

ZBIGNIEW DREWNIAK*

Wyższa Szkoła Bankowa w Toruniu

**PRIVATE EQUITY CZY VENTURE CAPITAL
– ROZWAŻANIA TEORETYCZNE
O WŁAŚCIWYM STOSOWANIU TERMINOLOGII**

Słowa kluczowe: kapitał podwyższonego ryzyka, *private equity*, *venture capital*.
Klasyfikacja JEL: G24.

Abstrakt: Kapitał podwyższonego ryzyka jest wciąż uznawany za nowoczesne źródło finansowania. Problemem, jaki zauważa się w studiowaniu literatury przedmiotu czy informacji rynkowych, jest częste traktowanie pojęć *private equity* i *venture capital* zamiennie, bywa, że są one również mylone. W artykule wskazano na najczęściej spotykane rozbieżności w rozumieniu tych pojęć. Ponadto odniesiono się do różnego rozumienia rynku kapitału podwyższonego ryzyka, co jest szczególnie istotne w aspekcie odczytywania danych statystycznych.

PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL – THEORETICAL CONSIDERATIONS

Keywords: *private equity*, *venture capital*.
JEL Classification: G24.

Abstract: Private equity and venture capital are still recognized as a modern source of companies funding. Studying the literature and some market information we can notice that the terms private equity and venture capital are often treated as synonyms or even confused. The article pointed out the discrepancies referring to the understanding of concepts – private equity and venture capital. It also refers to PE/VC market that can be understand differently what can influence how the statistics data are read.

Translated by Zbigniew Drewniak

■■■ WSTĘP

Private equity/venture capital (PE/VC) jest uważane za nowoczesną formę finansowania przedsiębiorstw, relatywnie słabiej rozpoznaną i mniej powszechną niż tradycyjne źródła finansowania. Częstym problemem, który pojawia się wśród osób zainteresowanych tą tematyką, w tym również wśród praktyków i podmiotów bezpośrednio związanych z rynkiem inwestycji *private equity/venture capital*, jest niewłaściwe rozumienie tych pojęć. Powszechnie, szczególnie w Europie, są one traktowane zamiennie, a wręcz mylone (Kornasiewicz 2004: 17–25). Celem artykułu będzie zwrócenie uwagi na te rozbieżności, nie tylko jeżeli chodzi o definicje podstawowych pojęć, ale także prezentację danych statystycznych i inne aktualnie występujące kontrowersje wokół nazewnictwa stosowanego w odniesieniu do tego rynku. Jest to szczególnie istotne w aspekcie rzetelnej analizy inwestycji *private equity/venture capital*.

1. PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL A KAPITAŁ PODWYŻSZONEGO RYZYKA

Zgodnie z terminologią stosowaną przez Europejskie Stowarzyszenie *Private Equity/Venture Capital* (EVCA – *European Private Equity & Venture Capital Association*), *private equity* dotyczy średnio- bądź długoterminowego kapitału dostarczanego przedsiębiorstwom nienotowanym na rynku kapitałowym, a służącego osiągnięciu zysków przez wzrost wartości spółki. Dalej EVCA wskazuje cele, którym może służyć kapitał *private equity*. Możemy wymienić tutaj: rozwój nowych produktów i technologii, powiększenie kapitału obrotowego, finansowanie przejęć, poprawę bilansu spółki, a także rozwiązanie problemów właścicielskich i menadżerskich. Z kolei *venture capital* jest ściśle związany z finansowaniem wczesnych faz rozwoju oraz ekspansji i uznawany za część składową *private equity*. Charakterystyczne jest również wysokie ryzyko tego typu transakcji, którego rekompensatę stanowi ponadprzeciętna oczekiwana stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Rynek inwestycji *venture capital* zaczął rozwijać się w Stanach Zjednoczonych po II wojnie światowej. Za moment kluczowy uznaje się utworzenie przez Georges'a Doriota *American Research and Development Corporation* (ARDC). Ponieważ twórca pojęcia *venture capital* nie jest znany, warto przytoczyć kryteria, jakimi kierowali się prekursorzy tego rodzaju inwestycji. Zgodnie z założeniami Doriota, inwestycje przeprowadzane przez ARDC były związane m.in. z:

