnio mniej więcej 5–10 mln dolarów i przewiduje się, że wartości te będą rosły. W USA kwoty te wzrosły kilkukrotnie w ostatnich latach. Europa goni pod tym względem rynek amerykański, a Polska Europę, więc finalnie także w Polsce będzie można mówić o seriach A w wysokości np. 15 mln dolarów.





## Globalne trendy tylko dla najlepszych

Jak można zauważyć w raporcie PFR, średnia wartość rundy inwestycyjnej w Polsce jest dosyć zmienna w ostatnich latach i waha się w przedziale €0.4m euro do €1.4m. Wynika to w dużym stopniu z dwóch czynników: relatywnie niewielkiej próby, liczby rund w naszym kraju, jak również wpływu bardzo dużych rund na wartości średnie. Potwierdza się to w medianie wartości rundy, która jest zaskakująco stabilna na poziomie ok. €0.23–0.24m.

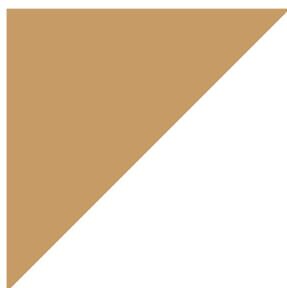
Podsumowując, mimo że z wartości średnich można by wnioskować, że wartości rund w Polsce spadły w Q1 2021, to jestem bliższy wnioskowi z mediany, że wartość rundy jest stabilna. Prowadzi to jednak do pytania, dlaczego wartości te są tak stabilne i to na poziomie prawie dokładnie 1m złotych, szczególnie w sytuacji, gdy wartości rund na świecie, w tym w Europie, zgodnie z raportami Pitchbook, dramatycznie wzrosły w ostatnim roku, osiągając historycznie szczytowe wartości w Q1 2021. Odpowiedź kryje się w dużym stopniu w strukturze rund. Po pierwsze, olbrzymia większość rund w Polsce to nadal rundy seed/pre-seed. Co jeszcze ważniejsze, na etapie tym największą rolę grają fundusze wsparte przez PFR (np. z programu Starter) bądź NCBR (np. z programu Bridge Alfa), gdzie wielkość rundy jest w dużym stopniu ograniczona warunkami tych funduszy funduszy (fund of funds); w programie *Bridge Alfa* jest to właśnie 1 mln złotych.

Powyższe analizy nie zmieniają jednak faktu, że odczuwalne jest zwiększenie wysokości rundy inwestycyjnej na każdym etapie finansowania dla najlepszych spółek w kraju. Coś, co było jeszcze niedawno trudne do wyobrażenia, czyli wielomilionowe dolarowe rundy seed, już się wydarzyło i spodziewam się, że będzie ich coraz więcej. Coraz więcej jest też rund bardzo dużych, dla spółek wzrostowych na późniejszym etapie rozwoju, choć było ich istotnie mniej w Q1 niż w poprzednim roku. Tym samym najlepsi polscy przedsiębiorcy i najlepsze pomysły mogą być traktowane na równi z ich zachodnimi konkurentami. Można podsumować, że o ile statystyki tego nie pokazują oraz nie jest to jeszcze tak widoczne w skali całego ekosystemu, o tyle globalne trendy (rosnące wyceny, rosnące wartości rund itd.) dla najlepszych polskich startupów dotarły już nad Wisłę.



**Wojciech Walniczek**

Dyrektor Inwestycyjny  
OTB Ventures

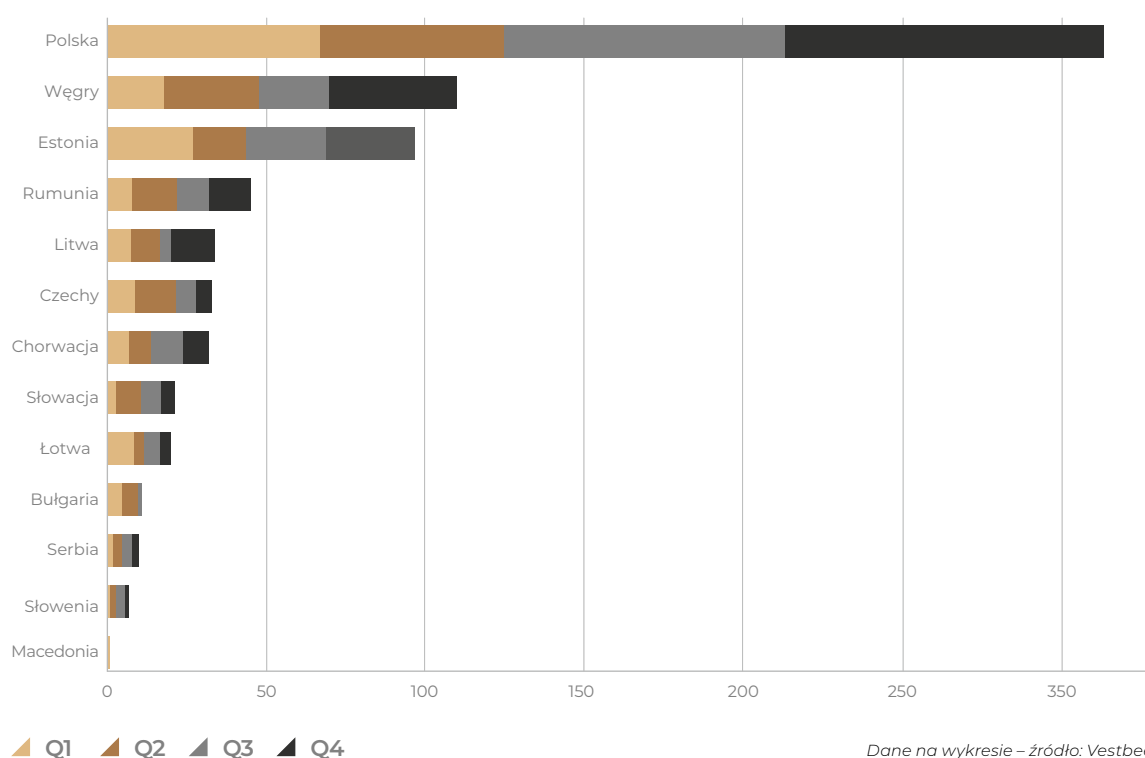


## Jak Polska plasuje się na rynku CEE? Jak wypada na tle innych krajów?

Z danych zaprezentowanych w ostatnim raporcie Vestbee wynika, że w regionie centralnej i wschodniej Europy w całym 2020 r. odbyły się 733 rundy, z czego największe dotyczyły: estońskiego Bolta (150 mln euro w ramach serii D), polsko-fińskiej spółki ICEYE (73 mln euro w ramach serii C), polskich spółek Brainly (66 mln euro w serii D) oraz Booksy (60 mln euro). Całkowita wartość funduszy wyniosła w regionie ponad 1 mld euro. Widać więc wyraźnie, że wyceny polskich spółek dominują na tle pozostałych państw CEE.

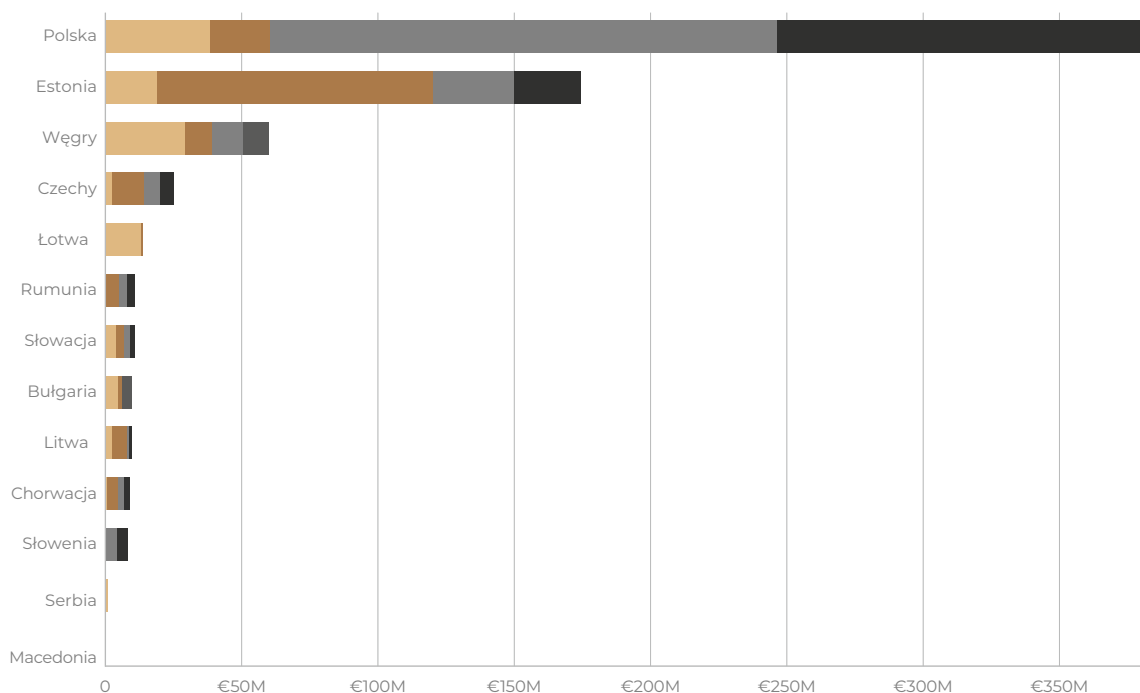
Sytuacja wygląda podobnie, jeśli chodzi o liczbę rund w poszczególnych krajach. W tym samym raporcie widać, w jaki sposób rundy rozkładają się w różnych krajach. Na pierwszym miejscu są: Polska (313 rund), Węgry (110 rund) oraz Estonia (97 rund).

### Liczba inwestycji w krajach CEE



Które fundusze VC były najbardziej aktywne w naszym regionie? W 2020 r. prym wiodły: węgierski Hiventures, chorwacki Fil Rouge Capital, estoński Startup Wise Guys, słowacki CB Investment Management. Pozostałe fundusze z czołówki to podmioty z Polski: Smok VC, Polish Venture Fund, CZYSTA3. VC, Brave VC, KnowledgeHub oraz Netrix Ventures.

## Suma inwestycji w krajach CEE



▲ Q1 ▲ Q2 ▲ Q3 ▲ Q4

Dane na wykresie – źródło: Vestbee

Dlaczego akurat te, a nie inne kraje regionu znalazły się na podium? Zdaniem ekspertów każdy z tych rynków ma nieco inne cechy, które je wyróżniają na tle innych w regionie. Polska to największy kraj z najbardziej rozbudowanym rynkiem startupów, ale także z proporcjonalnie największą liczbą inwestorów dysponujących kapitałem gotowym do wykorzystania. Widać to wyraźnie, jeśli wziąć pod uwagę liczbę najczęściej inwestujących funduszy VC. Większość z nich pochodzi z Polski.

