

## **Wybrane elementy funkcjonowania rynku funduszy venture capital w latach 2009–2012 w Polsce**

### **Wstęp**

Warunkiem *sine qua non* efektywnego funkcjonowania przedsiębiorstw na rynku jest posiadanie zaplecza kapitałowego odpowiadającego jego potrzebom i specyfice rynku. Nie zawsze korzystanie z bankowych źródeł finansowania jest intratne dla podmiotów, a różnorodność celów przedsiębiorstwa generuje nieustanną potrzebę kapitałową na różnych etapach jego rozwoju. Zatem naturalne jest szukanie innych źródeł wsparcia kapitałowego, w tym wykorzystując fundusze *venture capital* (VC). Obok samego kapitału, fundusze oferują także alternatywne korzyści, takie jak: doradztwo, pomoc w zarządzaniu czy w nawiązywaniu kontaktów biznesowych.

Celem artykułu jest przedstawienie kluczowych elementów rynku *venture capital* w okresie od 2009 do 2012 roku w Polsce. Jeżeli dobrze rozwinięty rynek funduszy kapitału wysokiego ryzyka sprzyja rozwojowi sektorów kapitałochłonnych, które bezpośrednio oddziałują na stan innowacyjności polskiej gospodarki to należy się spodziewać zwiększenia zainteresowania funduszy strategicznymi branżami, którymi są: technologie informacyjne i telekomunikacja, biotechnologia oraz usługi dla biznesu. Istnienie i rozwój przedsiębiorstw z rzeczonych branż wymaga bezwzględnego dostępu do zewnętrznego finansowania. Praca napisana została na podstawie literatury przedmiotu, źródła internetowego podejmującego tematykę rynku funduszy wysokiego ryzyka oraz szeregu materiałów pochodzących z licznych konferencji. Przy przygotowywaniu artykułu bazowano na badaniach wtórnych źródeł obcojęzycznych, do których należy raport Europejskiego Stowarzyszenia Venture Capital (EVCA).

## 1. Pojęcie *venture capital* oraz różnice pomiędzy *venture capital* a *private equity*

Trudności nastęrcza ściśle ustalenie punktu będącego początkiem funkcjonowania rynku *venture capital*. Bez wątpienia zjawisko finansowania ryzykownych przedsięwzięć, spodziewawszy się ponadprzeciętnych zysków z inwestycji, nie było obce nawet w starożytności. Świadomość aksjomatu dowodzącego, że każda jednostka zainwestowanego kapitału rodzi kolejną oraz pierwiastek przedsiębiorczości skłaniał do poszukiwania zewnętrznych źródeł kapitału. Rynek funduszy wysokiego ryzyka ewoluował przed kilkanaście lat, aby doczekać się jego instytucjonalizacji i określenia formy prawnej<sup>1</sup>. Tymczasem *venture capital* według definicji European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), określa się jako inwestycję kapitałową dokonywaną w fazie rozpoczęcia działalności przez przedsiębiorstwo, we wczesnej fazie jego rozwoju oraz jego ekspansji<sup>2</sup>.

Istnieją przesłanki do tego, aby utożsamiać pojęcia *private equity* (PE) i *venture capital*, toteż często stosuje się zamiennie. Należy jednak zwrócić uwagę na różnice pomiędzy inwestycjami typu PE a VC. Rynek funduszy *venture capital* jest elementem *private equity*.

Konstrukcja funduszy *private equity* zakłada występowanie następujących elementów:

- *venture capital* – inwestycje w początkowych etapach rozwoju,
- *buy out capital* – asygnowanie wykupów menedżerskich,
- *mezzaninie capital* – kapitał dłużny o zwiększonym ryzyku<sup>3</sup>,
- fundusze nieruchomości<sup>4</sup>.

Teoria przedsiębiorstw akcentuje, że najwcześniejszy okres rozwoju przedsiębiorstwa pociąga za sobą najwyższy poziom ryzyka, ale jednocześnie oferuje najwyższą stopę zwrotu<sup>5</sup>.

Fundusze typu *private equity* dopuszczają możliwość inwestowania również w spółki z dużym doświadczeniem i długookresową obecnością na rynku, dlate-

---

<sup>1</sup> J. Węclawski, *Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 11.

<sup>2</sup> [www.venture-capital.info.pl/definicja\\_venture\\_capital.html](http://www.venture-capital.info.pl/definicja_venture_capital.html) [dostęp: 24.11.2014].