- nową technologią, nowymi koncepcjami marketingowymi czy nowymi możliwościami zastosowania produktu bądź usługi,
- znaczącym, choć niekoniecznie większościowym, udziałem inwestorów w spółce,
- wysokimi kwalifikacjami i umiejętnościami pracowników zatrudnionych w spółce,
- produktami lub procesami, które przeszły przynajmniej etap projektowania i są chronione patentami, znakami handlowymi itd.;
- przedsiębiorstwami, które w przeciągu kilku lat będą w stanie wejść na giełdę lub które będzie można sprzedać, realizując strategię wyjścia ze spółki,
- przedsięwzięciami, w których oprócz środków finansowych, inwestor może wnieść dodatkowy wkład w postaci np. wiedzy czy doświadczenia (Bartlett 1999: 3).

Venture capital jest zatem pojęciem węższym niż *private equity* i dotyczy przedsiębiorstw na wczesnych etapach rozwoju bądź dopiero rozpoczynających działalność na rynku. W tym pojęciu mieszczą się również inwestycje w pomysł („pod zasiew” – *seed*), a więc w samą koncepcję biznesową w celu zbadania możliwości jej komercjalizacji. Możemy także spotkać określenie *venture capital* jako pola doświadczalnego dla całego sektora *private equity*, gdyż to właśnie inwestycje *venture capital* wspierają nowo powstające przedsiębiorstwa, w tym te innowacyjne (Sieradzan, Sobańska 2004: 13–14; Hass, Laffer, Pryor 2009: 293).

Jedną z pierwszych definicji pojęcia *venture capital* w literaturze polskiej wprowadził w swojej pracy Jerzy Węclawski. Definiuje on *venture capital* „jako kapitał własny wnoszony na ograniczony okres przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcji bądź usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek, a więc stwarzają wysokie ryzyko niepowodzenia inwestycji, ale jednocześnie w przypadku sukcesu przedsięwzięcia, wspomaganego w zarządzaniu przez inwestorów, zapewniają znaczący przyrost wartości zainwestowanego kapitału, który jest realizowany przez sprzedaż udziałów” (Węclawski 1997: 17).

Podobnie Piotr Tamowicz traktuje *venture capital* jako formę finansowania polegającą na wsparciu kapitałowym powstającej lub już istniejącej spółki przez objęcie nowej emisji akcji lub udziałów. Kapitał nie jest wnoszony do spółki w formie kredytu, ale w formie właścicielskiej (kapitał akcyjny, udzia-

łowy). Inwestor oferujący *venture capital* staje się tym samym współwłaścicielem spółki, którą finansuje. Horyzont inwestycyjny może wynosić od jednego roku – przy finansowaniu bardzo specyficznych faz rozwoju (np. przygotowanie do wejścia na giełdę), do kilku lat – przy finansowaniu dynamicznego rozwoju. Po upływie tego okresu fundusz *venture capital* wycofuje zaangażowany kapitał, sprzedając posiadane akcje lub udziały. Tamowicz podkreśla również niepubliczny charakter finansowanej spółki i uznaje *venture capital* jako tzw. element niepublicznego czy też prywatnego rynku kapitałowego (Tamowicz 2004: 7–8).

Warto także przytoczyć poglądy teoretyków amerykańskich i angielskich. Ken i Wright (1998: 521) definiują *venture capital* jako długoterminową inwestycję w niepubliczne spółki, charakteryzujące się wysokim ryzykiem. Podkreślają również rolę profesjonalnych inwestorów, którzy oczekują wysokiego zwrotu z inwestycji w postaci zysku kapitałowego i dywidendy. Z kolei Gompers i Lerner (2006: 17) za *venture capital* uważają zgromadzony kapitał zarządzany niezależnie i związany z kapitałowym bądź kapitałowo-hybrydowym finansowaniem niepublicznych, perspektywicznych przedsiębiorstw.

Podsumowując, cechami charakterystycznymi inwestycji *venture capital* odróżniającymi je od tradycyjnych form finansowania są (Gladstone, Gladstone 2002: 5–7):

- wczesne fazy rozwoju przedsiębiorstwa, w tym jego powstanie,
- wysokie ryzyko,
- wsparcie menadżerskie,
- niepubliczny charakter finansowanych przedsiębiorstw.