Estonia to już zupełnie inny, ale niezmiernie ciekawy przypadek. Duża liczba bardzo dobrych startupów to pokłosie wieloletniej strategii cyfryzacji tego kraju i związanych z nią rozwiązań prawnych i mechanizmów rynkowych. Nie bez powodu czasem określa się ten kraj E-stonią – podkreślając zaawansowanie technologiczne Estończyków. Na tych silnych fundamentach udało się zbudować wiele ciekawych startupów. Węgrzy, podobnie jak Polacy, inwestują stosunkowo dużo w rynek (aż 110 rund), dzięki czemu istnieje tam kapitał do tworzenia i rozwijania rynku VC i startupowego.

Analiza Vestbee pokazuje również, że fundusze w regionie najchętniej inwestowały w rozwiązania z zakresu sztucznej inteligencji, Big Data, blockchain. Popularnością, co nie powinno dziwić w czasie pandemii, cieszyły się projekty z branży e-commerce, marketplace czy te świadczące usługi finansowe i reklamowe. Inwestorzy przejawiali także duże zainteresowanie podmiotami z branży healthcare oraz Agri Tech.



## Pieniądze ponad granicami

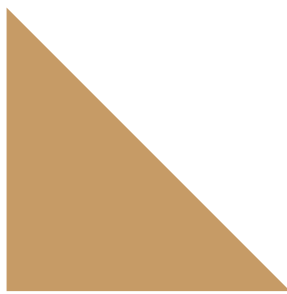
W ostatnich miesiącach, szczególnie na skutek panujących ograniczeń, ekosystem inwestycyjny mocno się zmienił. Nie tylko pandemia COVID-19, lecz także zmiana w postrzeganiu zarówno inwestorów przez startupy, jak i startupów przez inwestorów spowodowały, że tradycyjny dotąd model współpracy na linii spółka – inwestor po prostu musiał ulec zmianie. Przejście na zdalny tryb prezentowania przez przedstawicieli spółek technologicznych swoich koncepcji oraz zdalne podejmowanie decyzji przez inwestorów znacznie usprawniło i przyspieszyło procesy inwestycyjne. W wyniku tego coraz więcej rodzimych startupów porzuca poszukiwanie kolejnych rund inwestycyjnych w Polsce. Nie ma w tym nic złego. Taką postawę należy wręcz pochwalić. Inwestor z innego kraju to zawsze nowe kontakty na rynku lokalnym, a także świeże spojrzenie z innego obszaru kulturowego. Jeśli startup myśli o budowaniu globalnego biznesu, jest to warunek wręcz konieczny. Zmieniło się również podejście rodzimych inwestorów do działania i poszukiwania okazji inwestycyjnych. Dziś nie konkurujemy już tylko z lokalnymi funduszami. Coraz częściej stajemy w szranki z inwestorami z pozostałych, europejskich (choć nie tylko) krajów. Z drugiej strony, w ostatnich miesiącach obserwujemy, że coraz więcej startupów z regionu CEE szuka kapitału u polskich przedstawicieli branży VC. Podziały terytorialne widoczne na mapach przestają mieć jakiegokolwiek znaczenie.

Co dalej? Aby dostosować się do coraz bardziej konkurencyjnego rynku inwestycyjnego, fundusze, szczególnie te działające obecnie jedynie lokalnie, będą musiały zmienić swoje podejście. Po pierwsze, aby wciąż osiągać najlepsze możliwe wyniki dla inwestorów, będą musiały zwiększać zasięg geograficzny – docierać do najlepszych startupów z całego świata, na początek do tych z CEE, później z kolejnych obszarów geograficznych. Po drugie, będą musiały postawić na większą sprawność i zwinność inwestycyjną. Dziś bowiem nie ma już czasu na zastanawianie się tygodniami nad inwestycją w dany projekt czy na długie i żmudne negocjacje. Te dosyć szybko odchodzą do lamusa. W obecnych realiach najlepsze startupy zbierają rundy na swoich warunkach i to w okresach liczonych bardziej dniami niż tygodniami. Musimy być zwinniejsi, musimy być sprawniejsi, musimy zacząć działać jak startupy – czego Państwu i sobie życzę.



**Tomasz Czapliński**

Partner zarządzający  
SpeedUp Venture Capital Group









03 / 05

# Rozdział III

# Zatrudnienie

# w VC



# Zatrudnienie w VC

## Fundusze VC jako interesujący pracodawca

Jak pracuje się w funduszach venture capital? Z pozoru mogłoby się wydawać, że to zamknięte środowisko bardzo majątnych osób, do którego trudno się dostać z zewnątrz. To jednak często mit, niemający związku z rzeczywistością.

Przede wszystkim warto pamiętać, że zazwyczaj nie są to duże podmioty. Średnio zatrudniają na stałe mniej więcej 10 osób i liczba ta uwzględnia już partnerów zarządzających funduszem. Struktura wygląda najczęściej tak, że oprócz kadry zarządzającej funduszem i relacjami inwestorskimi, podejmującej kluczowe decyzje, pracują tam także dyrektorzy inwestycyjni, zajmujący się na co dzień realizacją procesów inwestycyjnych. Ich praca z kolei opiera się na wsparciu analityków, którzy oceniają potencjał rynku, model biznesowy startupów, przewidują na podstawie analiz, jakie są perspektywy biznesowe danego przedsięwzięcia. Wśród analityków występuje gradacja stanowisk – początkujący juniorzy, awansując, dochodzą do stanowisk seniorskich.

Funkcjonowanie funduszy wymaga również wsparcia innych osób, np.: prawników specjalizujących się w transakcjach, analityków czysto finansowych czy marketingowców. Cały zespół odpowiada za wyniki. To spora odpowiedzialność, ponieważ fundusz dysponuje pieniędzmi, które zostały mu powierzone przez niezależnych inwestorów oczekujących odpowiedniego zwrotu z inwestycji.



## Rekrutacja w funduszach VC

Rekrutacja prowadzona przez fundusze VC to początkowo zwykle rekrutacja osób z networku. Dopiero po ich weryfikacji fundusze decydują się na rozmowy z innymi, nieznanymi im wcześniej kandydatami. Z jednej strony rekrutujący partnerzy proponują konkretnych kandydatów, a z drugiej – są w tym procesie bardzo otwarci, słuchają swoich rekruterów, jakich użyć metod, narzędzi, jak podejść do projektowania rozmów, unifikacji procesu albo właśnie jak dobrze rekrutować z networku, maksymalnie, jak to tylko możliwe, redukując branżowy startupowy bias. Sytuacja na rynku pracy w trakcie pandemii znacznie się skomplikowała – wbrew przewidywaniom z końcówki Q1 2020 r. rynek pracy jest bardziej niż kiedykolwiek rynkiem kandydata. Nie istnieje już zjawisko kandydata pasywnego – średnia liczba rekrutacji przypadająca na jednego kandydata to od czterech do pięciu procesów w jednym czasie. Dojrzałe startupy są konkurencyjnym graczem jako pracodawca na rynku, a zjawisko kontrofert przybiera na sile. Jeszcze 3, 4 lata temu praca dla funduszu była bezdyskusyjnym prestiżem i splendorem. Dzisiaj kandydaci odbierają oferty pracy od funduszy VC jak wiele innych, traktując je na równi z ofertami od dojrzałych i rosnących startupów, zapewniających np. ESOP-y. Na pewno im większy i lepiej prosperujący fundusz, tym lepiej jest postrzegany również jako pracodawca. Co dziś kluczowe, wiele zależy od marek osobistych partnerów – od tego, jaki mają network i background, kim są, jak wypowiadają się w mediach oraz czy angażują się realnie w życie startupowej społeczności. Nie przechodzą już w tej branży także stereotypizacje, micromanagement czy nietraktowanie pracowników po partnersku.

Jako pracodawcy fundusze VC oferują zwykle swoim pracownikom ogromną autonomię w działaniu. Również tutaj nie do przecenienia jest zdolność racjonalnej, ale i błyskotliwej argumentacji. W branży VC dobrze odnajdują się pracownicy o elastycznym podejściu, wykazujący się dużą proaktywnością. Polskie fundusze VC zatrudniają zwykle nie więcej niż 15 osób. Daje to zatrudnionym spore możliwości rozwoju w wielu kierunkach czy pracy onsite w najlepszych startupach. Zorientowanie na dostarczenie konkretnego efektu oraz otwartość to cechy, które są szczególnie pożądane. I najczęściej partnerzy funduszy to rozumieją, patrząc na potencjalnych pracowników bardziej przez pryzmat cech, mindsetu i perspektyw wzrostu niż tylko według klucza już posiadanego doświadczenia.



**Róża Szafranek**

CEO  
HR Hints





## Jak zostać VC?

Znalezienie pracy w funduszach VC jest postrzegane zarówno jako praca bardzo ciekawa, jak i trudna do zdobycia. Po części wynika to z faktu, że większość funduszy to małe zespoły, w których działają głównie partnerzy i które zatrudniają dodatkowo pojedyncze osoby. Polski rynek VC jest jeszcze stosunkowo młody i większość zespołów zarządzających funduszami pracuje przy swoim pierwszym czy drugim funduszu, a ich zespoły często mają mniej niż 10 osób. Funkcjonuje żart, że najłatwiej zdobyć pracę w VC, zakładając swój fundusz.

Ważne jest jednak otwieranie branży na nowe osoby i dawanie szans, zwłaszcza młodym osobom, aby miały one możliwość sprawdzić się jako VC, zweryfikować, czy jest to ścieżka dla nich, i zdobyć praktyczną wiedzę.

Jednym z takich sposobów są programy stażowe. Patrząc na to jako na zjawisko korzystne dla obu stron. Zespół funduszu w osobie stażysty ma wsparcie w codziennej działalności, a stażysta dostaje praktyczną wiedzę, czerpie z doświadczeń zespołu funduszu, a także rozpoczyna budowanie swojej reputacji w środowisku. Taka testowa współpraca jest również sposobem na weryfikację wzajemnego dopasowania pod kątem przyszłej współpracy. VC, rozszerzając swój zespół czy szukając pracowników do spółek z portfolio, może zacząć od bazy osób sprawdzonych przy wcześniejszych współpracach.

Jako SMOK jesteśmy zaangażowani w *101 Fellowship*. Jest to 8-tygodniowy program dla młodych osób chcących wejść do świata VC. Dostają w nim bazę wiedzy w postaci warsztatów i jednocześnie odbywają staż w różnych funduszach z całego świata. Dzięki temu, że jest to program międzynarodowy, młode osoby mają szansę poznać realia VC z całego świata i zbudować globalną sieć kontaktów. Natomiast funduszom może to pomóc zweryfikować i zatrudnić osoby z innych rynków, co jest szczególnie przydatne, gdy fundusz wychodzi z lokalnego rynku i poszerza swój zasięg geograficzny.



**Diana Koziarska**  
Founding Partner  
SMOK Ventures





## Cenimy ciekawość i otwartość na świat

Rozglądając się za pracownikami do zespołu funduszu ffVC Tech & Venture, nie mamy ściśle określonego klucza doboru kandydatów. W zależności od stanowiska poszukujemy konkretnych umiejętności popartych ciekawością intelektualną. Oczywiście dużym plusem przy pracy w funduszu venture capital jest doświadczenie w modelowaniu finansowym lub consultingu, zdobyte w międzynarodowym środowisku biznesowym. Dobrym przykładem mogą tu być pracownicy z wielkiej czwórki konsultingu, którzy przez pracę w projektach o zróżnicowanej tematyce zyskują nieocenione doświadczenie w wielu aspektach biznesu, a także posiadają niezbędny rygor analityczny, pozwalający ocenić inwestycje zarówno ze strony ilościowej, jak i jakościowej.