<sup>3</sup> [www.evca.eu/media/199202/2013-pan-european-private-equity-performance-benchmarks-study-evca-thomson-reuters-final-version.pdf](http://www.evca.eu/media/199202/2013-pan-european-private-equity-performance-benchmarks-study-evca-thomson-reuters-final-version.pdf) [dostęp: 1.12.2014].

<sup>4</sup> P. Zasepa, *Zarządzanie ryzykiem portfela przez fundusze venture capital oraz private equity*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2013, s.13.

<sup>5</sup> J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 110.

go są obarczone mniejszym ryzykiem niż fundusze *venture capital*, w których inwestowanie odbywa się w początkowym etapie rozwoju działalności<sup>6</sup>.

Dynamiczny rozwój rynku *venture capital* zaobserwowano w Stanach Zjednoczonych w latach 40. i 50. XX w. Stymulantą tego zjawiska były wojny o globalnym zasięgu czyniące Stany Zjednoczone pionierem w przemyśle zbrojeniowym wykorzystującym najnowsze osiągnięcia technologiczne. W związku z rosnącym popytem napędzanym wyścigiem zbrojeń pomiędzy mocarstwami pojawiły się przedsiębiorstwa z pewnymi koncepcjami, ale bez kapitału. Odpowiedzią na powstałą potrzebę były fundusze *venture capital*, które po pierwsze, gwarantowały środki pieniężne, po drugie, dysponowały wsparciem merytorycznym w kwestii zarządzania<sup>7</sup>.

Fundusze VC jawią się jako alternatywa dla tradycyjnych form finansowania, takich jak kredyt bankowy. Jednak sam kapitał nie stanowi gwarancji sukcesu rynkowego; potrzeba odpowiedniej organizacji i zarządzania firmą przez ekspertów, co oferuje rynek funduszy kapitału podwyższonego ryzyka. Kombinacja odpowiedniej ilości kapitału i profesjonalnego managementu jest kluczem do sukcesu na światową skalę. Dowód stanowią przykłady firm, w których *venture capital* odegrał zasadniczą rolę: Stomil Sanok, Euronet, Hoop, Travelplanet, Compu-terland, Google czy Hewlett Packard<sup>8</sup>.

Kluczowym czynnikiem charakteryzującym rynek *venture capital* jest wysokie ryzyko związane z przedsięwzięciem anagażującym środki pieniężne. Jednocześnie elementem rekompensującym rzeczony ryzyko jest oczekiwanie ponadprzeciętnych zysków. Typowy proces finansowania za pomocą *venture capital* obejmuje okres od 6 do 10 lat, z uwagi czas potrzebny na rozwój przedsiębiorstwa. Cechą charakterystyczną jest sposób dokonywania inwestycji na zasadzie nabycia udziałów. Dezinwestycja następuje najczęściej poprzez wprowadzenie przedsiębiorstwa na giełdę lub poprzez odsprzedaż udziałów. Podmiot użyczający kapitału ma na względzie osiągnięcie jednorazowego zysku, zatem zabiega o szybki wzrost wartości udziałów, co stanowi egzemplifikację charakteru VC jako kapitału narażonego na ryzyko.

## 2. Stan rynku *venture capital* w Polsce

Kondycja rynku funduszy wysokiego ryzyka w Polsce jest efektem ewolucji polskiej gospodarki, autogenicznej i swoistej dla każdego narodu. Istotnym etapem mającym realny wpływ na bieżące procesy ekonomiczne była niewątpliwie

---

<sup>6</sup> K. Sobańska-Helman, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2013, s. 12–13.

<sup>7</sup> Kornasiewicz A., *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 45.

<sup>8</sup> <http://www.parp.gov.pl/index/more/242> [dostęp: 30.11.2014].

transformacja ustrojowa zapoczątkowana szeregiem reform w latach 80. XX w. Dopiero przejście z gospodarki centralnie planowanej na gospodarkę wolnorynkową umożliwiło budowanie rynku kapitałowego, którego odnogę stanowił rynek funduszy *venture capital*<sup>9</sup>. W następnej kolejności nastąpiło włączenie Polski w strukturę Unii Europejskiej, co otworzyło kraj na absorpcję zagranicznego kapitału. Naturalną przyczynę rozwoju rynku *venture capital* stanowiła fala bezpośrednich inwestycji zagranicznych, a także ekspansywny rozkwit giełdy papierów wartościowych w Warszawie<sup>10</sup>.

