

IZABELA LULEK*

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

ROZWÓJ RYNKU VENTURE CAPITAL/PRIVATE EQUITY W POLSCE

Słowa kluczowe: akwizycja, dezinvestycja, inwestycje, kapitał wysokiego ryzyka, *private equity*, *venture capital*.

Klasyfikacja JEL: G11, G24, G32.

Abstrakt: Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie, szczegółowa analiza empiryczna oraz ocena rozwoju rynku *venture capital/private equity* w Polsce od początków jego powstania, z uwzględnieniem problematyki akwizycji kapitału, inwestycji oraz dezinvestycji. Badania zostały przeprowadzone na podstawie danych empirycznych Europejskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (European Private Equity and Venture Capital Association), które prowadzi szeroką statystykę rynku kapitału wysokiego ryzyka w całej Europie. Wnioski, jakie płyną z części empirycznej artykułu, wskazują na dynamiczny rozwój rynku *venture capital/private equity* w Polsce oraz na dalsze perspektywy jego rozwoju. Wyniki przeprowadzonych badań świadczą o rosnącym zaufaniu inwestorów europejskich do polskiego rynku *venture capital/private equity* oraz o wysokiej atrakcyjności inwestycyjnej naszego kraju, szczególnie w Europie Środkowo-Wschodniej. Istotne wsparcie dla rozwoju rynku kapitału wysokiego ryzyka w Polsce zapewnia dynamiczny rozwój i wysoka aktywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

THE DEVELOPMENT OF POLISH VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY MARKET

Keywords: acquisition, disinvestment, high risk capital, investment, private equity, venture capital.

JEL Classification: G11, G24, G32.

Data wpłynięcia: 15.12.2012; data zaakceptowania: 24.0.4.2013.

* Dane kontaktowe: izabelalulek@gmail.com, ul. Turka 61a, 20-258 Lublin, tel. 506 165 061.

Abstract: The aim of this article is to present, extensively analyse in an empirical way and assess the development of Polish venture capital and private equity market from its beginning up to the present day, taking into account the issue of capital acquisition, investment and disinvestment. The research was conducted on the basis of the empirical data provided by the European Private Equity and Venture Capital Association, the establishment engaged in gathering the statistics of the high risk capital market in Europe. Conclusions drawn from the empirical part of the article suggest the dynamic development of the venture capital and private equity market in Poland and its possible further advancement. The results of the research indicate the growing trust of European investors in the Polish venture capital and private equity market and the high investment attractiveness of our country, particularly in the East-Central Europe. The substantial support to the development of the Polish high risk capital market is provided by the dynamic expansion and high activeness of Warsaw Stock Exchange.

Translated by Izabela Lulek

■■■ WSTĘP

Kapitał wysokiego ryzyka stanowi nowoczesną, elastyczną i efektywną formę finansowania, ponadto wspiera rozwój nowoczesnych technologii, współpracy świata nauki i biznesu. Pozwala gospodarce na osiągnięcie wysokiego poziomu innowacyjności, a także konkurencyjności. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie, analiza empiryczna oraz ocena rozwoju rynku *venture capital/private equity*¹ w Polsce, z uwzględnieniem problematyki akwizycji kapitału, jego inwestowania oraz dezinvestycji przeprowadzonych przez fundusze VC/PE w Polsce. Przyjęta struktura opracowania została zdeterminowana cyklem inwestycyjnym funduszy kapitału wysokiego ryzyka. Zainteresowanie tą tematyką wynika z faktu, że analiza rynku finansowego wskazuje na dynamiczny rozwój rynku VC/PE. Badania empiryczne zostały przeprowadzone na podstawie danych statystycznych Europejskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (European Private Equity and Venture Capital Association), które prowadzi na szeroką skalę statystykę rynku kapitału wysokiego ryzyka w całej Europie.

Jedną z pierwszych definicji *venture capital* w Polsce, którą przedstawił J. Węclawski (1997: 17), precyzuje *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

¹ W dalszej części artykułu zapis *venture capital/private equity* został zastąpiony zapisem skróconym VC/PE.

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”. W definicji tej finansowanie za pomocą *venture capital* zostało odniesione do małych i średnich, a także innowacyjnych przedsiębiorstw. Jest również podkreślone wysokie ryzyko związane z inwestycją, ale przede wszystkim możliwość osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu przez inwestora (Świdarska 2008: 41).

Zgodnie z EVCA, *private equity* jest kapitałem udziałowym, dostarczonym przedsiębiorstwom nienotowanym na giełdzie, który odnosi się głównie do wykupów menadżerskich lub nabycia udziałów w przedsiębiorstwie od innej instytucji oferującej *venture capital* lub od jego udziałowców bądź do zakupu akcji spółek notowanych na giełdzie w celu wycofania ich akcji z obrotu publicznego. Z kolei *venture capital* jest elementem *private equity*, który odnosi się do finansowania rozpoczęcia działalności przedsiębiorstwa, wczesnego etapu jego rozwoju lub dalszej ekspansji (Mikołajczyk, Krawczyk 2007: 38).

Fundusze VC/PE są pośrednikami między inwestorami udostępniającymi swój kapitał a przedsiębiorstwami, w których kapitał ten jest inwestowany. Fundusze we własnym imieniu inwestują środki kapitałodawców, zarządzają procesem inwestycyjnym ukierunkowanym na osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu z zaangażowanego przez nich kapitału. Fundusze nie inwestują zatem własnych środków i nie ponoszą ryzyka utraty wartości zainwestowanego kapitału, ale do ich obowiązków należą: wybór, selekcja, zarządzanie i realizacja inwestycji. Inwestorzy natomiast udostępniają swój kapitał, ale mają ograniczony wpływ na działalność funduszu, aczkolwiek nie ponoszą odpowiedzialności za zobowiązania funduszu (inwestorzy w spółce komandytowej). W relacjach między inwestorami a funduszami często poruszany jest problem konfliktu agencyjnego, ponieważ inwestorzy nie mają pewności, czy fundusz umiejętnie inwestuje ich kapitał, nie mogą sprawować również bieżącej kontroli nad przebiegiem procesu inwestycyjnego. Aczkolwiek doświadczenia ze współpracy kapitałodawców i funduszy VC/PE pokazują, że inwestowanie za ich pośrednictwem jest efektywne (Gryko 2006: 309).