Wśród umiejętności miękkich bardzo cenimy sobie ludzi otwartych, z dobrym podejściem do spółek porfelowych. Większość naszej pracy wiąże się z kontaktami z ludźmi i ze spotkaniami, więc umiejętności zdobyte w tym aspekcie są dla nas cenne. Szukamy zarówno młodych liderów z pasją, jak i doświadczonych przedsiębiorców, którzy decydują się wyjść z własnego biznesu. Ze względu na obszary, w które inwestujemy, poszukujemy ludzi zainteresowanych nowymi technologiami. Pracownicy z doświadczeniem w analizie stanu prawno-finansowego stanowią dla nas doskonały materiał na analityków. Muszą to być kandydaci śledzący bieżące wydarzenia i wybiegający w przyszłość, potrafiący trafnie przewidzieć trendy, które za parę lat staną się dochodowymi inwestycjami.

### **Mariusz Adamski**

Partner  
ffVC Poland





04 / 05

# Rozdział IV

## Co founder wiedzieć powinien

# Co founder wiedzieć powinien

Założenie startupu wydaje się proste – wystarczą dobry pomysł oraz determinacja w jego wdrażaniu i sukces gotowy. Niestety, nie jest to takie oczywiste, a sukcesy odnoszone przez founderów wymagają nie tylko pomysłu i pracowitości, lecz także umiejętnego poruszania się w startupowym ekosystemie, bez którego raczej nie da się skalować najlepszych nawet pomysłów. Niezbędne jest zazwyczaj wsparcie, zarówno finansowe, jak i merytoryczne, różnego rodzaju podmiotów funkcjonujących na tym rynku.

## **Najlepsza walidacja product-market fitu? Przychody i właściwy model cenowy!**

Badanie wśród 1,5 tys. startupów pokazało, że średnio w ciągu roku poświęcamy trzy razy więcej czasu na zakup materiałów biurowych (kawa, spinacze, papier toaletowy) niż na tworzenie modelu cenowego...

Stworzenie efektywnej strategii cenowej ma kluczowe znaczenie dla sukcesu każdej firmy. Doświadczenie pokazuje, że dotyczy to szczególnie spółek technologicznych na wczesnym etapie rozwoju, które wyznaczając ceny, tworzą swoistą kotwicę oczekiwań dla klientów.

## **Najważniejsza rada Marca Andreessena: „Podnieś ceny”**

W książce *Narzędzia tytanów* Tim Ferris pyta Marca Andreessena, jednego z najbardziej znanych inwestorów VC, założyciela Andreessen-Horowitz, jakie hasło umieściłby na billboardzie z najważniejszym przekazem dla founderów? Odpowiedź brzmi: „Podnieś ceny!”. „Głównym tematem, jaki pojawia się w firmach, które mają problemy z przetrwaniem, jest pobieranie zbyt niskich opłat za produkty. W Dolinie Krzemowej pokutuje przekonanie, że najlepszym sposobem na odniesienie sukcesu jest dyktowanie jak najniższych cen, zgodnie z założeniem, że kiedy produkt jest tani, wszyscy mogą go kupić i rosną obroty



firmy. Tymczasem raz za razem obserwujemy przedsiębiorstwa upadające pod ciężarem tej filozofii, ponieważ stają się „zbyt wygłodniałe, by się najeść” (too hungry to eat). Nie zarabiają na produkcie wystarczająco dużo, by pozwolić sobie na zatrudnienie profesjonalnej kadry sprzedażowej i marketingowej, bez której trudno w ogóle znaleźć klientów. Czy twój produkt naprawdę jest taki dobry, skoro ludzie nie są gotowi więcej za niego zapłacić? (Timothy Ferriss, *Narzędzia tytanów. Taktyki, zwyczaje i nawyki milionerów, ikon popkultury i ludzi wybitnych*, Warszawa 2017)

## **Czy Twój model cenowy jest spójny z Twoją „north star metric”?**

Zły model cenowy zabije Twój biznes, a dobrze przemyślana strategia cenowa może pomóc w osiągnięciu krótko- i długoterminowych celów. Model cenowy jest świetnym narzędziem ułatwiającym (albo utrudniającym) osiągnięcie NSM.

### **Najprostsza strategia cenowa: 10-5-20**

Nie ma jednej strategii cenowej, która sprawdza się we wszystkich przypadkach. Ale jak ktoś domaga się uniwersalnego rozwiązania, proponuję zasadę 10-5-20.

1. Twój produkt musi dostarczać 10 razy więcej wartości klientowi, niż kosztuje.
2. Podnoś ceny o 5 proc. do momentu, gdy 20 proc. Twoich klientów będzie rezygnować z zakupu, bo „jest za drogo”.

**Dr Maciej Kraus**  
Pricing Guru  
Partner  
Movens Growth Equity



## Dobry pomysł to dopiero początek

Oczywiście nowatorski pomysł lub znalezienie niszy, w której brakuje jakiegoś narzędzia, to dobry start, jednak nie zawsze są niezbędne, aby zbudować własny biznes startupowy. Wielu founderów *de facto* nie wymyśla zupełnie nowych, nieistniejących wcześniej rozwiązań, tylko np. ulepsza te już oferowane przez konkurencyjne podmioty albo daje jakąś wartość dodaną, oczekiwaną przez użytkowników danego rozwiązania.

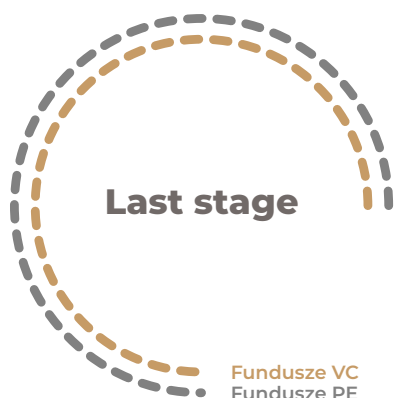
Zanim zaczniemy wdrażać nasz pomysł w życie, co wiąże się najczęściej z poniesieniem pierwszych kosztów, warto dokładnie przyrzeć się sektorowi, w którym mielibyśmy funkcjonować. Weryfikacja rynku – zapoznanie się z działaniami bezpośredniej konkurencji czy szerszego otoczenia biznesowego, sprawdzenie, jakie są realne potrzeby i oczekiwania potencjalnych klientów, próba odpowiedzenia sobie, czy istnieje zapotrzebowanie na dany produkt lub usługę – to kluczowy pierwszy krok. Bez niego trudno jest ocenić opłacalność całego przedsięwzięcia. Warto też już na tym pierwszym etapie spróbować oszacować koszty jego realizacji, a co za tym idzie ocenić, jakiego rzędu finansowanie będzie nam niezbędne, aby wystartować. Trzeba jednak pamiętać, iż ryzyko, że usługa nie spotka się z zainteresowaniem rynku, występuje zawsze i czasem jest nieuniknione, wymuszając np. całkowitą zmianę filozofii działania na dalszym etapie rozwoju startupu.

**MVP (Minimum Viable Product)** to narzędzie warte zastosowania na pierwszym, koncepcyjnym etapie tworzenia startupu. MVP pomaga przetestować, czy warto kontynuować pracę nad danym rozwiązaniem w obecnym kształcie, czy dokonać tzw. pivotu, czyli przemodelowania pomysłu i zmiany formuły działania. Warto pamiętać, że nasz produkt lub usługa nie muszą być wcale idealnym rozwiązaniem na tym etapie. Wręcz przeciwnie – stworzymy produkt o minimalnych parametrach i testujemy go na „żywym” organizmie. Dzięki temu mamy szansę pozyskać informacje zwrotne od realnych użytkowników, co z kolei pomoże nam wyeliminować wady, o których wcześniej nie wiedzieliśmy, i znaleźć pole do dalszego rozwoju, np. potrzebę dodania jakiejś funkcjonalności itp.

Pierwszy etap działania startupu powinien umożliwić wstępne skalowanie działalności. Zanim to jednak nastąpi, founderzy powinni zdefiniować sposoby na pozyskanie klienta, a tym samym znaleźć kanały dotarcia do swoich grup docelowych. Niezbędny jest research miejsc i optymalnych sposobów komunikacji, aby potencjalni klienci mogli o naszym rozwiązaniu usłyszeć i je przetestować. Tu kluczowy jest również model biznesowy, który chcemy zastosować (np. B2B, B2C, Saas, Marketplace itd.).

To właśnie moment, w którym można pozyskać pierwsze kontakty i relacje z użytkownikami. Warto więc optymalizować działania i szukać najefektywniejszych sposobów dotarcia. Bazując na danych i konkretnych liczbach, można zacząć pracę nad pierwszym modelem biznesowym dla swojego startupu, wpisując w niego zdefiniowane KPI (kluczowe wskaźniki efektywności).

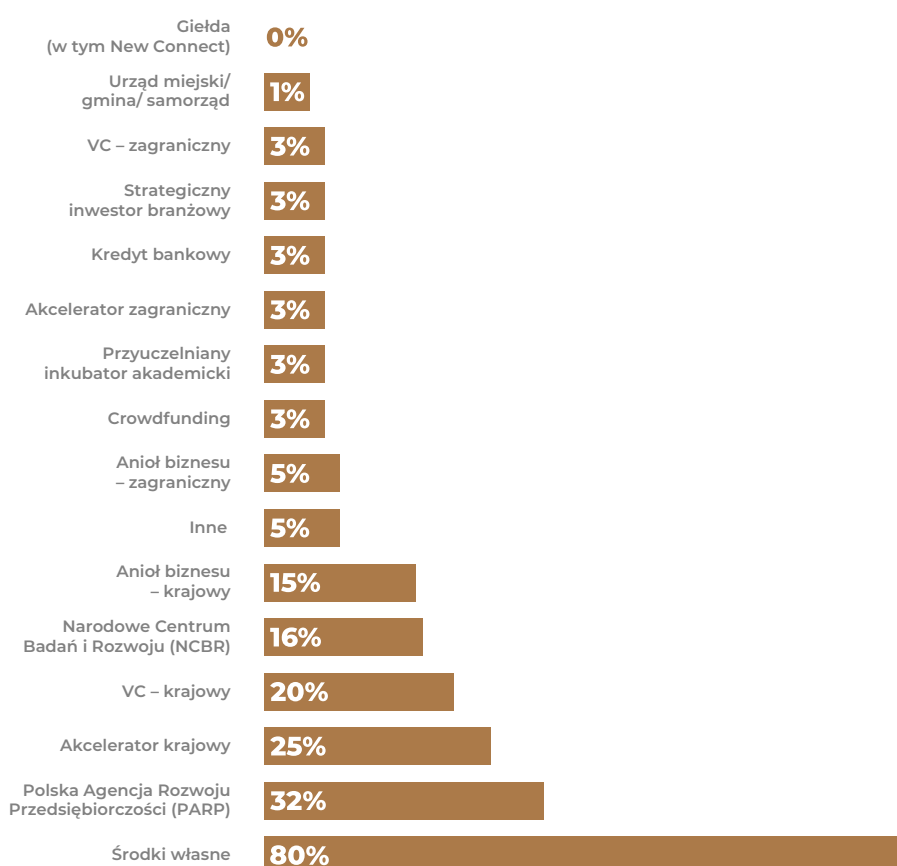
## FINANSOWANIE STARTUPÓW – FAZY



## Faza pre-seed i seed

Przejsie tych wstepnych etapow bedzie znaczącym ułatwieniem dla pozyskania inwestora. Jednak nie wszyscy się na to decydują i w tej wczesnej fazie bazują wyłącznie na własnym kapitale. Faktycznie, w badaniu zrealizowanym pod koniec ubiegłego roku, aż 80 proc. founderów wskazywało, że do tej pory korzystali oni ze środków własnych, czasem uzupełniając je zewnętrznymi źródłami.