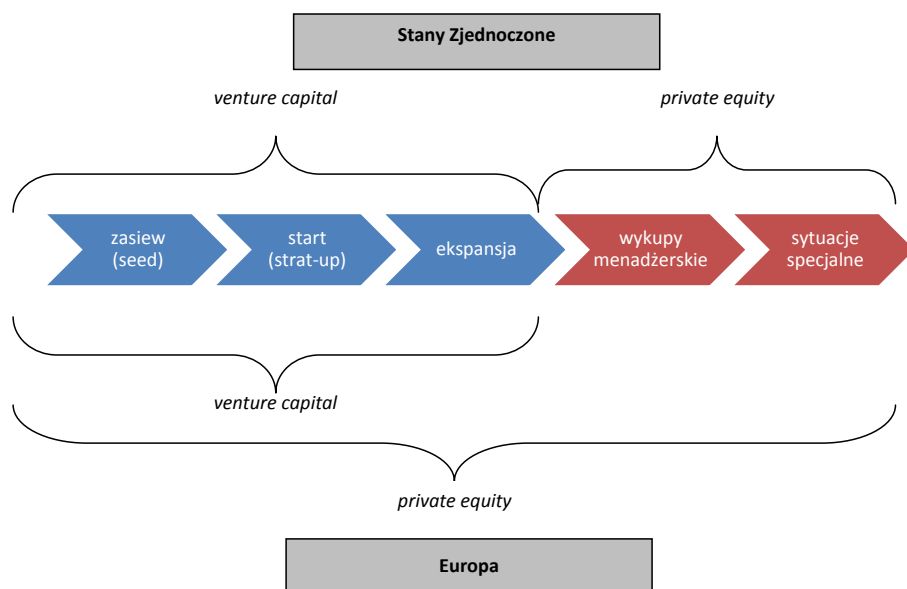
W Stanach Zjednoczonych istnieje wyraźny podział na inwestycje typu *venture capital* i *private equity*. *Venture capital* koncentruje się na inwestycjach w nowo powstałe podmioty o dużym potencjale wzrostu i związanym z tym wysokim ryzykiem. Podkreśla się również wysokie kompetencje menadżerów zarządzających funduszami podwyższonego ryzyka (*NVCA Yearbook* 2010). *Private equity* to inwestycje specjalnie do tego wyspecjalizowanych podmiotów w spółki niepubliczne w celu zwiększenia ich wartości i osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków. Nie ma tutaj znaczenia faza rozwoju przedsiębiorstwa. Obok kapitału pieniężnego inwestor wnosi do spółki kapitał menadżerski, który może być istotnym czynnikiem wzrostu wartości spółki (Panfil 2005: 19). Mimo że *venture capital* jest uznawane za segment rynku *private equity*, to tak naprawdę rynki te funkcjonują odrębnie. Przejawia się to w wysokim wolumenie transakcji przeprowadzanych na tych rynkach oraz prowa-

dzeniu przez specjalistyczne instytucje odrębnych statystyk odnoszących się do tych rynków.

Brytyjskie Stowarzyszenie *Private Equity/Venture Capital* (BVCA – *the British Private Equity and Venture Capital Association*) zauważa istniejące rozbieżności, jeśli chodzi o rozumienie pojęć *private equity* i *venture capital*. Niekiedy europejskie pojmowanie *private equity* jest wzorowane na amerykańskim i odnosi się wyłącznie do inwestycji w wykupy menadżerskie. Częściej spotyka się jednak uogólnione rozumienie tego pojęcia i traktowanie jako *private equity* również inwestycji typu *venture capital*. Nierzadko sam termin *venture capital* jest uznawany za synonim *private equity*. W konsekwencji BVCA w swoich publikacjach traktuje *private equity* ogólnie, jako ogół inwestycji na rynku podwyższonego ryzyka, a *venture capital* jako kapitał finansujący wczesne fazy rozwoju przedsięwzięcia oraz ekspansję (BVCA 2010: 6).

Schemat 1 prezentuje różnice w rozumieniu pojęć *venture capital* i *private equity* w Stanach Zjednoczonych i w Europie.