Wykorzystanie finansowania funduszy VC/PE przynosi wiele korzyści przedsiębiorstwom portfelowym. Cele funduszy i spółek portfelowych są zbieżne, fundusze utożsamiają się z interesem spółki, myślą o niej w długoterminowej perspektywie, dzięki czemu ma ona szansę na rozwój oraz wzrost wartości. Fundusze VC/PE mają bogate doświadczenie w pomnażaniu wartości spółek

portfelowych, jak również we wprowadzaniu ich akcji do obrotu publicznego, utrzymują szerokie kontakty biznesowe, potrafią starannie kalkulować ryzyko, udostępniają know-how, kreują strategię przedsiębiorstwa, a także angażują kapitał w przedsięwzięcia, których sfinansowanie kredytem bankowym jest niemożliwe. Ponadto są inwestorami elastycznymi, cierpliwymi i służą pomocą w prowadzeniu działalności oraz rozwiązywaniu problemów spółki portfelowej (Sikorski 2008: 100). Fundusze VC/PE dają możliwość pozyskania kapitału na każdym etapie funkcjonowania przedsiębiorstwa, ponadto skorzystanie z ich finansowania prowadzi do wzrostu kapitału własnego, a tym samym poprawy płynności spółki. Zaangażowanie finansowe funduszu poprawia wizerunek spółki i zwiększa jej wiarygodność (Włodarska-Zoła 2005: 39). Korzystanie z finansowania funduszy VC/PE ma również wady: wiąże się z utratą samodzielności przedsiębiorstwa, podziałem władzy, wprowadzeniem dodatkowych obowiązków, istnieje też ryzyko, że decyzje funduszu i zarządzających przedsiębiorstwem nie będą zgodne. Ponadto jest stosunkowo drogą formą finansowania (Golawska-Witkowska i in. 2006: 241).

1. POZYSKIWANIE KAPITAŁU PRZEZ FUNDUSZE VC/PE

Na rynku VC/PE fundusze wysokiego ryzyka występują jako pośrednicy między inwestorami, którzy udostępniają swój kapitał, a spółkami portfelowymi, w których dokonuje się inwestycji kapitału o podwyższonym ryzyku. Obecność funduszy w roli pośrednika ma swoje uzasadnienie w specyfice inwestycji typu VC/PE, charakteryzujących się wyższym od przeciętnego poziomem ryzyka, a także większym stopniem skomplikowania od inwestycji w akcje czy obligacje dokonywanych bezpośrednio przez inwestorów (Tamowicz 1995: 5). Fundusze VC/PE powstały, ponieważ tradycyjne instytucje finansowe nie były zainteresowane inwestowaniem w przedsiębiorstwa charakteryzujące się wysokim poziomem ryzyka oraz niską płynnością akcji, fundusze VC/PE wypełniły tę lukę (Wrzeński 2008: 84). Kolejnym ważnym aspektem w działalności funduszy VC/PE jest konieczność dywersyfikacji wysokiego poziomu ryzyka. Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego pozwala funduszom na obniżenie wysokiego poziomu ryzyka. Fundusze VC/PE najczęściej inwestują w kilkadziesiąt spółek portfelowych, znajdujących się w różnych fazach rozwoju, w zależności od wielkości funduszu oraz jego strategii inwestycyjnej (Zasępa 2010: 22). Fundusze VC/PE są bardzo zróżnicowane pod względem formy własności, realizowanej strategii inwestycyjnej oraz wielkości kapitału, którym dysponu-

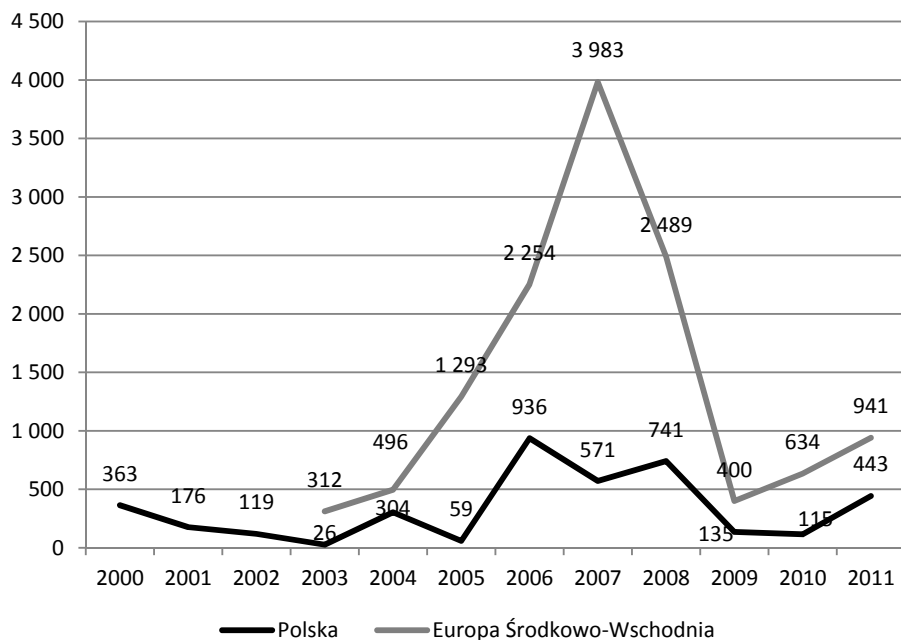
ją, co jest konsekwencją rozwoju rynku VC/PE, rosnącej konkurencji między poszczególnymi funduszami, ich specjalizacji, a także wzrostu skali działania (Przybylska-Kapuścińska, Mozalewski 2011: 46–48).

Fundusze VC/PE charakteryzują się określonym z góry cyklem inwestycyjnym, przy czym pierwszą jego fazą jest akwizycja kapitału, niezbędnego do dalszej działalności inwestycyjnej. Inwestorzy, którzy udostępniają swój kapitał na rynku VC/PE, kierują się różnymi motywami, preferencjami, napotykać różnego rodzaju ograniczenia, ponadto różnią się między sobą formą prawną czy zakresem działania (Zasępa 2010: 22). Historycznie na rynku VC/PE największymi inwestorami były osoby prywatne oraz stowarzyszenia i fundacje, które dysponowały dużą ilością środków finansowych i akceptowały wysoki poziom ryzyka. Od momentu rozpowszechnienia spółki komandytowej jako formy prawnej wykorzystywanej przy tworzeniu struktur funduszy VC/PE zaobserwowano wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych. Obecnie największą kapitał na rynku VC/PE udostępniają właśnie inwestorzy instytucjonalni. Traktują oni inwestycje na rynku kapitału wysokiego ryzyka jako inwestycje alternatywne, które powinny przynieść wysoką stopę zwrotu, a ich udział w całym portfelu inwestycyjnym jest niewielki, co pozwala na dywersyfikację jego ryzyka (Wrzesiński 2008: 97–98). Wśród inwestorów na rynku VC/PE można wyróżnić: banki, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe, przedsiębiorstwa, instytucje publiczne, instytuty naukowe, osoby prywatne oraz fundacje i stowarzyszenia.