### Z jakich źródeł kapitału do tej pory korzystaliście?



Źródło: Raport Polskie Startupy 2020

**Finansowanie wewnętrzne** pozwala na funkcjonowanie i rozwijanie startupu za pośrednictwem zysków, które zostają w firmie. Niestety, zyski startupów na początkowym etapie są zazwyczaj minimalne lub żadne. Jedną z form finansowania wewnętrznego jest tzw. **bootstrapping**, czyli prowadzenie startupu bez angażowania środków z zewnątrz i ścisłym regulowaniem podejścia do generowania kosztów – bazując często na darmowej pracy founderów.

Korzystanie z oszczędności własnych, przyjaciół lub rodziny ma zazwyczaj charakter krótkoterminowy, jednak zdarza się, że startup funkcjonuje w ten sposób nawet przez kilka lat, zanim rozpocznie rozmowy z potencjalnym zewnętrznym inwestorem. Ten etap czasem określa się mianem **FFF (family, friends, fools)** – rodzina, przyjaciele i naiwni, czyli osoby, które wierzą w powodzenie przedsięwzięcia już na najwcześniejszym etapie.

Jeśli działalność ma się dynamicznie rozwijać, wymaga najczęściej nakładów, którymi founderzy raczej nie dysponują. Zmuszeni są więc do sięgnięcia po **finansowanie zewnętrzne**. Na szczęście jest co najmniej kilka ścieżek, które można obrać, w zależności od skali potrzeb, preferencji i etapu rozwoju. Te różne fazy rozwoju startupu mają kluczowe znaczenie, jeśli chodzi o wybór ścieżki finansowania – na każdym etapie potrzeby są inne.

## Akcelerator czy inkubator?

Zarówno akceleratory, jak i inkubatory wspierają startupy zazwyczaj w fazie seed, choć zdarza się również, że inkubator włącza się już na etapie pre-seed. Profil działalności obu jest podobny, ale nie powinno się ich traktować identycznie. Celem inkubatora jest przede wszystkim wsparcie merytoryczne i praktyczne – może to być np. wsparcie mentora, pomoc w kwestiach księgowych, prawnych, czasem udostępnienie sprzętu czy przestrzeni coworkingowej lub laboratoryjnej. Inkubatory mogą też pomóc w wypracowaniu MVP. Istotną korzyścią z inkubacji jest także networking, który może przynieść realne korzyści w przyszłości. Inkubatory udzielają także pomocy w pozyskaniu finansowania, jednak same raczej nie inwestują w startupy.

Akceleratory również zapewniają podobne wsparcie merytoryczne, natomiast w przeciwieństwie do inkubatorów, gdzie nie ma sztywno określonych ram czasowych, programy akceleracyjne trwają krótko i są bardzo intensywne. Z tego też powodu startupy biorące w nich udział znajdują się na nieco dalszym etapie rozwoju, niż ma to miejsce w inkubatorach. Muszą też spełniać ściśle określone kryteria oraz posiadać już konkretny biznesplan, czego nie wymaga się w inkubatorze. Akceleratory mogą także zainwestować w startup, w zamian obejmując udziały w spółce lub udzielając pożyczki.

System inkubatorów i akceleratorów najsprawniej funkcjonuje w Stanach Zjednoczonych. W Polsce jest to zdecydowanie mniejsza skala działalności. Istnieją też – także w naszym kraju – podmioty łączące cechy akceleratora i inkubatora w jednym. Wsparcie akceleratora nie oznacza, że wcześniej startup musiał skorzystać ze wsparcia inkubatora. Często jednak bywa, że startupy przechodzące przez fazę inkubacji wchodzą płynnie w program akceleracyjny. Inkubatory powstają też często na uczelniach wyższych, skupiając się

na wspieraniu pomysłów tworzonych przez studentów, doktorantów czy pracowników bądź absolwentów uczelni.

**Crowdfunding** to finansowanie społecznościowe. Grupa osób wpłaca najczęściej niewielką kwotę, która ma wspomóc realizację projektu. Jak pokazały dane Startup Poland, crowdfunding nie jest jeszcze często wybieraną przez polskie startupy formą finansowania (3 proc. startupów wskazało, że skorzystało z tej metody finansowania). Wejście na polski rynek najbardziej popularnej, amerykańskiej platformy crowdfundingowej Kickstarter pokazuje jednak, że istnieje nadal potencjał na naszym krajowym rynku. Od paru lat dostępne są także inne, polskie rozwiązania oferujące taką usługę, np. Beesfund, Polakpotrafi.pl czy wspieram.to.

Największą zaletą crowdfundingu jest to, że przy okazji procesu gromadzenia funduszy pozwala już na bardzo wczesnym etapie zebrać informacje zwrotne pokazujące, czy nasz produkt lub usługa spotyka się z zainteresowaniem szerszej społeczności – potencjalnych klientów. Trzeba jednak pamiętać, że kampanii crowdfundingowej, aby odniosła sukces, musi towarzyszyć duże zaangażowanie founderów i opracowanie przekonującej strategii komunikacji z donatorami. Umiejętne wykorzystanie crowdfundingu wymaga zatem umiejętności i doświadczenia w zarządzaniu i marketingu.

We wczesnej fazie rozwoju spółki najczęściej wykorzystuje się tzw. **crowdfunding donacyjny**, który jest bardziej elastyczny dla founderów. Na późniejszych etapach popularny jest również **crowdfunding udziałowy**, gdzie oferuje się udziałowcom część zysków z przedsięwzięcia.

## Anioły biznesu

Anioł biznesu inwestuje zazwyczaj własny kapitał, dając również wsparcie merytoryczne, co ma na celu skalowanie firmy i wzrost jej wartości, a co za tym idzie – partycypowanie w zyskach. Anioły biznesu nie stanowią zwartej grupy – zakres ich zaangażowania, czy to finansowego, czy wsparcia w innych obszarach, może być bardzo różny. Najczęściej wejście anioła biznesu jest ostatnim krokiem przed kolejnymi, większymi rundami, w których pojawiają się już fundusze. Poza wsparciem finansowym zajmują się one także doradztwem strategicznym, udostępniają startupom dostęp do własnych, unikalnych nieraz, sieci kontaktów. W zamian obejmują przeważnie pakiet udziałów w kapitale spółki, choć zdarzają się sytuacje, szczególnie na wcześniejszych etapach rozwoju, że moment objęcia udziałów jest odsuwany w czasie – taki inwestor udziela pożyczki na wczesnym etapie, z możliwością jej zamiany na udziały w przyszłości, kiedy wycena spółki będzie wyższa.

Inwestycje aniołów biznesu nie przekraczają najczęściej kilkuset tysięcy złotych. Co istotne, takich inwestorów może być równocześnie kilku. Oczywiście wielkość takiej inwestycji może się różnić, w zależności od strategii obranej przez danego anioła. Różny bywa także stopień zaangażowania w bieżącą działalność spółki – czasem jest ono bardzo znaczące, a czasami jedynie śladowe.

To, co odróżnia anioła biznesu od funduszy VC, to nieco mniej formalna ścieżka procesu transakcji. Tu, podobnie jak w czasie rozmów z funduszami, niezbędnym jest przygotowanie teasera inwestycyjnego – dokumentu będącego (obok prezentacji pitchdeck) kluczowym w procesie ubiegania się o inwestora. Z jednej strony nie musi on być aż tak szczegółowy, jak w przypadku rozmów z VC, z drugiej powinien być jednak możliwie zindywidualizowany pod konkretnego inwestora. Aniołowie często koinwestują z funduszami i są obecni także w kolejnych rundach.

Proces due dilligence jest tu również mniej drobiazgowy i bardziej elastyczny, niż ma to miejsce w czasie rozmów z funduszem. Czasami taki inwestor decyduje się od razu na rozpoczęcie procesu inwestycyjnego. W przypadku aniołów biznesu często nie musi być także szczegółowych zapisów dotyczących momentu i formy exitu.

## **Serie A, B**

Kiedy startup przejdzie fazę seed, dysponuje już zazwyczaj produktem i oferuje go pierwszym klientom. To dobry czas na przeprowadzenie rund inwestycyjnych.

Seria A to moment, w którym dany produkt lub usługa są udoskonalane przez startup. Dopracowuje on sobie strukturę funkcjonowania w każdym aspekcie – obsługi klientów, procesów sprzedażowych, rozliczeń finansowych, działań produkcyjnych, technologicznych, R&D itd. Ta faza wymaga już znacznie większych nakładów finansowych – to właśnie najczęściej etap, w którym pojawiają się **fundusze venture capital**, choć czasami także w tej rundzie korzysta się jeszcze ze wsparcia inwestorów branżowych czy aniołów biznesu.

Fundusze VC inwestują zazwyczaj średnio- lub długoterminowo – przeważnie są to minimum 3 lata, a częściej 5 czy nawet 10 lat. Im wcześniejsza faza rozwoju startupu, tym większe ryzyko dla funduszu. Każda kolejna seria – a co za tym idzie, kolejny etap rozwoju spółki – powoduje, że to ryzyko się zmniejsza – daje zatem szansę na zebranie większej kwoty.

Zasada działania inwestycji VC jest podobna jak u anioła biznesu. O ile jednak w przypadku inwestora indywidualnego to on sam często staje się mentorem i doradcą dla founderów, o tyle przy zaangażowaniu funduszu VC

startup dostaje wsparcie całego zespołu doradców, wspomagających firmę merytorycznie w zakresie zarządzania, finansów czy aspektów prawnych. Fundusz oferuje również pomoc związaną z promocją i marketingiem.

Podobnie jak seria A, seria B jest także najczęściej finansowana ze środków VC. Druga runda umożliwia skalowanie biznesu i np. wejście na zagraniczne rynki. Szeroka ekspansja jest zazwyczaj kolejnym krokiem na drodze rozwoju startupu. Seria B jest fazą, która umożliwia skalowanie biznesu. Finansowanie serii B pozwala przygotować się również na intensywną i szeroką biznesową ekspansję.