Schemat 1. Rozumienie pojęć *venture capital* i *private equity* w tradycji amerykańskiej i europejskiej



W polskiej literaturze przedmiotu funkcjonuje pojęcie kapitału podwyższonego ryzyka, które wydaje się najlepszą propozycją terminologii stosowanej szczególnie w odniesieniu do polskiego rynku *private equity/venture capital*. Michał Wrzesiński (2008: 23–26) definiuje kapitał podwyższonego ryzyka jako typowo średnio- lub długoterminowe zaangażowanie kapitału zarządzanego przez profesjonalnych pośredników finansowych szczególnie w znaczne pakiety akcji bądź pakiety udziałów przedsiębiorstw nienotowanych publicznie, które przechodzą radykalne zmiany, w celu uzyskania ponadprzeciętnej stopy zwrotu, przede wszystkim przez osiągnięcie zysku kapitałowego.

Zgodnie z tą terminologią, odpowiednikiem kapitału *private equity* jest tzw. kapitał prywatny, wykorzystywany do finansowania przedsiębiorstw znajdujących się we wstępnej fazie rozwoju, przedsiębiorstw prywatnych o średniej wielkości, przedsiębiorstw będących w trudnej sytuacji finansowej oraz finansowania transakcji wykupów menadżerskich (Prowse 1998: 5). Jak już wcześniej wyjaśniono, w tradycji amerykańskiej kapitał prywatny służy finansowaniu późniejszych faz rozwoju przedsiębiorstwa, ekspansji czy wykupów menadżerskich. W ujęciu europejskim pod pojęciem kapitału prywatnego kryją się również inwestycje typu *venture capital*, a więc te skierowane do przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju, często działających w sektorach tzw. nowych technologii. Z kolei *venture capital* jest określany jako tzw. kapitał wysokiego ryzyka. To właśnie kapitał wysokiego ryzyka (*venture capital*), jak i kapitał prywatny (*private equity*) stanowią składowe kapitału podwyższonego ryzyka. Dodatkowo, Wrzesiński wyróżnia jeszcze tzw. kapitał nieformalny, przez który należy rozumieć przede wszystkim inwestycje realizowane przy udziale aniołów biznesu – *business angels*. Aniołowie biznesu to bogate osoby prywatne, które dysponują wiedzą i doświadczeniem oraz odniosły sukces w biznesie. Inwestorzy nieformalni są zainteresowani inwestycjami w małe i średnie przedsiębiorstwa na wczesnych etapach rozwoju (por. Mikołajczyk, Krawczyk 2007; Brzozowska 2008).

2. PRIVATE CZY PUBLIC EQUITY?

Wśród praktyków biznesu pojawiają się propozycje zmiany stosowanej terminologii, gdyż termin *private equity* nie do końca odzwierciedla charakter tego rodzaju finansowania. Termin *private* jest zasadny w odniesieniu do przedsiębiorstw, które korzystają z tego rodzaju finansowania. Jak wynika z definicji,

są to przedsiębiorstwa prywatne, a więc nienotowane na giełdzie papierów wartościowych.

Z punktu widzenia organizacji zrzeszających inwestorów kluczowym wyzwaniem w ostatnim czasie stała się odpowiednia komunikacja z otoczeniem, głównie inwestorami i przedsiębiorcami, jak również osobami zainteresowanymi tą tematyką. W tym aspekcie używanie pojęcia *private equity* może sugerować, że jest to kapitał trudno dostępny i zarezerwowany dla wąskiego grona odbiorców. Ponadto tego rodzaju sformułowanie może sprawiać wrażenie niechęci dzielenia się informacjami o rynku i przeprowadzonych transakcjach. Misją organizacji zrzeszających inwestorów staje się lepsza komunikacja, informowanie i wyjaśnianie otoczeniu, w jaki sposób działa mechanizm finansowania przedsiębiorstwa kapitałem podwyższonego ryzyka. Stawia się zatem na bardziej otwartą komunikację, polegającą na upublicznianiu wiedzy i informacji. Dowodem na podejmowanie tego typu działań może być ułatwienie dostępu do danych statystycznych, prowadzenie akcji edukacyjnej oraz informowanie o przeprowadzonych transakcjach z uwzględnieniem korzyści wynikających dla biorców kapitału, a więc finansowanych przedsiębiorstw.