W 2003 roku Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych zleciło badanie historyczne dotyczące sektora VC/PE w Polsce, z którego wynika, że w okresie od 1990 do 1994 roku fundusze pozyskały 697 mln EUR kapitału, w okresie 1995–1997 – 871 mln EUR kapitału, natomiast w latach 1998–1999 – aż 1 mld 577 mln EUR kapitału na inwestycje w Polsce i w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Wykres 1 przedstawia, jak zmieniała się na przestrzeni czasu wartość kapitału pozyskanego przez fundusze VC/PE w Polsce i w Europie Środkowo-Wschodniej. Z danych tam zamieszczonych wynika, że od 2000 roku fundusze w Polsce pozyskały prawie 4 mld EUR na inwestycje. Kapitał pozyskany przez fundusze VC/PE w Polsce stanowił stosunkowo dużą część kapitału pozyskanego w całym regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Od 2009 roku zauważalny jest wpływ kryzysu finansowego na rynek kapitału wysokiego ryzyka, w efekcie którego nastąpił pewien spadek akwizycji kapitału przez fundusze VC/PE.

Wykres 1. Akwizycja kapitału przez fundusze VC/PE w Polsce i w Europie Środkowo-Wschodniej² w latach 2000–2011 w mln EUR



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Central and Eastern Europe Statistics 2004–2011*; *EVCA Yearbook 2012*; *Rocznik/Yearbook 2002–2005*.

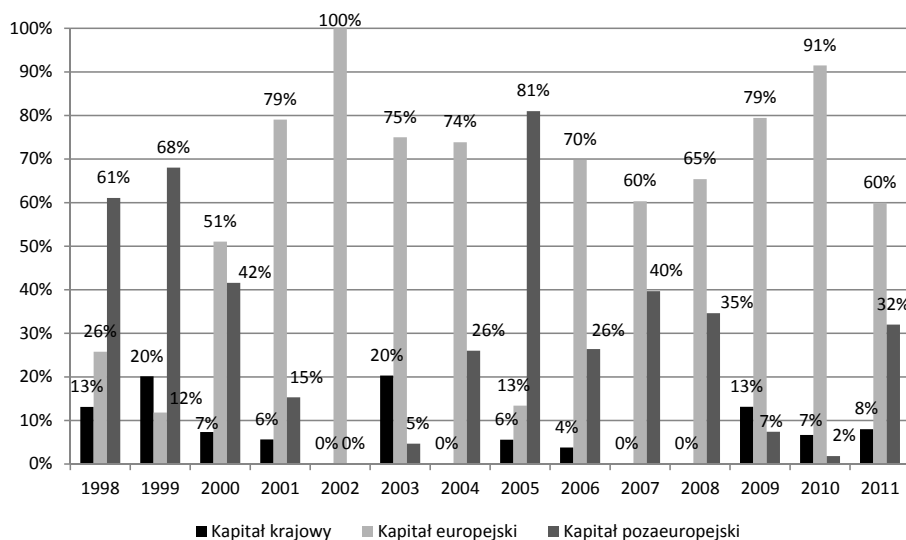
Na wykresie 2 została przedstawiona graficzna prezentacja źródeł pochodzenia kapitału pozyskanego przez fundusze VC/PE.

Biorąc pod uwagę geograficzne pochodzenie kapitału VC/PE, należy stwierdzić, że niewielki jest udział kapitału krajowego, co dowodzi, że rynek VC/PE w Polsce to rynek wciąż rozwijający się, a inwestorzy krajowi ciągle odczuwają awersję do wysokiego poziomu ryzyka związanego z inwestycjami tego typu. Stosunkowo wysoki udział pozyskanego kapitału stanowi kapitał europejski, świadczy to o zaufaniu europejskich inwestorów do polskiego rynku VC/PE. Bardzo niski udział kapitału pozaeuropejskiego w latach 2009–2010 analizy może być związany m.in. z wprowadzeniem w Stanach Zjednoczonych obostrzeń dotyczących inwestowania przez banki w fundusze *private equity*,

² Statystyki rynku VC/PE dla Europy Środkowo-Wschodniej są prowadzone od 2003 roku.

które zostały potraktowane na równi z funduszami hedgingowymi. Trudniej dostępne zatem stały się środki tamtejszych inwestorów.

Wykres 2. Źródła kapitału ze względu na pochodzenie geograficzne w Polsce w latach 1998–2011 w %



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Central and Eastern Europe Statistics 2004–2011*.

Analizując źródła pochodzenia kapitału w Polsce w latach 1999–2011, należy stwierdzić, że największymi dostarczycielami kapitału VC/PE były: fundusze funduszy (średnio 22%), banki (średnio 17%), fundusze emerytalne (średnio 12%), towarzystwa ubezpieczeniowe (średnio 10%) oraz agencje rządowe (średnio 10%). Inwestorzy korporacyjni oraz indywidualni uzyskali taki sam udział w pozyskanym przez fundusze kapitale (średnio 6%). Instytuty akademickie oraz rynek kapitałowy (z wyjątkiem 2011 roku) nie dostarczają funduszom VC/PE znaczącego kapitału w Polsce. Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK) jest polskim funduszem funduszy VC/PE. Jego działalność polega na inwestowaniu w fundusze VC/PE, które zasilają kapitałowo małe i średnie, innowacyjne, prowadzące działalność naukowo-badawczą przedsiębiorstwa. KFK został utworzony w 2005 roku. Funkcjonuje na podstawie Ustawy o Krajowym Funduszu Kapitałowym, a 100% jego akcji jest w posiadaniu Banku Gospodarstwa Krajowego (Ustawa o Krajowym Funduszu Kapitałowym 2005, art. 3).