Rynek *venture capital* stanowi ważny element całego rynku kapitałowego, będąc jednocześnie zapleczem rynku publicznego. Istotne pozostaje zagwarantowanie odpowiednich środków dla funduszy przez krajowe instytucje finansowe takie jak banki, fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe. Publiczny rynek kapitałowy toruje drogę wychodzenia funduszy *venture capital* ze swoich inwestycji. Odpowiednio duży i płynny rynek pozwalający na skuteczną sprzedaż przedsiębiorstw daje impuls do powstania kolejnych.

Aktywność funduszy *venture capital* w Polsce w dużej mierze uzależniona jest zmian sytuacji makroekonomicznej, a także od strategii instytucji finansowych oferujących środki pieniężne. Od momentu transformacji polskiej gospodarki w Polsce zaczęła zwiększać się liczba instytucji oferujących kapitał podwyższonego ryzyka. Silny rynek kapitałowy przekłada się na zwiększenie efektywności przedsiębiorstw, zamiany oszczędności w innowacyjne projekty. Także dzięki wzrostowi przejrzystości źródeł finansowania dochodzi do zmniejszenia się kosztu kapitału co sprzyja wdrażaniu innowacji w przedsiębiorstwach<sup>11</sup>.

Według rankingu atrakcyjności państw pod względem działalności funduszy *venture capital* z 2013 r. Polska uplasowała się na 28. pozycji na 118 krajów, wyprzedzając m.in. Czechy, Słowację, Słowenię, Litwę, Rosję, Grecję czy Włochy. Autorzy badań<sup>12</sup> brali pod uwagę takie czynniki, jak: stopień zaawansowania rynku kapitałowego, system opodatkowania, czy liczbę przedsiębiorstw<sup>13</sup>. Obecny kształt polski rynek funduszy *venture capital* zawdzięcza w dużej mierze posiadaniu nowoczesnej infrastruktury niezbędnej podczas przeprowadzania transakcji, na którą składają się:

---

<sup>9</sup> A. Dmowski, D. Prokopowicz, *Rynki finansowe*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2010, s. 31–32.

<sup>10</sup> *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polańsko, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 318.

<sup>11</sup> *Strategia rozwoju rynku kapitałowego Agenda Warsaw City 20*, [www.mir.gov.pl/rozwoj\\_regionalny/poziom\\_krajowy/polska\\_polityka\\_przestrzenna/zespol\\_realizacyjny\\_KPZK/Documents/3fb5dced43b6422fad4907a6f45f2c1dStrategiarozwojurynkukapitaowegoAgendaWarsawCity20.pdf](http://www.mir.gov.pl/rozwoj_regionalny/poziom_krajowy/polska_polityka_przestrzenna/zespol_realizacyjny_KPZK/Documents/3fb5dced43b6422fad4907a6f45f2c1dStrategiarozwojurynkukapitaowegoAgendaWarsawCity20.pdf) [dostęp: 14.04.2015].

<sup>12</sup> Raport został sporządzony przez naukowców z EMLYON Business School, IESE Business School w Barcelonie oraz firmę Ernst and Young. *The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index – 2013 Annual*.

<sup>13</sup> [blog.iese.edu/vcpeindex/files/2013/08/VCPE-Index-2013-Annual-HD.pdf](http://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2013/08/VCPE-Index-2013-Annual-HD.pdf) [dostęp: 01.12.2014].

- dynamiczny wzrost gospodarczy,
- dojrzały rynek kapitałowy,
- nowoczesny system bankowy<sup>14</sup>,
- wiedza na temat sposobu działania *venture capital*,
- doświadczenie polskich menedżerów,
- wzrost liczby doradców zarówno w zakresie zagadnień podatkowych, jak i prawnych,
- próby upraszczania rozwiązań podatkowych w ramach obowiązującego systemu<sup>15</sup>.

Polski rynek funduszy wysokiego ryzyka charakteryzuje się dość stabilną pozycją na tle krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Liczba firm zarządzających funduszami *private equity* w 2013 r. wyniosła 34, w tym 17 podmiotów zajmowało się wyłącznie funduszami *venture capital*. Łączna wartość środków, którymi zarządzały fundusze *venture capital* w 2013 r. wynosiła 547 mln EUR, a w przeciągu badanego okresu począwszy od 2009 do 2012 r. była to kwota rzędu 2 mld EUR<sup>16</sup>.

### 3. Analiza rynku funduszy *venture capital* w latach 2009–2012 w Polsce

Swoistość rynku *venture capital* oddaje wysoki udział środków pozakrajowych w udzielaniu wsparcia funduszom *venture capital*. Tabela 1 przedstawia geograficzne źródła pochodzenia kapitałów na rynku podwyższonego ryzyka w Polsce w przeciągu analizowanego okresu.