Problemem europejskiego rynku było jego znaczne rozproszenie. Obecnie w ramach Unii Europejskiej istnieje 27 odrębnych rynków, co istotnie przeszkadza w rozwoju zjawiska, jakim są inwestycje kapitału podwyższonego ryzyka. Problem niejednorodności dotyczy głównie trudności w pozyskiwaniu kapitału przez fundusze oraz w przeprowadzaniu inwestycji.

Największe organizacje zrzeszające inwestorów PE/VC zgłosiły swoje propozycje w sprawie wdrożenia regulacji zmierzających do utworzenia jednolitego rynku europejskiego kapitału podwyższonego ryzyka. W lipcu 2013 roku wejdzie w życie dyrektywa Unii Europejskiej (*The Alternative Investment Fund Managers Directive* – AIFMD), która wymusi na poszczególnych państwach wprowadzenie szeregu reform. Tego rodzaju inicjatywa jest przykładem, że inwestycje kapitału podwyższonego ryzyka stają się coraz bardziej powszechne i zwracają coraz większą uwagę władz publicznych.

Główne reformy będą związane z następującymi kwestiami:

- współpraca funduszy z niezależnymi rzeczoznawcami i depozytariuszami,
- upublicznianie informacji o spółkach portfelowych, głównie w formie sprawozdań finansowych,
- nałożenie limitów dźwigni stosowanej przez fundusze w procesie inwestycyjnym.

Okazuje się jednak, że dyrektywa AIFMD nie do końca odpowiada specyfice działalności funduszy podwyższonego ryzyka. Problemem są wymogi kapitałowe stawiane funduszom objętym tą dyrektywą, które określono na 500 mln euro. Pozostają one w sprzeczności ze specyfiką działalności szczególnie funduszy *venture capital* o znacznie mniejszych kapitałach. Niemniej jednak prowadzone są zaawansowane prace nad odpowiednimi regulacjami dotyczącymi również funduszy *venture capital* (*the European Venture Capital Funds Regulation – EVCFR*), które przyczynią się do rozwoju rynku kapitału podwyższonego ryzyka w Europie, przede wszystkim w aspekcie swobody i łatwości pozyskania kapitału przez fundusze.

Takie inicjatywy potwierdzają coraz bardziej „publiczny” charakter tego rodzaju finansowania, przynajmniej w wymiarze informacyjnym.

Okres ostatniego kryzysu finansowego stał się okazją do precedensów widocznych na rynkach kapitału podwyższonego ryzyka. Fundusze w obliczu dużej przeceny spółek notowanych publicznie przeprowadziły wiele inwestycji, które wydają się sprzeczne z definicjami *private equity/venture capital* dotyczącymi niepublicznego charakteru finansowanych spółek. Wcale nierzadkie były i wciąż są popularne tzw. transakcje *buy back*. Polegają one na inwestycji w spółki notowane publicznie z zamiarem ich restrukturyzacji i zwiększenia ich wartości. Niemniej jednak ważnym elementem tego typu transakcji jest „odpublicznienie” spółki, a więc wycofanie jej z obrotu giełdowego, dzięki czemu można łatwiej przeprowadzić jej restrukturyzację poza reżimem giełdowych regulacji. Z drugiej strony, w tego typu transakcjach na samym początku zakłada się, że sposobem dezinwestycji będzie ponowne wprowadzenie spółki na giełdę.

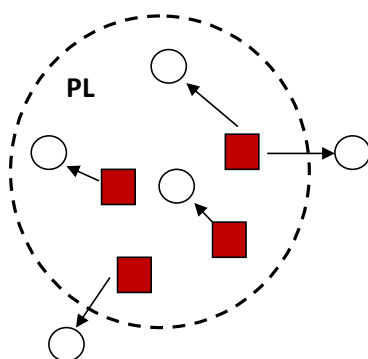
3. RYNEK INWESTYCJI KAPITAŁU PODWYŻSZONEGO RYZYKA