Zmiany wprowadzone w Ustawie Prawo bankowe, jak również nowe uregulowania dotyczące funduszy emerytalnych (Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych) pozwoliły na zwiększenia maksymalnego zaangażowania kapitałowego na niepublicznym rynku akcji, w przypadku banków – do 40% kapitałów własnych, natomiast w przypadku funduszy emerytalnych – do 5% aktywów znajdujących się pod ich zarządzaniem (Ustawa Prawo bankowe 1997; Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych 1997). W krajach wysoko rozwiniętych Otwarte Fundusze Emerytalne mają mandat zaufania dotyczący alokacji zarządzanego kapitału, wprowadzone w Polsce ograniczenie zaangażowania w akcje spółek nienotowanych na publicznym rynku do 5% zarządzanych aktywów jest jednak dużo wyższe niż faktyczne zaangażowanie w krajach wysoko rozwiniętych. Problemem, który odczuwają OFE w Polsce, są regulacje dotyczące koncentracji kapitału, uniemożliwiające posiadanie więcej niż 10% kapitału jednego funduszu. W sytuacji braku zainteresowania innych inwestorów fundusz VC/PE musiałoby utworzyć 10 Otwartych Funduszy Emerytalnych, każdy z zaangażowaniem kapitałowym wynoszącym 10%. Ta regulacja znacznie utrudnia funkcjonowanie rynku kapitału wysokiego ryzyka w Polsce. Ponadto OFE są rozliczane z uzyskanej stopy zwrotu z portfela inwestycyjnego w krótkim czasie, co zmusza je do rezygnacji z inwestycji typu VC/PE, które przynoszą zyski w długim okresie. Wprowadzenie zmian w ustawie pozwoliłoby z pewnością na zwiększenie zaangażowania kapitałowego OFE na polskim rynku VC/PE (Wrzesiński 2008: 315–316).

2. INWESTOWANIE KAPITAŁU PRZEZ FUNDUSZE VC/PE

Strategia inwestycyjna funduszy kapitału wysokiego ryzyka jest ukierunkowana na osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu z inwestycji. Na stopę zwrotu z portfela inwestycyjnego funduszu najczęściej wpływa klika inwestycji o wysokiej stopie zwrotu z zaangażowanego kapitału. Fundusze VC/PE nie inwestują w przeciętne przedsiębiorstwa, ale takie, które mają potencjał osiągnięcia wysokiej dynamiki wzrostu wartości, mimo że inwestycje te są bardziej ryzykowne (Wrzesiński 2008: 112). Fundusze kierują się różnymi strategiami inwestycyjnymi.

Strategia specjalizacji jest strategią, która pozwala na osiągnięcie przewagi konkurencyjnej. Znajomość konkretnego sektora gospodarki, konkretnej fazy rozwoju przedsiębiorstwa lub też określonego obszaru geograficznego umoż-

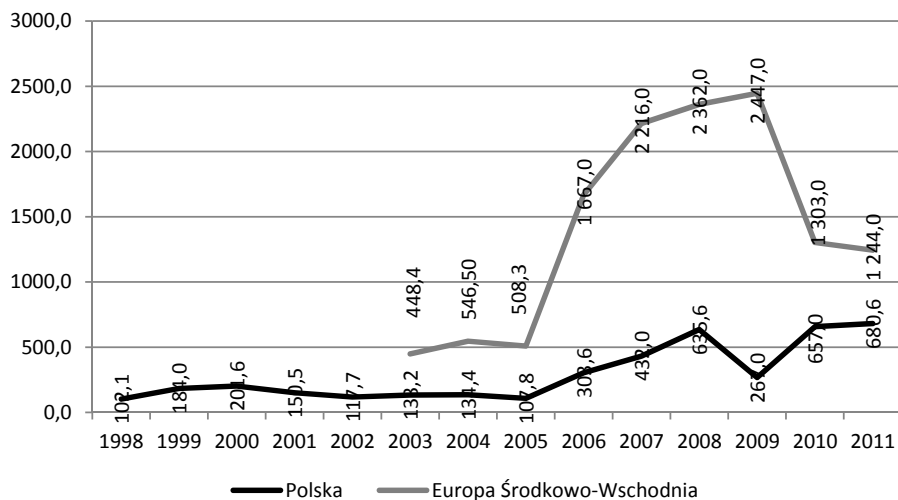
liwia bardziej precyzyjne selekcjonowanie, analizowanie, negocjowanie czy wreszcie monitorowanie inwestycji. Strategia specjalizacji ma istotny wpływ na jakość i efektywność współpracy między spółką portfelową a funduszem VC/PE. Fundusze kierujące się nią osiągają dużą przewagę przy pozyskiwaniu i wstępnej selekcji inwestycji (Zasępa 2010: 21).

Fundusze VC/PE mogą przyjąć również strategię dywersyfikacji portfela przez inwestowanie w wiele spółek portfelowych, minimalizując przy tym całkowite ryzyko przez zredukowanie wpływu ryzyka specyficznego każdej ze spółek (Sobańska, Sieradzan 2004: 167). Strategia dywersyfikacji portfela jest strategią kosztowną, ponieważ wymaga poniesienia wyższych kosztów analiz, inwestycji, monitoringu oraz wyjścia z inwestycji, co wynika z liczby spółek w portfelu (Wrzeński 2008: 113–114).

Fundusze VC/PE często kierują się strategią specjalizacji, inwestując w konkretne fazy rozwoju przedsiębiorstwa. Inwestycje we wcześniejsze fazy cyklu życia przedsiębiorstwa niosą ze sobą większe ryzyko, ale i większy potencjał zysku. Inwestorzy, których cechuje awersja do ryzyka, inwestują w późniejsze etapy rozwoju przedsiębiorstwa (Sobańska, Sieradzan 2004: 167). Właściwa selekcja przedsiębiorstwa portfelowego to fundamentalny problem dla funduszu VC/PE. Niewielka część przedsiębiorstw stanowi inwestycję o wymaganej, wysokiej stopie zwrotu i charakteryzuje się odpowiednim potencjałem wzrostu wartości (Wrzeński 2008: 114). Fundusze najczęściej przyjmują postawę aktywnego inwestora, który szeroko monitoruje rynek przedsiębiorstw, aby dokonać właściwego wyboru spółki portfelowej. Analizuje informacje prasowe, radiowe, telewizyjne, uczestniczy w konferencjach, targach, seminariach (Tamowicz 1995: 51).