W przeważającej większości środki pieniężne znajdujące się na rynku *venture capital* pochodziły z puli kapitału pozaeuropejskiego, rzadko kiedy były one środkami *stricte* krajowymi. Na rynku funduszy VC utrzymuje się tendencja spadkowa pod względem udziału kapitału krajowego, natomiast wzrostowa, jeśli chodzi o kapitał pozakrajowy. W 2009 r. kapitał pozaeuropejski stanowił 6,9% łącznej sumy środków, natomiast w 2012 r. zwiększył się prawie czterokrotnie i osiągnął wynik 31,2%.

Wyniki analizy potwierdzają tezę o brakach kapitałowych na polskim rynku *venture capital*. Dodatkowo rodzimy rynek VC charakteryzuje się wciąż niewystarczającą dojrzałością, ponieważ inwestorzy opowiadają się za lokowaniem środków pieniężnych raczej w fazie późniejszej niż faza zasiewu. Natomiast projekty będące już w fazie realizacji finansuje się chętnie kapitałem zagranicznym.

<sup>14</sup> Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, [www.psik.org.pl/pliki/psik/Raporty/Rynek-Private-Equity-w-Polsce-fakty-a-opinie-2014-KPMG-w-Polsce.pdf](http://www.psik.org.pl/pliki/psik/Raporty/Rynek-Private-Equity-w-Polsce-fakty-a-opinie-2014-KPMG-w-Polsce.pdf) [dostęp: 3.12.2014].

<sup>15</sup> [akcjonariatobywatelski.pl/pl/centrum-edukacyjne/gospodarka/801,Rynek-Venture-Capital-w-Polsce-niska-baza-z-duzym-potencjalem.html](http://akcjonariatobywatelski.pl/pl/centrum-edukacyjne/gospodarka/801,Rynek-Venture-Capital-w-Polsce-niska-baza-z-duzym-potencjalem.html) [dostęp: 30.11.2014].

<sup>16</sup> Raport EVCA – Yearbook 2012.

Tabela 1. Geograficzne źródła pozyskiwania kapitału na rynku funduszy *venture capital* w Polsce w latach 2009–2012 (w mln EUR)

Kapitał	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	RAZEM
	wartość		wartość		wartość		wartość		
Kapitał europejski	124,79	86	113,76	99	302,11	68	270,97	58	811,63
krajowy	17,70		8,76		34,61		0,12		181,07
pozakrajowy	107,09		105,00		267,50		270,85		750,44
Kapitał pozaeuropejski	10,00	7	0,00	0	140,48	32	145,70	31	296,18
Inny	10,56	7	1,00	1	0,00	0	50,05	11	61,61

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: The EVCA Yearbook 2013.

W tabeli 2 wskazano rozmiar pozyskanych środków pieniężnych na rynku *venture capital* według etapu, w której znajduje się dana inwestycja. Skala i rozmiary inwestycji ulegały znacznym wahaniom w analizowanym okresie. Równocześnie dostrzega się relatywnie wysoką wartość inwestycji w Polsce w porównaniu z europejskimi państwami w okresie największych spadków w związku z globalnym kryzysem. Biorąc pod uwagę skalę działalności funduszy *venture capital* na polskim rynku pod względem etapu rozwojowego projektu, w badanym okresie największą ilość kapitału otrzymały firmy będące w fazie rozwoju, łącznie było to 67% ogólnej kwoty. Przedsiębiorstwa, które rozpoczynały dane przedsięwzięcie otrzymały 23% funduszy na rozwój produktu i opłacenie kosztów wstępnego marketingu.

Najmniejsze finansowanie objęło potencjalnie zyskowne pomysły, jeszcze przed formalnym założeniem przedsiębiorstwa czyli w fazie zasiewu. Tylko 9% środków przeznaczono na badanie, ocenę i dalszy rozwój tego pomysłu. Uzyskane wyniki pozwalają stworzyć obraz faz, w których poszczególne przedsiębiorstwa są najchętniej finansowane. Z racji bezpieczeństwa inwestycji i minimalizacji potencjalnych strat grupę tę stanowią, jak pokazują dane liczbowe, przedsiębiorstwa będące w fazie rozwoju, w której prawdopodobieństwo niepowodzenia jest najniższe i obserwuje się spadek skłonności do podejmowania ryzyka wśród przedsiębiorców. Znamienny jest fakt, że na polskim rynku kapitałowym fundusze *venture capital* praktycznie wcale nie finansują fazy zasiewów.