## Serie C, D

Kolejne rundy finansowe następują w fazie intensywnego rozwoju – akwizycji i dalszej ekspansji. Na tym etapie spółka jest już bardzo dobrze rozwinięta i czasem zamiast kolejnych rund decyduje się już na debiut giełdowy (IPO). W tej fazie inwestorami często są **fundusze private equity**. O ile fundusze VC inwestują w spółki innowacyjne, na wcześniejszym etapie, ponosząc większe ryzyko inwestycyjne, o tyle fundusze PE koncentrują się na firmach znacznie dojrzałych, posiadających już dłuższą historię biznesową, co z kolei oznacza mniejsze ryzyko inwestycyjne, ale także mniejszy zwrot z inwestycji.

## Exit

Wyjście z inwestycji w startup to naturalna konsekwencja inwestycji dokonanej czy to przez anioła biznesu, czy też fundusz. Inwestor odzyskuje wtedy kapitał zainwestowany w spółkę – czasem z zyskiem, czasem ze stratą. Nie wszystkie w końcu osiągają sukces – inwestycje VC mają ryzyko wpisane w swoje DNA. Istnieje kilka możliwości exitu: sprzedaż udziałów inwestorowi branżowemu (**akwizycja – M&A**), sprzedaż innemu inwestorowi finansowemu, **wykup menedżerski (MBO)** lub wejście na giełdę (IPO), czyli sprzedaż udziałów w ofercie publicznej.

To, jaka ścieżka exitu zostanie wybrana, zależy przede wszystkim od skali sukcesu lub porażki danego przedsięwzięcia i od ogólnej sytuacji gospodarczej w danym momencie czy też giełdowej koniunktury.





## **Venture Debt wkracza do Polski. Alternatywa dla funduszy VC**

Wraz z rozwojem polskiego rynku Venture Capital przed przedsiębiorcami pojawiają się dodatkowe możliwości pozyskiwania kapitału na rozwój swoich firm. Już od kilku lat, oprócz dobrze znanych instrumentów w postaci finansowania equity, coraz częściej spotykane są również produkty finansujące startupy poprzez dług, w tym fundusze Venture Debt.

W Stanach Zjednoczonych Venture Debt już od lat jest jednym z głównych źródeł finansowania startupów. Szacuje się, iż około 15 proc. całkowitego finansowania VC w Stanach stanowią fundusze typu Venture Debt (tj. ponad 20 mld dolarów rocznie), a odsetek ten rośnie zdecydowanie z roku na rok. Podobnie sytuacja wygląda w Europie, gdzie według różnych szacunków, mniej więcej 5 proc. wszystkich inwestycji VC w regionie stanowi Venture Debt. Ze względu na niewielką liczbę startupów na dalszym etapie rozwoju (seria A i kolejne) Polska oraz Europa Wschodnia do niedawna były pomijane przez fundusze oferujące tego typu rozwiązania. Wraz z dynamicznym rozwojem polskiego ekosystemu sytuacja uległa zmianie i na rynku pojawiają się zarówno fundusze z Europy Zachodniej, jak i lokalne fundusze wyspecjalizowane w regionie.

Dlaczego Venture Debt zdobył taką popularność w świecie venture? Przede wszystkim poprzez finansowanie dłużne zarówno założyciele, jak i inwestorzy w danej spółce są w stanie znacząco ograniczyć rozwodnienie swoich udziałów, które jest nieodzownym elementem pozyskiwania kolejnych rund finansowania. Kolejną zaletą rozwiązania jest możliwość odłożenia w czasie momentu kolejnej rundy i tym samym zyskanie więcej czasu na zdobycie następnych klientów oraz zwiększenie wyceny samej firmy. Dodatkowo, sam proces pozyskania takiego finansowania jest zwykle mniej wyczerpujący niż przy okazji inwestycji typu equity. Należy jednak pamiętać, iż finansowanie Venture Debt oraz equity nie stanowią dla siebie konkurencji, a jedynie uzupełnienie. Odpowiedni miks obu produktów pozwala założycielom spółki na maksymalizację dostępnej gotówki na rozwój firmy oraz ograniczenie kosztów związanych z pozyskaniem finansowania.



**Michał Papuga**  
Investment Associate  
Flashpoint Venture Debt



## Co jest najważniejsze podczas rozmów z funduszami

### VC to partner na wiele lat – wybieraj go starannie

Jeśli zdecydowałeś się ścieżkę finansowania VC (pamiętaj, że to ma sens tylko dla niektórych spółek technologicznych, które mają potencjał do bardzo szybkiego skalowania przez wiele lat), wybór pasującego do Ciebie funduszu, który może pomóc osiągnąć Ci Twój cel, będzie jedną z najważniejszych decyzji, jakie masz do podjęcia. Przygotuj się do tego odpowiednio. Przede wszystkim w profesjonalny sposób przygotuj swój storytelling, pitch deck i model finansowy.

Zanim pójdziesz na rynek i uderzysz do najlepszych dla Ciebie VC, przetestuj, jak jesteś przygotowany ze swoimi doradcami lub inwestorami, rozumiejąc, czym się kierują fundusze przy podejmowaniu decyzji. Nie musisz znać odpowiedzi na wszystkie pytania dotyczące przyszłości Twojego biznesu (na wczesnym etapie to niemal niemożliwe), ale ważne, abyś w przekonujący sposób pokazał, że rozumiesz problem, który chcesz rozwiązać, a rozwiązanie, które stworzyliście z zespołem poradzi sobie z tym problemem lepiej niż konkurenci na świecie (przynajmniej w wybranym obszarze). Pokaż, że zespół, jaki zbudowaliście (lub skończycie budować po rundzie) ma kompetencje i doświadczenie, aby co najmniej zrealizować cel najbliższej rundy finansowania. Staraj się zbudować jak najwcześniej listę inwestorów, do których pasuje Twój startup. Inni founderzy, newsy branżowe oraz narzędzia, jak Dealroom czy Crunchbase, mogą być bardzo pomocne. Z tymi, na których Ci najbardziej zależy, staraj się budować relacje jeszcze przed rundą finansowania (optymalnie zacznij aktywne działania 6–12 miesięcy wcześniej). Poszukaj wspólnych znajomych, zobacz portfel ich inwestycji (możesz też porozmawiać z wybranymi founderami, czy są zadowoleni ze współpracy), zacznij śledzić ich aktywność w mediach społecznościowych.

Pamiętaj, że VC chce mieć w Tobie partnera, z którym zwiąże się na długie lata. Jeśli na początku znajomości podajesz nieprawdziwe informacje, zapominasz o ustaleniach z VC („podeślę model finansowy do końca tygodnia”) lub popełniasz rażące zaniedbania w obszarze rozwoju biznesu, to zawsze jest to potencjalna „red flag”. Z drugiej strony masz prawo do „reverse pitching”, zrozumienia, jak dane VC może Ci pomóc w zbudowaniu wspaniałej firmy technologicznej.



**Artur Banach**

Partner  
Movens VC



## Co zrobić, żeby VC zaprosił mnie na spotkanie?

Proces pozyskiwania finansowania jest jak proces sprzedaży, więc w zasadzie wystarczy mieć dobrą ofertę i się dobrze sprzedać. Ale co to oznacza w praktyce? Poza dobrym produktem, fundraising to również sztuka budowania narracji – szanse na to, że ktoś zainwestuje w Twój startup już po jednej rozmowie są naprawdę bliskie zeru, żeby zatem przekonać do siebie inwestora, musisz zbudować interesującą historię.

Przeciętnie w roku do funduszu trafia pomiędzy 1–2 tys. projektów, z których mniej więcej 20 proc. udaje się umówić na spotkanie, a 0,5 proc. pozyskać inwestycje. W jaki sposób fundusze decydują, czy Twój startup znajdzie się w tych 20 proc. startupów, którym udaje umówić się na spotkanie? Wprowadzenie nie ma jednej magicznej formuły i każdy fundusz ma swoje wewnętrzne procesy, jednak istnieje kilka kluczowych czynników czy obszarów, które warto wykorzystać, aby zbudować interesujące „story” i zwiększyć szansę na spotkanie z właściwym dla Twojego projektu inwestorem.

### 1. Tzw. warm intro od innego funduszu, anioła biznesu czy spółki portfelowej funduszu

Umówmy się, każdy jest zajęty i nie ma to jak social proof. Szanse na otwarcie decka startupu, którym zainteresowali się inni inwestorzy lub własna spółka portfelowa, są bardzo wysokie.

### 2. Fit z funduszem

Przed wysłaniem pitch decka do potencjalnego inwestora dobrze sprawdzić, czy pomiędzy projektem i danym funduszem jest tzw. fit – czyli co sprawia, że dany fundusz jest potencjalnie idealnym współnikiem (jego doświadczenie, network itd.) oraz że startup wpisuje się w strategię inwestycyjną funduszu.

### 3. Zespół

Nie jest tajemnicą, że ponadprzeciętny zespół jest w stanie z sukcesem rozwijać nawet przeciętny projekt, podczas gdy jego przeciętny odpowiednik może „położyć” nawet najlepszy biznes. Fundusze, szczególnie na wczesnym etapie, inwestują w ludzi, dlatego ważne jest, aby już od pierwszego kontaktu komunikować inwestorom kompetencje zespołu.

### 4. Rynek

VC mają dość jasno sprecyzowane oczekiwania dotyczące wielkości rynku, na którym operuje startup – rynek musi być duży, naprawdę duży! Ekonomia funduszy VC sprawia, że aby wygenerować zwrot na portfelu, każda inwestycja powinna być w stanie zwrócić cały fundusz. To najczęściej oznacza, że wielkość rynku docelowego powinna być liczona w miliardach złotych, a to z kolei

powoduje, że od początku każdy biznes powinien być budowany pod międzynarodową ekspansję.

### **5. Produkt**

Ofertowanie produktu, który jest jedynie lepszą modyfikacją produktu robionego przez konkurencję, raczej nie ułatwia znalezienia inwestora. Fundusze VC poszukują tzw. disruptors, czyli projektów przynajmniej 10 razy lepszych od oferowanych przez konkurencję lub tworzących kompletnie nową kategorię. Inwestorzy VC nie boją się wysokiego ryzyka, jednak oczekują przy tym ponadprzeciętnych stóp zwrotu.

### **5. Timing**

Właściwe wycucie czasu jest kluczowe. Historia zna wiele rewolucyjnych projektów, które poniosły porażkę tylko dlatego, że pojawiły się za wcześnie. Udowodnienie, że teraz jest idealny czas dla danego projektu, uchyla inwestorskie drzwi.

### **6. Business model**

Inwestorzy lubią wiedzieć, jak planujesz zarabiać pieniądze. Brzmi to dziwnie, ale naszym chlebem powszednim są prezentacje, po których lekturze nie mamy pojęcia, jak dany startup zamierza zarabiać. Na etapie pitch decka czy innych wstępnych materiałów nie oczekujemy długich wywodów na temat modelu biznesowego, ale syntetycznej prezentacji Twojego pomysłu na monetyzację.