Inwestycje funduszy VC/PE rozwijały się bardzo dynamicznie, od kiedy pojawiły się na polskim rynku kapitałowym w 1990 roku. W latach 1990–1994 fundusze VC/PE zainwestowały w Polsce i w Europie Środkowo-Wschodniej 683 mln EUR, z czego 82% stanowił kapitał zainwestowany w Polsce, natomiast w okresie 1995–1997 fundusze te zainwestowały 427 mln EUR, w tym 71% w Polsce. Na wykresie 3 została zaprezentowana wartość inwestycji funduszy VC/PE w Polsce oraz, dla porównania, w Europie Środkowo-Wschodniej.

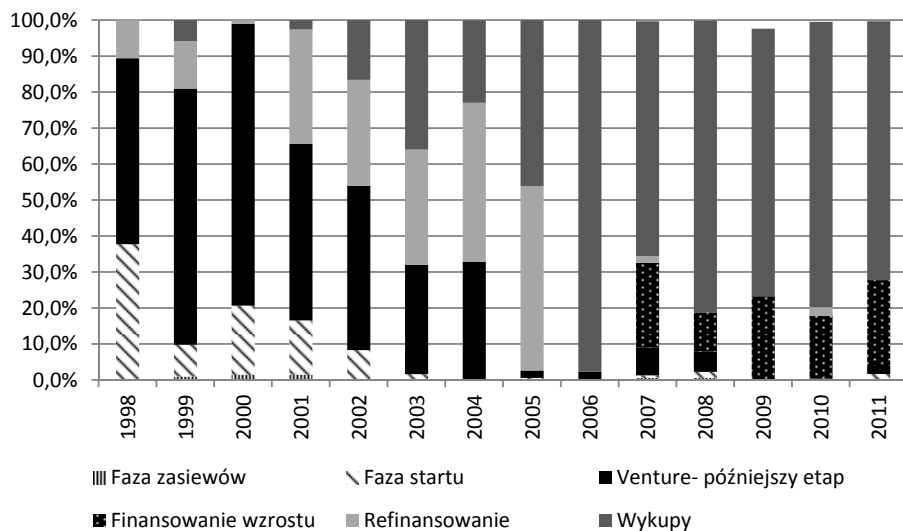
Wykres 3. Inwestycje funduszy VC/PE w Polsce i w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 1998–2011 w mln EUR



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Central and Eastern Europe Statistics 2004–2011*; *EVCA Yearbook 2012*; *Rocznik/Yearbook 2002–2005*.

W okresie 1998–2011 fundusze VC/PE zainwestowały w Polsce ponad 4 mld EUR. W 2009 roku zauważalny był spadek inwestycji VC/PE, co można uznać za konsekwencję kryzysu finansowego. Warto podkreślić, że w Polsce od 2010 roku obserwuje się dodatnią dynamikę zmian wysokości inwestowanego kapitału, natomiast w całej Europie Środkowo-Wschodniej nadal utrzymuje się ujemna dynamika. Polska jest ważnym odbiorcą inwestycji kapitału wysokiego ryzyka w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Warto również zwrócić uwagę, że od 2008 roku inwestycje realizowane przez fundusze w Polsce stanowią ponad 1% ogółu inwestycji realizowanych w całej Europie i następuje korzystna tendencja wzrostowa. Zgodnie z rankingiem najbardziej atrakcyjnych inwestycyjnie krajów dla funduszy VC/PE, opracowanym w 2011 roku, Polska zajęła 36. miejsce w zestawieniu dla 80 krajów świata oraz 1. miejsce w Europie Środkowo-Wschodniej (Groh i in. 2011).

Wykres 4. Inwestycje funduszy VC/PE z podziałem na fazy inwestycji w Polsce w latach 1998–2011w %



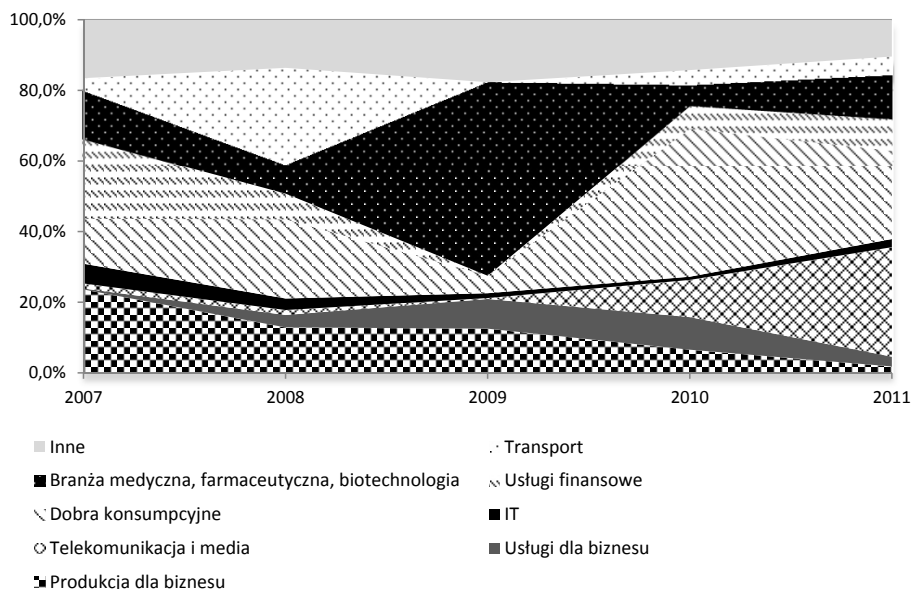
Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Central and Eastern Europe Statistics 2004–2011*; *EVCA Yearbook 2012*; *Rocznik/Yearbook 2002–2005*.