Ważną kwestią wymagającą wyjaśnienia jest określenie rynku inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka. Okazuje się, że w ramach prowadzonych statystyk istnieją dwa podejścia do tego problemu. W pierwszym podejściu (tzw. *industry statistics*) rynek inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w danym państwie określa się z punktu widzenia działających tam funduszy podwyższonego ryzyka. W drugim podejściu (tzw. *market statistics*) rynek inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka określa się z punktu widzenia finansowanych przedsiębiorstw działających w obrębie danego państwa (schemat 2). Fundusze nie zawsze inwestują cały kapitał w państwie, w którym znajduje się ich

siedziba lub oddział. Na przykład w przypadku regionu Europy Środkowo-Wschodniej wiele funduszy ma swoje siedziby w Polsce, skąd prowadzi politykę inwestycyjną również w innych państwach regionu. Takie rozróżnienie jest zatem niezwykle istotne, zważywszy na fakt, że siedziba funduszu nie zawsze pokrywa się z siedzibą spółki.

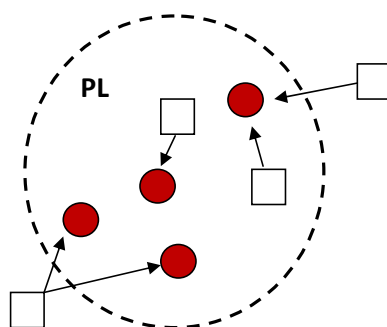
Schemat 2. Statystyczne ujęcie rynku kapitału podwyższonego ryzyka w Polsce w publikacjach EVCA

- A. Rynek jako sektor grupujący **fundusze** kapitału podwyższonego ryzyka z siedzibą w Polsce (*industry statistics*)



- fundusz podwyższonego ryzyka
○ przedsiębiorstwo

- B. Rynek jako sektor grupujący **przedsiębiorstwa** z siedzibą w Polsce korzystające z finansowania kapitałem podwyższonego ryzyka (*market statistics*)

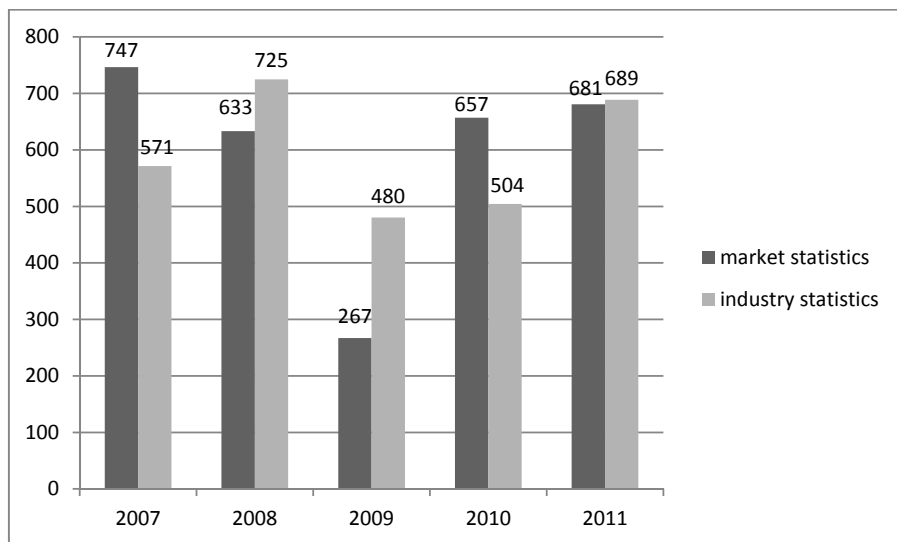


Źródło: opracowanie własne.

W zależności od tego, jak rozumiemy pojęcie rynku inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka, otrzymujemy różne dane dotyczące kapitału pozyskiwanego przez fundusze czy przeprowadzanych inwestycji. Na wykresie 1 i 2 przedstawiono rozbieżności, jakie istnieją zależnie od zastosowanego podejścia w odniesieniu do inwestycji przeprowadzonych w Polsce. W podejściu *industry statistics* przez wartość inwestycji na polskim rynku rozumie się inwestycje przeprowadzone przez fundusze podwyższonego ryzyka mające tutaj swoją siedzibę. W podejściu *market statistics*, zorientowanym na biorców kapitału, zwraca się uwagę na inwestycje przeprowadzone w przedsiębiorstwach działających w Polsce. Wydaje się zatem, że podejście *market statistics* lepiej

odzwierciedla stan rynku kapitału podwyższonego ryzyka w danym państwie, odnosząc się do środków pozyskanych przez działające w jego granicach przedsiębiorstwa.