Uwzględnienie powyższych obszarów nie jest stuprocentową receptą na spotkanie, ale na pewno Cię do niego przybliży. Zanim jednak zdecydujesz się na kontakt z funduszami VC, upewnij się, że na pewno je rozumiesz, tzn. wiesz, jak działają, jak zarabiają, jak mogą Ci pomóc, czego będą oczekiwać w zamian i czy chcesz żeby były częścią Twojego „story” przez najbliższych kilka lat.



**Marcin Łączyński**

Partner  
Next Road Ventures



## Dealmaking

### Team work ma znaczenie

Pozyskanie finansowania przez spółkę to proces złożony. Na bazie naszych doświadczeń możemy wskazać kilka formalnych elementów, o które warto zadbać przed przystąpieniem do rozmów.

Jedną z najczęstszych trudności na tym etapie jest kwestia niewłaściwego przygotowania się spółki do procesu. Founderzy, skupieni na rozwoju samego produktu, budowaniu zespołów, mają tendencję do pomijania formalności i bałaganu w papierach. Często okazuje się, że kwestie związane z np. własnością intelektualną nie są uregulowane i w pełni zabezpieczone. Dlatego bardzo ważne w naszej ocenie jest zadbanie o profesjonalne wsparcie prawne. Przed decyzją o wyborze kancelarii prawnej warto uwzględnić jej specjalizację i doświadczenie w transakcjach VC.

Znacznie łatwiej prowadzić rozmowy z funduszami, gdy współpracująca ze spółką kancelaria prawna zadbała o odpowiednie przygotowanie przedsiębiorców do całego procesu. Mowa tu m.in. o weryfikacji formalnej spółki, tj. procesie due dilligence. W tym przypadku warto również oddelegować jedną osobę z zespołu, która stworzy data room i będzie w stałym kontakcie z funduszem. To naprawdę bardzo usprawnia i przyspiesza proces inwestycyjny.

Wracając do partnera prawnego – będzie on wsparciem w trakcie transakcji. Zwróci uwagę na wszystkie istotne kwestie i odpowiednio je zabezpieczy. Będzie umiał wyjaśnić zapisy umów, typowe przy transakcjach z podmiotami VC, które czasem wzbudzają niepokój founderów. Podpowie, które zapisy stanowią standard na rynku, a które powinny zapalić u przedsiębiorcy czerwoną lampkę.

Dla przejrzystości całego procesu radzimy, by spółkę i fundusz reprezentowały inne podmioty prawne.

Kolejną kwestią, z którą muszą liczyć się founderzy, to różnice w procesach inwestycyjnych pomiędzy poszczególnymi funduszami VC. W tym obszarze nie ma standaryzacji i wymogi formalne funduszy inwestycyjnych mogą się między sobą różnić. Przedsiębiorca z doświadczeniem w negocjacjach z funduszem A musi być gotów na konieczność zaadaptowania się do innej procedury w rozmowach z funduszem B. Chodzi tu zarówno o zapisy umowne, jak i zestaw dokumentów niezbędnych do pogłębionej analizy danego projektu.

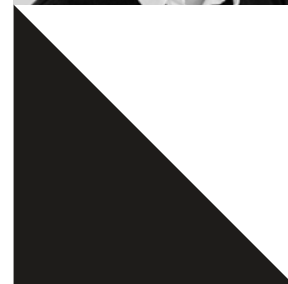
Będzie się to na pewno różnić w zależności od etapu, na którym jest spółka, a więc i od rundy, którą zbiera.

Jednym z aspektów, które przedsiębiorca powinien mieć z tyłu głowy, wkraczając na ścieżkę VC, jest cap table, czyli struktura udziałowa spółki. Zachowanie odpowiednich proporcji w tym obszarze to jeden z najważniejszych assetów każdego startupu. W przeciwieństwie do innych części składowych biznesu, zachwianie równowagi w cap table jest bardzo trudne do naprawienia. Zdrowy cap table to taki, który zapewnia motywację przedsiębiorcom oraz zawiera tylko podmioty mogące wspierać firmę w dłuższej perspektywie. Pamiętajmy, że przedsiębiorcy rozwadniają się średnio o 15–25 proc. przy każdej rundzie finansowania. To oznacza, że finansując spółkę na etapie seedowym, fundusz VC chce widzieć co najmniej 70 proc. spółki w rękach zespołu założycielskiego.

Podsumowując – transakcje z udziałem funduszy VC narzucają spółkom oczekiwania w zakresie formalnym i organizacyjnym. Znacznie łatwiej ten proces przejść, otaczając się odpowiednim zespołem.



**Marcin Kurek**  
Współzałożyciel  
i Partner Zarządzający  
Market One Capital



## Term sheety

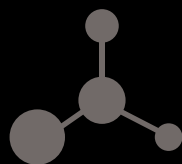
Term sheet to podstawowy dokument, niezbędny do przeprowadzenia procesu wejścia inwestora do spółki. Określa się w nim drobiazgowo wszelkie zasady, na jakich ma się odbywać ta transakcja, łącznie z warunkami exitu. Co istotne, dokument ten nie jest przygotowywany przez founderów, lecz przez inwestora – jest efektem analizy dotychczasowej działalności, bieżącej struktury i perspektyw na przyszłość spółki. Pierwotna propozycja jest zazwyczaj doprecyzowana w toku negocjacji, a poszczególne zapisy mogą ulegać zmianom. Kluczowe jest jednak, aby pod finalną wersją dokumentu podpisały się wszystkie strony.

Term sheet zazwyczaj określa pewne ogólne zasady współpracy, niekoniecznie musi zawierać bardzo szczegółowe zapisy. Konsekwencją akceptacji zapisów tego dokumentu jest przystąpienie do umowy inwestycyjnej, która w odróżnieniu od term sheet wymaga zaangażowania biegłego w tego typu umowach prawnika.

Kiedy najczęściej odbywa się etap uzgodnień dotyczących term sheet? Zazwyczaj już na etapie due diligence lub tuż po jego zakończeniu. Jeśli due diligence się zakończył, inwestor może zaproponować bardziej szczegółowe zapisy w dokumencie, poparte urealnioną wyceną. Zakres informacji zapisanych w dokumencie zależy więc de facto od etapu, na którym jest on procedowany, co jest skorelowane z poziomem wiedzy inwestora na temat spółki. Na tym końcowym etapie term sheet może się niewiele różnić od samej umowy inwestycyjnej. Jakie informacje zawiera najbardziej typowy term sheet?

- Opis stron umowy;
- Cele inwestycji i jej wartość;
- Wycena spółki i podział udziałów;
- Warunki exitu;
- Zasady współpracy – np. uprawnienia inwestora dotyczące powoływania członków zarządu, sposobów zarządzania;
- Wynagrodzenia i podział kosztów;
- NDA;
- Harmonogram i ramy czasowe.

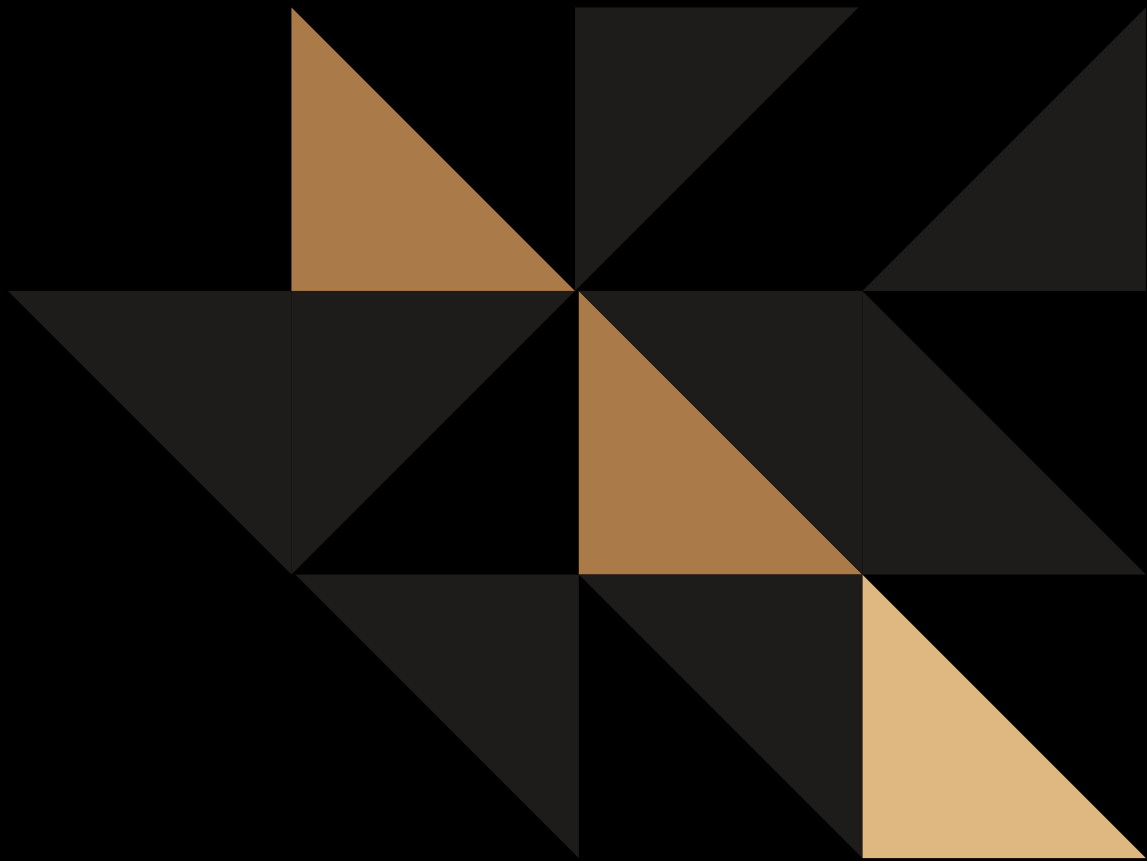
Warto pamiętać, że samo podpisanie dokumentu term sheet nie zobowiązuje jeszcze inwestora do przeprowadzenia transakcji. To wstępny projekt współpracy, którego konsekwencją jest umowa inwestycyjna, na podstawie której realizowana jest inwestycja.





05 / 05

# Rozdział V Przyszłość. Co dalej?



# Przyszłość. Co dalej?

## Jakie wyzwania stoją przed funduszami

W ostatnim czasie możemy zaobserwować pewne nasycenie kapitałowe na rynku VC, a co za tym idzie – nasycenie rund inwestycyjnych i związanych z tym wyższych wycen. Pojawiają się zatem pytania, w jakim stopniu obecne wyceny są uzasadnione, szczególnie pod kątem exitów.

Podstawową rolą funduszy jest zarobienie pieniędzy i osiągnięcie odpowiedniej stopy zwrotu z inwestycji. Zatem z perspektywy funduszy VC istotnym wyzwaniem jest wykazanie, że da się w tym sektorze zarabiać w taki sposób, aby inwestując w spółki, można było je sprzedać w znacznie wyższej wartości. Pokazanie track recordu tego typu udanych exitów będzie największym wyzwaniem dla polskich VC. Sektor nie będzie się rozwijał, jeśli inwestorzy powierzający funduszom swoje pieniądze na tych inwestycjach się sparzą i nie zarobią.