Analizując zmiany inwestycji z podziałem na fazy inwestycyjne w okresie 1998–2011, możemy zauważyć, że do 2004 roku zrealizowano dużo inwestycji *venture capital*³, czyli inwestycji we wczesnych fazach rozwoju przedsiębiorstwa, sięgających łącznie nawet 200 mln EUR w 2000 roku. Natomiast od 2005 roku dynamicznie zaczęła wzrastać wartość inwestycji w późniejszych etapach rozwoju przedsiębiorstwa, szczególnie wykupów, co świadczy o rozwoju rynku VC/PE. Największe wartości wykupów – ponad 500 mln EUR odnotowano w latach 2008 i 2010, kiedy realizowane przez fundusze inwestycje ogółem również osiągnęły rekordowe wartości. W początkowych latach analizy inwestycje *venture capital* sięgały nawet 99% ogółu inwestycji. Od 2000 roku ich udział systematycznie malał, z 99% w 2000 do 0,6% w 2007 roku. Tej tendencji towarzyszyła odwrotna tendencja – wzrost udziału inwestycji w późniejszych etapach rozwoju przedsiębiorstwa, w tym w szczególności wykupów, które w 2006 roku stanowiły prawie 98% ogółu inwestycji. Do końca omawianego okresu udział wykupów w ogóle inwestycji utrzymywał się na bardzo wyso-

³ Inwestycje *venture capital* obejmują inwestycje w fazy: zasiewów, startu oraz fazę *venture* – późniejszy etap.

kim poziomie, sięgającym ponad 70%. Natomiast ten niewielki spadek udziału wykupów nastąpił na rzecz zwiększenia udziału fazy finansowania wzrostu, która uzyskała udział w inwestycjach ogółem w 2007 i 2009 roku wynoszący 23%. Warto również zwrócić uwagę na bardzo niski udział inwestycji w fazie zasiewów, a od 2004 roku także w fazie startu. Niski poziom inwestycji we wczesnych fazach rozwoju przedsiębiorstwa może wynikać z wysokiego poziomu ryzyka tych inwestycji.

Wykres 5. Inwestycje funduszy VC/PE
według wybranych branż gospodarki w Polsce w latach 2007–2011 w %



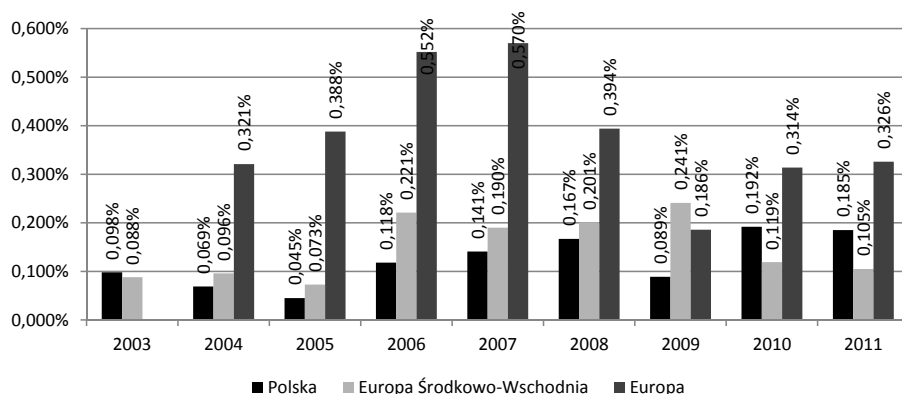
Źródło: opracowanie własne na podstawie *Central and Eastern Europe Statistics 2004–2011*.

W latach 2007–2011 w Polsce inwestycje typu VC/PE miały największy udział w takich branżach, jak: dobra konsumpcyjne – produkcja i dystrybucja oraz w branżach medycznej, farmaceutycznej i biotechnologii, i wyniósł średnio ponad 19%. Kierując się średnim udziałem inwestycji w danej branży w ogóle zrealizowanych inwestycji, wysoki udział odnotowano również w branżach: produkcja dla biznesu, usługi finansowe, telekomunikacja i media oraz transport.

Analizując inwestycje funduszy VC/PE według wybranych branż gospodarki, możemy także zauważyć wzrost udziału branży usługi dla biznesu w latach 2007–2010, któremu towarzyszy spadek dla branży IT. W roku 2011 ta nega-

tywna tendencja odwróciła się. Niekorzystna zmiana, jaka nastąpiła w latach 2007–2010, dotyczy inwestycji w wysokie technologie, które osiągnęły marginalny udział w ogóle inwestycji. W okresie 2000–2004 inwestycje w tej branży rozwijały się bardzo dynamicznie.

Wykres 6. Inwestycje funduszy VC/PE jako % PKB w Polsce, Europie Środkowo-Wschodniej i w całej Europie w latach 2003–2011



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Central and Eastern Europe Statistics 2004–2011*.

Warto zauważyć, że mimo wysokiego udziału inwestycji typu VC/PE w Polsce w ogóle zrealizowanych inwestycji w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, sięgającego nawet 51% w 2010 roku, inwestycje realizowane w Polsce mają niższy udział w PKB w porównaniu do całej Europy Środkowo-Wschodniej (z wyjątkiem 2010 i 2011 roku). Z kolei inwestycje regionu Europy Środkowo-Wschodniej kształtowały się w stosunku do PKB na niższym poziomie niż w całej Europie. W 2010 roku Polska zajęła 14. miejsce w Europie i 2. miejsce w Europie Środkowo-Wschodniej pod względem wartości wskaźnika udziału inwestycji VC/PE w PKB.

3. DEZINWESTYCJE PRZEPROWADZONE PRZEZ FUNDUSZ VC/PE

Przeprowadzenie wyjścia z inwestycji jest elementem każdej transakcji VC/PE, co wiąże się z cyklem inwestycyjnym kapitału wysokiego ryzyka. Dezinwestycja pozwala funduszom VC/PE na zrealizowanie zysku z inwestycji, natomiast

inwestorom udostępniającym środki – na odzyskanie zaangażowanego kapitału powiększonego o zysk kapitałowy (Tamowicz 1995: 56).

Paradoksalnie wyjście z inwestycji jest najtrudniejszym i najważniejszym etapem cyklu inwestycyjnego funduszy VC/PE. Rzeczywista sprzedaż akcji (udziałów) przedsiębiorstwa portfelowego będzie momentem jego weryfikacji rynkowej. Ponadto wyjścia z inwestycji stanowią dla funduszy proces niepewny, niestabilny, trudny do przewidzenia (Tamowicz 2004: 47).