Wykres 1. Wartość inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w Polsce w ujęciu *market statistics* oraz *industry statistics* (mln euro)

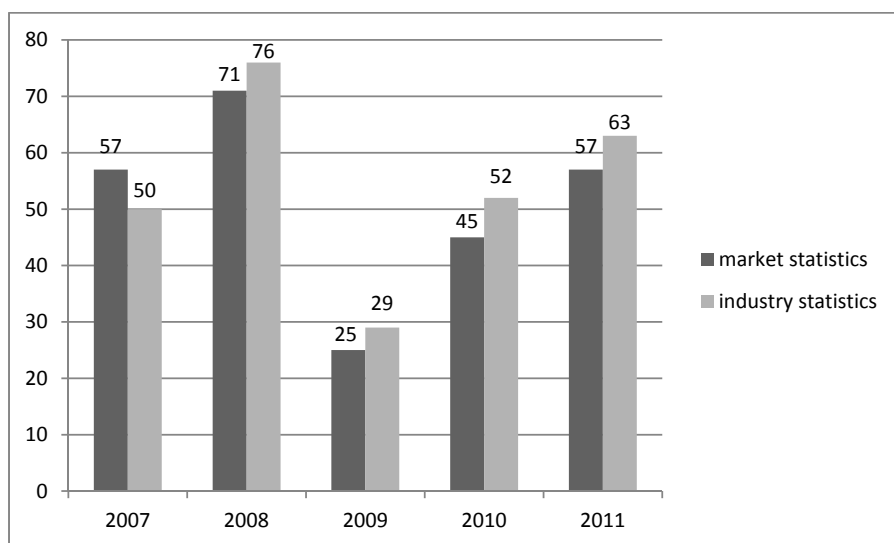


Źródło: *EVCA Yearbook* (2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012) oraz materiały pozyskane od EVCA w formie elektronicznej.

Warto również zwrócić uwagę na rozmiary rynku *private equity* oraz uznanego w Europie za jego segment rynku *venture capital*. Okazuje się, że rynek *venture capital* ma relatywnie mniejsze znaczenie w Europie niż np. w Stanach Zjednoczonych. W Europie, w latach 2007–2011, inwestycje *venture capital* stanowiły co do wartości zaledwie 10,14% inwestycji *private equity* ogółem. Rynek polski jest jeszcze bardziej zmarginalizowany i wartość inwestycji *venture capital* stanowiła w latach 2007–2011 jedynie 4,46% inwestycji *private equity* ogółem. Nieco inaczej wygląda sytuacja, jeżeli porównamy liczbę przedsiębiorstw korzystających z finansowania typu *venture capital*. W Europie, w latach 2007–2011, finansowanie *venture capital* dotyczyło 63,97% przedsiębiorstw finansowanych kapitałem *private equity* ogółem. W analogicznym okresie w Polsce odsetek tych przedsiębiorstw wynosił 45,49%. Tak wysoki odsetek przedsiębiorstw korzystających z finansowania kapitałem *venture*

capital w porównaniu do wartości środków przeznaczanych na finansowanie tych przedsiębiorstw wynika przede wszystkim z mniejszego zapotrzebowania kapitałowego tych przedsiębiorstw, co jest uzasadnione na wczesnych etapach rozwoju. Dodatkowo należy podkreślić, że inwestycje *venture capital* zarówno w Europie, jak i w Polsce są związane z tzw. późnymi fazami *venture*, czyli finansowaniem przedsiębiorstw we wczesnej fazie rozwoju, ale gdy oferowany produkt czy usługa zostały już wprowadzone na rynek. Finansowanie przedsiębiorstw w fazie zasiewu (*seed*) czy startu rynkowego (*start-up*) jest rzadkością. Wspieranie przedsiębiorstw właśnie w najwcześniejszych fazach rozwoju, a więc zasiewu i startu rynkowego, jest najbardziej pożądane w perspektywie ograniczania zjawiska luki kapitałowej.