Na polskim rynku VC nie widzieliśmy jeszcze zbyt dużo spektakularnych exitów, ale przykłady Allegro i Inpostu (choć akurat nie były one wsparte pieniędzmi VC) dają nadzieję, że taki sukces jest możliwy. Pojawiają się już jednak pierwsze udane wyjścia, udowadniające inwestorom, że warto interesować się rynkiem VC w najbliższej przyszłości. Istotne jest również to, kto kupuje te spółki – to poważni gracze na rynku private equity czy inwestorzy strategiczni, inwestujący rozważnie, w spółki odnoszące realne sukcesy. Być może z czasem doczekamy się takich exitów jak np. te estońskie (Skype, Bolt).

Takie wyjścia dają zarobić funduszom, ale i founderom i ich pracownikom, co jest również bardzo istotne, ponieważ dzięki temu będą oni skłonni do reinwestowania tych pieniędzy w ekosystemie, a równocześnie da im to swobodę do realizacji kolejnych innowacyjnych pomysłów.

Przykłady estońskie i skandynawskie pokazują, że nowe, świetne pomysły są często realizowane przez tych samych ludzi, którzy już wcześniej stworzyli jakiś udany startup, dali zarobić inwestorom i sami pozyskali kapitał, dzięki któremu udało im się zapewnić sobie komfort niezależności, umożliwiając im kolejne inicjatywy.

Przyspieszenie rozwoju polskiego ekosystemu VC będzie w dalszym ciągu w dużej mierze zależało od wsparcia kapitału pochodzącego z sektora publicznego (PFR, NCBR i BGK). Ważne jednak, aby rynek VC w coraz większym stopniu mógł realizować inwestycje za pomocą kapitału prywatnego, aby inwestorzy prywatni mieli chęć dywersyfikacji i chcieli swój kapitał ulokować w tym segmencie. Udane wyjścia i zwroty pokażą, że warto wchodzić w rynek venture capital, na którym ryzyko jest większe, ale i możliwości również. Jest to spore wyzwanie, ponieważ pozyskiwanie kapitału przez VC w Polsce z rynku prywatnego jest nadal stosunkowo trudne. Zdecydowanie łatwiej będzie to osiągnąć w momencie, kiedy fundusze VC zbudują odpowiedni track record, nie tylko w oparciu na publicznym wsparciu, ale właśnie na kapitale prywatnym.

Jeśli rynek nadal będzie się rozwijał w takim tempie, jak przez ostatnie 2 lata, z pewnością pojawi się w Polsce znacznie więcej funduszy zagranicznych. Tym samym polskie fundusze nie będą już tylko konkurowały ze sobą, ale będzie to konkurencja międzynarodowa, która może mocno zmienić układ sił na rynku w najbliższych latach.

Wyzwania mogą też mieć naturę prawną – stosunkowo niewielka ilość kapitału prywatnego jest pochodną braku odpowiedniej skali i wciąż jeszcze niedostatecznej zamożności społeczeństwa. W miarę jej wzrostu pojawi się też więcej kapitału na rynku. Można jednak ten proces już teraz wesprzeć, np. ulgami podatkowymi, które na zachodnich rynkach są obecne. W Polsce nie ma żadnego wsparcia podatkowego dla inwestorów lokujących swoje pieniądze w tego typu podmioty.

Kluczowym czynnikiem, który mógłby wpłynąć na napływ kapitału i rozwój polskiego rynku, są ESOP-y, popularne np. na rynku amerykańskim, a u nas, ze względów regulacyjno-prawnych, mocno kulejące. Problem dotyczy szczególnie spółek z o.o., gdzie stworzenie programu esopowego jest niezwykle karkołomne. W tej kwestii trwają prace nad wytycznymi na poziomie europejskim. Być może zatem również w Polsce uda się tę kwestię uregulować.

Polska legislacja nie jest prosta, jeśli chodzi o zakładanie i prowadzenie podmiotu, jakim jest startup, co bardzo często powoduje, że po większych rundach startupy przenoszą się do innych krajów (wybierając najczęściej takie kierunki, jak: Holandia, Wielka Brytania czy Stany Zjednoczone), gdzie ekosystemy prawno-regulacyjne są znacznie bardziej przyjazne.

Wyzwaniem będzie również zbudowanie odpowiedniej renomy dla polskich brandów rynku VC, tak aby startupy w Polsce, mające globalny potencjał, chciały pozyskać finansowanie od polskich podmiotów, a nie traktowały je jako gorszą alternatywę dla funduszy zachodnich. Takie podejście wymaga od zarządzających funduszami intensywnej pracy u podstaw bezpośrednio z founderami, dzięki czemu zobaczą oni, że współpraca z polskim VC przynosi realną korzyść poza kwestiami finansowymi i niesie za sobą konkretną wartość dodaną.

W najbliższych latach niezwykle istotne będzie również wsparcie unijne rynku VC w ramach Programu Fundusze Europejskie dla Nowoczesnej Gospodarki na lata 2021-2027. Program ten uwzględnia nie tylko finansowanie samych startupów, ale również wsparcie rozwoju całego ekosystemu wokół innowacyjnych spółek, w tym takich podmiotów, jak fundusze venture capital, corporate venture capital oraz sieci aniołów biznesu.

## **Wzrost konkurencji i wejścia funduszy zagranicznych**



### **Będzie miejsce dla najlepszych**

Zagraniczny kapitał napływa do Polski coraz szerszym strumieniem. W 2020 r. ponad 2,1 mld zł trafiło do 300 rodzimych firm technologicznych, co stanowiło wzrost o 70 proc. rok do roku. Niemal połowa transakcji w ujęciu wartościowym (48 proc.) była przeprowadzona z udziałem funduszy międzynarodowych. Przodowały te z USA, Wielkiej Brytanii, Unii Europejskiej (głównie z Niemiec). Na ich radarze znalazły się jednak nie tylko spółki z Polski, lecz także z całego regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

Z perspektywy ekosystemu, a przede wszystkim founderów, zmiana ta powinna cieszyć. Oznacza to po prostu, że Sequoiae i Bessemery tego świata dostrzegają potencjał, który drzemie w regionie. Widzą wielu utalentowanych ludzi, potrafiących budować produkty, które będą sprzedawane w USA, Europie czy Azji, dlatego uczestniczą w rundach tych spółek. Tym samym zagraniczny kapitał, w którego pozyskaniu najczęściej pomagają topowe lokalne fundusze, toruje startupom drogę na globalne rynki.

Napływ kapitału na wschód ma też związek z rosnącą konkurencyjnością na zachodzie. Żyjemy w świecie, w którym jest więcej pieniędzy niż atrakcyjnych startupów. Inwestuje się coraz więcej i coraz szybciej, przez co ciężiej jest dostać się do topowych projektów. Jednocześnie atrakcyjne przedsięwzięcia z różnych zakątków świata są teraz jeszcze „bliżej” nas. Dystans skróciła pandemia, która pokazała, że zdalne inwestowanie nie musi być wyjątkiem, a staje się „new normal”. I tak Jokr uzyskał wsparcie Tiger Global i Softbanku, Spacelift otrzymał kapitał od Blossom Capital i Hoxton Ventures, a Nomagic miał rundę z Khosla Ventures. My sami uczestniczyliśmy w rundzie Preply, nigdy nie widząc na żywo foundera.

Zniesienie granic, rosnąca konkurencyjność wśród VC i atrakcyjność polskiego rynku to główne czynniki, które sprawiają, że nasz krajobraz startupowy trwale się zmienił, a globalni gracze pozostaną jego stałym elementem. Z perspektywy lokalnych funduszy oznacza to po prostu, że poprzeczka została podniesiona. I bardzo dobrze. Na rynku wciąż będzie miejsce dla lokalnych funduszy, ale tylko tych najlepszych. Przetrywają ci, którzy są w stanie dać founderom realną wartość – oprócz pieniędzy potrzebne są też wsparcie merytoryczne i czas. Jeśli founder będzie widział wartość, to tak zrównoważy cap table, żeby było w nim miejsce dla lokalnych i globalnych funduszy. Gra idzie o to, żeby być funduszem „z wyboru”, a nie dlatego, że founder „nie miał wyboru”. My w Inovo rozumiemy tę zależność.

**Tomasz Swieboda**

Partner Zarządzający  
Inovo Venture Partners



## Wpływ sytuacji ekonomicznej

### Otworzyć drzwi dużym graczom

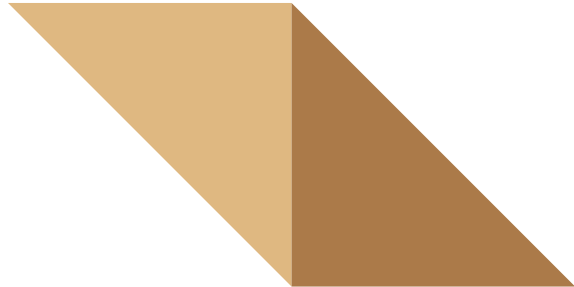
Wypracowane przez lata fundamenty sprawiają, że sektor VC przeszedł przez pandemię relatywnie suchą stopą, zachowując potencjał dalszego rozwoju. Nie oznacza to jednak, że w minionych kilku kwartałach realia, w jakich funkcjonują fundusze, nie uległy zmianie – zwłaszcza globalnie. Choć o pęknięciu nadmuchiwanej przez inwestorów z Doliny Krzemowej startupowej bańki słyszymy od lat, tym razem korekta wydaje się być bliżej niż kiedykolwiek dotąd. Na rynku jest po prostu zbyt dużo pieniędzy, a to często rodzi oderwane od rzeczywistości wyceny i oczekiwania inwestorów w kolejnych rundach czy przy IPO. Licząc na dalsze wzrosty, wielcy gracze są skłonni inwestować niewspółmierne środki w coraz mniejsze podmioty. Aktywność dużych funduszy sprawia z kolei, że niejednokrotnie zacierają się granice między aktywami PE i VC.

Zjawiska te wciąż w mniejszym stopniu dotyczą Polski, gdzie udział prywatnych środków w funduszach VC finansujących startupy jest nieporównanie niższy niż tych pochodzących z sektora publicznego. Przed nami jednak interesujące miesiące z dużymi rundami na horyzoncie, tym bardziej, że pandemia doprowadziła do dalszego wzrostu wycen firm działających w branży ecommerce, cybersecurity czy fintech i pozwoliła rozkwitnąć firmom z sektora ekonomii twórców (creators economy) czy edukacji. Jednocześnie budowanie relacji z globalnymi funduszami i inwestorami w ostatnim roku były utrudnione, a do rozwoju zarówno VC, jak i firm z Polski jest to ważny czynnik potencjalnego sukcesu. Tu sporo pracy przed nami. Dużą rolę w finansowaniu startupów w Polsce odgrywają wciąż fundusze wspierane przez PFR czy NCBR oraz coraz popularniejsze wehikuły inwestycyjne korporacji (CVC). Teraz zespoły takich VC muszą dowieść, że ich decyzje inwestycyjne przynoszą wymierne owoce, dając pozytywny impuls do kolejnej fali zaangażowania państwa i korporacji. Jednocześnie na rynku wciąż istnieje luka finansowa – brakuje dużych funduszy gotowych przejąć pałeczkę od mniejszych VC i brać udział w kilkudziesięciomilionowych rundach, pozwalających dojrzewającym startupom rozwinąć skrzydła na globalnym rynku. Dlatego mam nadzieję, że w 2021 i 2022 r. będziemy świadkami dużych rund firm rodem z Polski, sięgających głównie po poważny europejski lub amerykański kapitał.