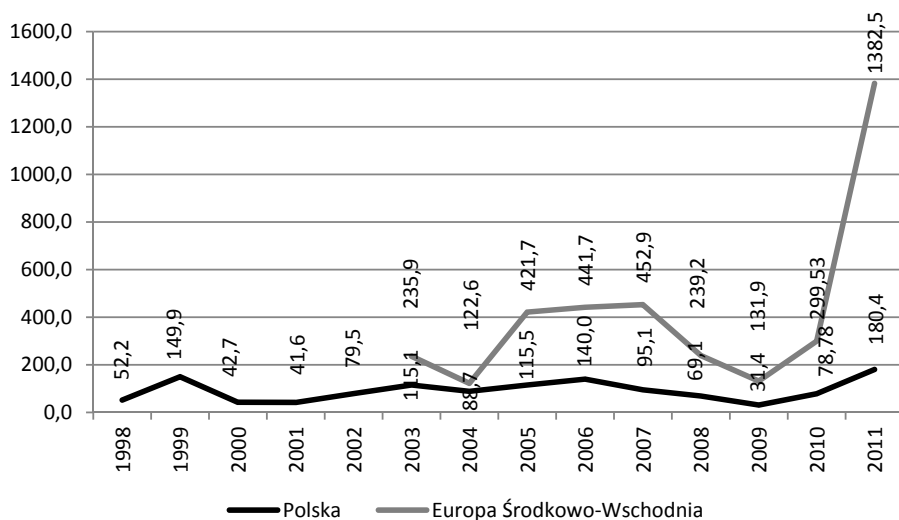
Stopa zwrotu z inwestycji po zrealizowanym wyjściu będzie miała wpływ na dalsze możliwości pozyskiwania kapitału przez fundusz, a także na możliwości akwizycji kapitału na całym rynku VC/PE. Od stopy zwrotu z inwestycji jest również uzależnione wynagrodzenie zarządzających funduszami (Sobańska, Sieradzan 2004: 113). Fundusze VC/PE dysponują wieloma możliwościami przeprowadzenia dezinwestycji, z których można wyróżnić: sprzedaż akcji w obrocie publicznym, sprzedaż inwestorowi branżowemu lub strategicznemu, sprzedaż innemu funduszowi VC/PE lub inwestorowi finansowemu, wykup menadżerski przez zarządzających spółką (MBO), wykup przez menadżerów spoza spółki (MBI), wykup wspomagany, dokonywany przy udziale kapitału obcego (LBO), odkupienie udziałów (akcji) przez dotychczasowych właścicieli lub przez spółkę, likwidację. Wybór odpowiedniego sposobu wyjścia z inwestycji jest również uzależniony od: sytuacji spółki portfelowej, sektora, w którym funkcjonuje, bieżącej sytuacji na rynku kapitałowym, a także od zainteresowania inwestorów (Przybylska-Kapuścińska, Mozalewski 2011: 153).

Fundusze VC/PE w Polsce mogą przeprowadzać dezinwestycje przez wprowadzenie spółki na Giełdę Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie. Aby akcje spółki znalazły się w obrocie giełdowym GPW, spółka musi spełnić wiele warunków (Regulamin GPW⁴). Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA jest jedną z najszybciej rozwijających się giełd w Europie, a także największą giełdą krajową w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Realizuje strategię rozwoju, która ma na celu wzmocnienie atrakcyjności i konkurencyjności polskiego rynku oraz uczynienie z Warszawy centrum finansowego w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Obecnie GPW jest liczącym się europejskim rynkiem kapitałowym i liderem w Europie Środkowo-Wschodniej. Wykorzystuje potencjał rozwojowy polskiej gospodarki, jak również dynamizm polskiego rynku kapitałowego.

⁴ www.gpw.pl/regulacje_prawne.

Ostatni analizowany etap cyklu inwestycyjnego funduszy VC/PE stanowią wyjścia z inwestycji przeprowadzone w Polsce. Od 2000 do 2011 roku fundusze VC/PE przeprowadziły dezinwestycje o wartości ponad 1 mld EUR według wartości początkowej inwestycji. Analizując wykres 7, możemy zauważyć, że stosunkowo duża część dezinwestycji w Europie Środkowo-Wschodniej została przeprowadzona w Polsce z wyjątkiem 2011 roku.

Wykres 7. Dezinwestycje przeprowadzone przez fundusze VC/PE w Polsce i w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 1998–2011 w mln EUR



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Central and Eastern Europe Statistics 2004–2011*; *EVCA Yearbook 2012*; *Rocznik/Yearbook 2002–2005*.

Na rynku wyjść z inwestycji widoczne są jego załamania spowodowane kryzysem internetowym oraz kryzysem finansowym. Najwyższą ujemną dynamikę zmian na rynku dezinwestycji zaobserwowano w 2000 roku (–72%), kolejną natomiast w 2009 roku (–55%) – obie zostały wywołane kryzysami w globalnej gospodarce. W 2009 roku wartość przeprowadzonych dezinwestycji wyniosła jedynie 31 mln EUR. Ujemna dynamika zmian, spowodowana obecnym kryzysem finansowym, trwała aż 3 lata na rynku dezinwestycji w Polsce, ale już w 2010 roku wartość przeprowadzonych dezinwestycji wzrosła ponad 2,5-krotnie w stosunku do roku 2009.

Rynek dezinwestycji jest wrażliwy na zakłócenia występujące na rynkach finansowych, ponieważ istotną metodą wyjścia z inwestycji jest sprzedaż udziałów przez Giełdę Papierów Wartościowych. Skutki kryzysu finansowego są zauważalne na rynku dezinwestycji w Polsce.

Biorąc pod uwagę średni procentowy udział poszczególnych rodzajów dezinwestycji VC/PE w ogóle przeprowadzonych wyjść z inwestycji w Polsce w latach 1998–2011, można zauważyć, że największy udział miała sprzedaż inwestorowi strategicznemu – średnio 35%, na drugim miejscu znalazła się sprzedaż przez Giełdę Papierów Wartościowych (IPO) – średnio 19%, na kolejnym miejscu znalazła się sprzedaż innemu funduszowi ze średnim udziałem wynoszącym 10%.

W 2001 roku znowelizowana Ustawa o funduszach inwestycyjnych umożliwiła tworzenie transparentnych struktur podatkowych, czyli form prawnych, które pozwalają na uniknięcie podwójnego opodatkowania zysku kapitałowego ze sprzedaży spółek portfelowych oraz zysku ze sprzedaży akcji funduszu VC/PE przez właścicieli spółki. Brak uregulowań w zakresie podwójnego opodatkowania skutkowało nieefektywnością podatkową polskich funduszy i przenoszeniem prowadzenia działalności do tzw. rajów podatkowych. Nowelizacja Ustawy o funduszach inwestycyjnych umożliwiła tworzenie specjalistycznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych (SFIZ), pozwalających na transparentność podatkową, dzięki której eliminowany jest problem podwójnego opodatkowania. Ponadto nowelizacja zliberalizowała proces tworzenia portfela inwestycyjnego przez SFIZ, dając funduszom możliwość nabywania udziałów (akcji) przedsiębiorstw portfelowych nienotowanych na rynku publicznym.