Wykres 2. Liczba przedsiębiorstw finansowanych kapitałem podwyższonego ryzyka w ujęciu *market statistics* oraz *industry statistics* (mln euro)



Źródło: *EVCA Yearbook* (2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012) oraz materiały pozyskane od EVCA w formie elektronicznej.

Jak wynika z niektórych definicji i częstego rozumienia zjawiska inwestycji PE/VC, inwestycje *private equity*, a przede wszystkim *venture capital* powinny być związane z finansowaniem innowacyjnych przedsiębiorstw. Okazuje się, że wcale tak nie jest. W Europie, w latach 2007–2011, zaledwie 9,44% środków było przeznaczonych na finansowanie przedsięwzięć w tzw. sekto-

rach wysokich technologii (*High-Tech*), co odpowiadało 24,59% finansowanych przedsiębiorstw. W przypadku rynku polskiego zaledwie 1,08% inwestycji co do wartości dotyczyło sektorów wysokich technologii, co odpowiadało 9,41% przedsiębiorstw. Fundusze PE/VC wciąż chętniej inwestują w przedsiębiorstwa działające w sektorach o stabilnym wzroście, np. w sektorze dóbr konsumpcyjnych. Inwestycje *venture capital* dotyczą najczęściej wykorzystania już istniejących rozwiązań technologicznych i ich dalszej komercjalizacji w nowych zastosowaniach (Fraser-Sampson 2007: 116–117).

■■■ ZAKOŃCZENIE

Wprowadzenie nowych dyrektyw unijnych do prawodawstwa państw członkowskich powinno przyczynić się do rozwoju rynku kapitału podwyższonego ryzyka w Europie. Pozwoli to funduszom łatwiej pozyskiwać środki na inwestycje w poszczególnych państwach, a jednocześnie spowoduje większą transparentność przeprowadzanych transakcji. Samo uwzględnienie tego rodzaju inwestycji w osobnych dyrektywach świadczy o poważnym podejściu do tej problematyki. W obliczu niewielkiej wartości inwestycji *venture capital* w Europie, a przede wszystkim w Polsce, powinno zwracać się uwagę na terminologię i znaczenie pojęć dotyczących tego rynku. Zasadne wydaje się używanie pojęcia kapitału podwyższonego ryzyka, które jako polski odpowiednik terminów *venture capital* i *private equity* stanowi swego rodzaju kompromis w stosowanej powszechnie terminologii.

■■■ LITERATURA

Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No. 1060/2009 and (EU) No. 1095/2010, Brussels.

Bartlett J. W. (1999), *Fundamentals of Venture Capital*, Madison Books, Lanham.

Brzozowska K. (2008), *Business angels na rynku kapitałowym. Motywacje – inwestowanie – efekty*, CeDeWu, Warszawa.

EVCA, <http://www.evca.eu> (dostęp: 17.03.2013).

EVCA Yearbook (2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012), EVCA, Zaventem, Belgia.

Fraser-Sampson G. (2007), *Private equity as an asset class*, John Wiley & Sons, Chichester.

Gladstone D., Gladstone L. (2002), *Venture Capital Handbook. An Entrepreneur's Guide to Raising Venture Capital*, Prentice Hall, New Jersey.

- Gompers P., Lerner J. (2006), *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, Cambridge Massachusetts.
- A Guide to Private Equity* (2010), BVCA, London.
- Hass W. J., Laffer A. B., Pryor S. G. (2009), *The Private Equity Edge: How Private Equity Players and the World's Top Companies Build Value and Wealth*, McGraw-Hill, New York.
- Ken R., Wright M. (1998), *Venture capital and private equity: a review and synthesis*, Journal of Business Finance and Accounting, June/July, vol. 25, issue 5/6.
- Kornasiewicz A. (2004), *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.
- Mikołajczyk B., Krawczyk M. (2007), *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa.
- NVCA Yearbook* (2010), Thomson Reuters, Arlington.
- Panfil M. (2005), *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa.
- Prowse S. D. (1998), *The economics of private equity*, Economic Review, 3rd Quarter.
- Sieradzan P., Sobańska K. (2004), *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa.
- Tamowicz P. (2004), *Venture capital – kapitał na start*, PARP, Gdańsk.
- Węclawski J. (1997), *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa.
- Wrzesiński M. (2008), *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, SGH, Warszawa.