#### Wojciech Fedorowicz

Partner Zarządzający  
TDJ Pitango Ventures





## Jak będą kształtować się rundy inwestycyjne

### Jak będą wyglądały kolejne rundy dla polskich startupów?

Polski ekosystem startupów i funduszy VC jest znacznie młodszy od tych z Europy Zachodniej i USA, co powoduje, że liczba biznesów na etapie wzrostu jest stosunkowo nieduża, porównując do tych na etapie finansowania seed.

W kolejnych latach – wraz ze wzrostem skali startupów – pojawi się zapotrzebowanie na większy kapitał i udział rund (A–C) o większych ticketach inwestycyjnych (>10 mln dolarów). To z kolei zachęci inwestorów zagranicznych do jeszcze większej aktywności. Spodziewam się wzrostu liczby wspólnych rund finansowania, w których obok wiodących funduszy VC skoncentrowanych na inwestycjach w Europie Środkowo-Wschodniej widoczni będą inwestorzy VC z Europy Zachodniej i USA.

Przetestowany w otoczeniu covidowym mechanizm sourcingu i realizacji transakcji praktycznie całkowicie online, bez fizycznych spotkań, może jeszcze bardziej wzmocnić efekt dostępu do globalnej bazy inwestorów.

Rundy z udziałem kapitału międzynarodowego będą szczególnie ciekawe dla polskich startupów opierających swoją hipotezę inwestycyjną na przeskalowaniu rozwiązania na rynek globalny. W przypadku spółek technologicznych (AI, fintech, medtech, cyber) czy gamingowych granice często nie mają znaczenia – dobre rozwiązanie softwarowe czy gra mogą być świetnie przyjęte na wielu rynkach.

Jeśli chodzi o łączny poziom finansowania, to mam nadzieję, że 2021 nie będzie gorszy od rekordowego 2020 r., kiedy to mimo pandemii polskie start-upy pozyskały aż 2,1 bln zł. Myślę, że takich kumulacji mega-rund, jak w 2020 r., gdy ICEYE, Brainly oraz Booksy zebrały od inwestorów ponad 0,9 bln zł, będziemy mieli coraz więcej, bo środków w portfelach funduszy VC i PE jest bardzo dużo, a notowania polskich startupów są naprawdę wysokie.

W perspektywie 2 lat spodziewałbym się też pojawienia pierwszego polskiego unicorna. Obecnie mamy już kilka startupów wycenianych na podstawie ostatnich rund na istotnie ponad 1 bln zł, więc mam nadzieję, że pokonanie kolejnej bariery wyceny, tj. 1 bln dolarów dla przynajmniej jednego z nich, będzie kwestią maksymalnie 24 miesięcy. Nie wykluczałbym, że ten poziom wyceny zostanie osiągnięty w ramach pozyskania finansowania na rynku giełdowym (IPO). Niski poziom stóp procentowych, olbrzymi apetyt inwestorów giełdowych (zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych) oraz popularne w USA odwrotne przejęcia (wehikuły SPAC) jako sposoby wchodzenia na giełdy windują już dziś bardzo wysoko wyceny atrakcyjnych spółek technologicznych. Jest to więc kusząca propozycja.



**Adam Demusiak**

PwC Partner  
Head of M&A





## Kto w najbliższym czasie uruchomi nowy fundusz?

### Konsolidacja, profesjonalizacja i stopniowe doganianie rynków zachodnich

Chyba wszyscy zdajemy sobie sprawę z tego, że rynek VC w Polsce jest wciąż w fazie embrionalnej. W krótkim czasie powstało mniej więcej 100 podmiotów zarządzających, o różnym stopniu przygotowania do działalności inwestycyjnej, a także nakierowanych na różne sektory gospodarki czy rodzaje technologii. To jest prawdziwy boom w sektorze VC, niemożliwy bez istotnego zaangażowania środków przez partnerów publicznych. Łączne kapitały prywatne zaangażowane przez te firmy na przestrzeni czasu życia zarządzanych przez nie funduszy z łatwością przekroczy 2 mld złotych. To niemała zmiana w stosunku do 1. dekady XXI w., ale wciąż kwota śmieszna w zestawieniu z zaangażowanym na rynku VC kapitałem prywatnym w takich krajach jak Szwecja czy Holandia, o podobnej wielkości gospodarki. W stosunku do tej ostatniej w Polsce kapitału VC per capita jest 45 razy mniej, a w stosunku do Szwecji relacja przekracza 1 do 100! Jednocześnie według danych dealroom region CEE, a zatem i Polska, to najszybciej rosnący regionalny rynek VC w Europie, co oznacza, że luka w finansowaniu powoli się zmniejsza. Niedawne sukcesy Vinted czy UiPath pomogą przezwyciężyć stereotypowe postrzeganie Europy Środkowo-Wschodniej jako regionu, w którym liczy się jedynie Estonia. Spodziewam się w najbliższych latach trzech zjawisk. Pierwsze z nich to konsolidacja, która w przypadku firm zarządzających oznaczać będzie koncentrację bardzo rozproszonego obecnie kapitału w najbardziej efektywnych firmach, które będą tworzyły swoje kolejne fundusze i które przyczynią się do profesjonalizacji branży VC w Polsce. Drugie oczekiwane przez mnie zjawisko to bardziej dynamiczne wejście do naszego regionu funduszy zachodnioeuropejskich (szczególnie nordyckich) i amerykańskich. Ostatni trend, który przewiduję, to stosunkowo szybki wzrost wyceny startupów – proces już obserwowany na rynkach takich jak Estonia czy Łotwa. Mam też nadzieję na kontynuację zaangażowania publicznych funduszy na rynku VC, dlatego że bez tego konwergencja polskiego rynku VC z rynkami międzynarodowymi zajmie więcej czasu. Dodam jednak tutaj jedno istotne zastrzeżenie – podmioty publiczne lub quasi-publiczne powinny w możliwie dużym stopniu przyjąć optykę i praktyki charakterystyczne dla prywatnych inwestorów, a zatem nie krępować dofinansowanych przez siebie wehikułów inwestycyjnych nadmiarem biurokracji i ograniczeń.

#### **Paweł Bochniarz**

Partner Zarządzający  
ASI Valuetech Seed





# Postulaty i rekomendacje regulacyjne

Na zakończenie, jako Fundacja Startup Poland, chcielibyśmy przedstawić Państwu pokrótce kilka postulatów i rekomendacji istotnych z punktu widzenia środowiska startupowego oraz krajowego ekosystemu venture capital.

Regulacje prawne powinny odpowiadać na potrzeby innowacyjnych przedsiębiorców i tworzyć ramy formalne do dynamicznego rozwoju startupów, a także wspierających ich finansowanie funduszy venture capital. Jest to postulat szczególnie ważny teraz, w okresie wychodzenia gospodarki z kryzysu wywołanego pandemią COVID-19. Obowiązujące przepisy prawne, praktyka i stabilność legislacyjna oraz warunki formalne towarzyszące tworzeniu innowacyjnych przedsiębiorstw będą jeszcze bardziej wpływać na decyzję o inwestowaniu – bądź nie – na danym rynku.

Aby kontynuować obecny trend zwyżkowy w sektorze inwestycyjnym i wpłynąć na przyspieszenie rozwoju polskiego ekosystemu VC, a także zapewnić startupom działającym w Polsce dostęp do kapitału inwestorów z dużymi możliwościami finansowania i globalną perspektywą, konieczne jest w szczególności:

- umożliwienie szerokiego funkcjonowania w Polsce programów opcji pracowniczych (tzw. ESOP, z ang. Employee Stock Option Plan). ESOP-y określane są przez fundusze VC jako „kluczowy czynnik, który mógłby wpłynąć na napływ kapitału i rozwój polskiego rynku”, umożliwiają również startupom budowanie przewagi konkurencyjnej wśród pracodawców, a w konsekwencji pozyskanie i utrzymanie najlepszych kadr. Do rozwoju ESOP-ów w Polsce potrzebne jest:

- wprowadzenie w spółce z o.o. rozwiązań umożliwiających wdrożenie programów ESOP na wzór istniejących w spółce akcyjnej;
- wprowadzenie regulacji podatkowych zachęcających do oferowania ESOP pracownikom i wprowadzających ulgi skierowane do pracodawców oferujących ESOP;
- wprowadzenie transparentnych rozwiązań podatkowych jasno definiujących obowiązki podatkowe do czasu uzyskania wpływów gotówkowych z tytułu sprzedaży nabytych akcji z tytułu ESOP (analogicznie do istniejących już przepisów dla spółki akcyjnej);
- wprowadzenie ulg dla inwestorów prywatnych w celu zwiększenia ich obecności na polskim rynku i dywersyfikacji źródeł finansowania startupów, a także likwidacja barier podatkowych, które ograniczają finansowanie typu venture capital;
- wsparcie zdalnych procesów inwestycyjnych i ograniczenie nadmiernych formalności, które utrudniają pozyskanie finansowania dla startupów poprzez m.in. rozszerzenie stosowania podpisu elektronicznego, a w konsekwencji usprawnienie przepływu dokumentów pomiędzy przedsiębiorcami;
- obniżenie kosztów zakładania i prowadzenia spółek, a także kosztów zatrudniania najlepiej wynagradzanych specjalistów;
- zachowanie otwartości sektora publicznego na dialog ze startupami i funduszami VC poprzez robocze spotkania z decydentami, w trakcie których przedstawiciele ekosystemu startupowego będą mieć szansę przedstawienia swoich pomysłów i obszarów ich zastosowań, a także szerokie konsultacje projektów aktów prawnych dotyczących ekosystemu startupowego z przedstawicielami startupów i funduszy VC.

Wprowadzenie powyższych postulatów to szansa na realny, dodatkowy impuls dla rozwoju całego ekosystemu. Bez ograniczenia biurokratycznych barier, wprowadzenia zachęt dla inwestorów prywatnych oraz ułatwień dla funkcjonowania spółek w Polsce trudno nam będzie dogonić najlepszych w tej dziedzinie.



# Metodologia

Raport został przygotowany na podstawie badania jakościowego w postaci zogniskowanego wywiadu grupowego przeprowadzonego wśród przedstawicieli polskich funduszy VC oraz podmiotów publicznych wspierających ten sektor.

Cytowane dane pochodzą zarówno ze źródeł wewnętrznych – poprzednich raportów Fundacji Startup Poland, jak i ze źródeł zewnętrznych, w tym raportu PFR Ventures i Inovo Venture Partners oraz raportu Vestbee.





A series of horizontal dotted lines for writing, consisting of 30 lines spaced evenly down the page.



# STARTUP POLAND

## PARTNERZY

 PFR Ventures



Google for Startups