■■■ ZAKOŃCZENIE

Początki rozwoju rynku VC/PE sięgają 1990 roku i wiążą się z inicjatywami podjętymi głównie przez zagraniczne rządy. W połowie lat 90. nastąpił wzrost zainteresowania inwestorów ściśle komercyjnych, co wiązało się z coraz większą wiarygodnością Polski na arenie międzynarodowej. W tym okresie kształtowały się duże, komercyjne fundusze VC/PE, a także bankowy segment rynku VC/PE. Koniec lat 90. przyniósł duże zainteresowanie funduszy VC/PE inwestycjami w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

Rynek kapitału wysokiego ryzyka w Polsce rozwija się bardzo dynamicznie. Fundusze VC/PE dysponują ogromnymi nadwyżkami kapitału pozyskanymi we wcześniejszych latach. Stosunkowo wysoki udział tego kapitału pocho-

dzi od inwestorów europejskich, co świadczy o ich zaufaniu do polskiego rynku VC/PE. Polska staje się ważnym odbiorcą inwestycji w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Można zaobserwować wzrost znaczenia inwestycji realizowanych w Polsce wobec ogółu inwestycji przeprowadzonych przez europejskie fundusze VC/PE, co wskazuje na wysoką atrakcyjność inwestycyjną naszego kraju. Efektywnemu przeprowadzaniu procesu dezinvestycji sprzyja ponadto dynamiczny rozwój i wysoka aktywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Szansą dla dalszego rozwoju inwestycji VC/PE w Polsce jest działalność Krajowego Funduszu Kapitałowego, który udziela wsparcia finansowego funduszom VC/PE inwestującym w młodych, innowacyjnych, małych i średnich przedsiębiorstwach, ograniczając tym samym istniejącą lukę kapitałową.

Działalność inwestycyjna funduszy VC/PE ma duże znaczenie dla rozwoju polskiej gospodarki ze względu na wsparcie finansowania innowacji, co wpływa na wzrost gospodarczy, a także na elastyczność i efektywność gospodarki. Dzięki wprowadzeniu na rynek innowacji fundusze przyczyniają się nie tylko do wzrostu, ale również do rozwoju gospodarczego. Inwestowanie kapitału przez fundusze VC/PE pozwala też wypełnić lukę kapitałową w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw, które chcą wprowadzić nowatorskie rozwiązania technologiczne czy organizacyjne. Kapitał VC/PE jest często jedynym źródłem finansowania dla innowacyjnych przedsiębiorstw z uwagi na brak zainteresowania banków i niedostatek kapitału własnego. Podkreśla się także znaczenie inwestycji typu VC/PE dla spadku bezrobocia oraz wzrostu kwalifikacji i motywacji menadżerów i pracowników przedsiębiorstw, które korzystają z finansowania funduszy. Przedsiębiorstwa korzystające z finansowania funduszy są liderami pod względem ponoszonych wydatków na badania i rozwój. Fundusze VC/PE mają zatem duży wpływ na przyspieszenie postępu technologicznego, można powiedzieć, że są jego katalizatorem.

Fundusze VC/PE mają wysoki wkład w rozwój gospodarek krajów rozwiniętych, a także ich rynków kapitałowych. Pozwoliły na uzyskanie przewagi konkurencyjnej i na wzrost poziomu innowacyjności tych gospodarek. Skutecznie pobudzają wzrost gospodarczy oraz rozwój eksportu. Fundusze VC/PE mają szerokie perspektywy rozwoju na polskim rynku kapitałowym. Daje to szansę polskiej gospodarce na uzyskanie wielu korzyści, które już stały się udziałem gospodarek krajów rozwiniętych, a mianowicie wzrost przedsiębiorczości, efektywności alokacji zasobów, innowacyjności, a także wzrost gospodarczy.

LITERATURA

- Central and Eastern Europe Statistics* (2004–2011), EVCA.
- EVCA Yearbook* (2012), EVCA.
- Golawska-Witkowska G., Rzeczycka A., Zalewski H. (2006), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza BRANTA, Bydgoszcz.
- Groh A., Liechtenstein H., Lieser K. (2011), *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2011 annual*, opracowanie Uniwersytetu Nawarry i firmy doradczej Ernst & Young.
- Gryko J. M. (2006), *Asymetria informacji i konflikty agencji w kontraktach z funduszami venture capital*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa*, P. Karpuś (red.), Wydawnictwo UMCS, Lublin.
- Mikołajczyk B., Krawczyk M. (2007), *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa.
- Przybylska-Kapuścińska W., Mozalewski M. (2011), *Kapitał wysokiego ryzyka*, PWE, Warszawa.
- Rocznik/Yearbook* (2002–2005), Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych.
- Sikorski M. (2008), *Fundusze wysokiego ryzyka – venture capital jako źródło finansowania małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] *Czynniki wspierające rozwój MSP w Polsce*, G. Michalczuk, I. Przychocka, J. Sikorski (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok.
- Sobańska K., Sieradzan P. (2004), *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa.
- Świdarska J. (2006), *Wpływ inwestycji venture capital na rozwój gospodarczy w Europie*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa*, P. Karpuś (red.), Wydawnictwo UMCS, Lublin.
- Świdarska J. (2008), *Quasi-fundusze venture capital. Publiczne wsparcie innowacyjnych MSP*, Difin, Warszawa.
- Tamowicz P. (1995), *Fundusze inwestycyjne typu venture capital. Narodziny i rozwój. Warunki rozwoju venture capital w Polsce*, Wydawnictwo Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
- Tamowicz P. (2004), *Venture capital – kapitał na start*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Gdańsk.
- Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym (Dz.U. z 2005 r., nr 57, poz. 491 ze zm.).
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2004 r., nr 159, poz. 1667 ze zm.).
- Ustawa z dnia 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2000 r., nr 114, poz. 1192).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 1997 r., nr 140, poz. 939 ze zm.).
- Węclawski J. (1997), *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa.

- Włodarska-Zoła L. (2005), *Charakterystyka procesu realizacji inwestycji kapitałowych przez fundusze typu private equity i venture capital*, [w:] *Finanse – wybrane zagadnienia*, W. Luciński (red.), Wydawnictwo Wyższej Szkoły Humanistyczno-Ekonomicznej w Łodzi, Łódź.
- Wrzesiński M. (2008), *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Zasępa P. (2010), *Venture capital – sposoby dezinwestycji*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.