W badanym okresie sumarycznie zdecydowanie najwięcej środków ulokowano w fazę wykupu przedsiębiorstwa od udziałowców, co stanowiło 72% wszystkich środków. Drugą fazą, w której przebieg chętnie lokowano kapitały był rozwój przedsiębiorstwa, podczas której przeznaczano kapitały m.in. na rozwijanie produktu, na działania mające na celu finansowanie zwiększenia mocy produkcyjnych, rozwój rynku bądź też na sfinansowanie kapitału obrotowego.

Pod koniec badanego okresu najwięcej środków finansowych przeznaczono na inwestycje w wykup przedsiębiorstwa, najmniej zaś w ich restrukturyzację.

Tabela 2. Wielkość kapitału pozyskanego dzięki funduszom *venture capital* w zależności od fazy inwestycji w Polsce w latach 2009–2012 (w mln EUR)

Fazy	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%
	wartość		wartość		wartość		wartość	
Faza zasiewu	1,10	69	0,00	0	0,48	2	2,55	31
Faza startu	0,01	1	1,29	17	5,18	24	2,71	33
Późniejsza faza	0,48	31	6,27	83	16,28	74	3,06	37
<b>RAZEM</b>	<b>1,58</b>	<b>100</b>	<b>7,57</b>	<b>100</b>	<b>21,95</b>	<b>100</b>	<b>8,32</b>	<b>100</b>
Rozwój	61,55	13	134,37	27	183,28	27	157,47	29
Restrukturyzacja	6,10	1	4,57	1	1,92	0	3,10	1
Refinansowanie	0,10	0	16,14	3	0,00	0	31,30	6
Wykup	411,10	86	341,59	68	481,51	70	343,82	63
<b>RAZEM</b>	<b>480,44</b>	<b>100</b>	<b>504,24</b>	<b>100</b>	<b>688,66</b>	<b>100</b>	<b>544,00</b>	<b>100</b>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: The EVCA Yearbook 2013.

Analiza danych zawartych w tabeli 3 ukazuje kształtowanie się priorytetów funduszy wysokiego ryzyka w odniesieniu do finansowania poszczególnych sektorów gospodarki w Polsce. W sumie najwięcej wsparcia udzielono w 2011 r., co dało wartość 692,157 mln EUR. Kwota ta jest o 28% wyższa w stosunku do poprzedniego roku, ale o 22% niższa w relacji do 2013 r., co sygnalizuje o braku wyraźnych reguł w procesie finansowania przez fundusze VC.

W pierwszym roku analizowanego okresu największą atencję wśród inwestorów wzbudził sektor technologii informacyjnych i telekomunikacyjnych oraz rynek nieruchomości. Przyczyną takiej alokacji środków finansowych w tych branżach jest naturalnie wysoki stopień ich innowacyjności, a co za tym idzie duży potencjał rozwojowy.

Wątpliwości może budzić to, czy rzeczywiście fundusze VC docierają z kapitałem do tak wielu branż. Niemniej jednak wyniki analizy pokazują dobitnie, że istnieje wiele funduszy wysokiego ryzyka zaspokajających potrzeby co najmniej kilkunastu sektorów, a każdy fundusz działa zgodnie z własną polityką inwestycyjną. W ciągu badanego okresu fundusze najchętniej lokowały środki w następujące sektory: dobra konsumpcyjne, biotechnologie, technologie informacyjne i komunikację oraz w sektor usług finansowych. Uzasadnienie kierunku tych inwestycji znajduje się w dynamicznym rozwoju tych branż. Najmniej środków zostało przysposobione przez rolnictwo i sektor budowlany, co naturalnie potwierdza fakt rozwoju w Polsce branż wysokiej technologii. Przyczyną niskiej absorpcji funduszy przez te branże nie jest niska atrakcyjność dla inwestorów, ale

fakt, że dysponują one osobiwymi sposobami pozyskiwania kapitału z racji szczególnego charakteru funkcjonowania. Natomiast w ostatnim 2012 r. najmniejsza wartość w udziale przypadło naukom przyrodniczym i przemysłowi spożywcemu.

Tabela 3. Wykaz sektorów gospodarczych finansowanych dzięki funduszom wysokiego ryzyka w Polsce w latach 2009-2012 (w mln EUR)

Sektor	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	RAZEM
	suma		suma		suma		suma		
Dobra konsumpcyjne	77,93	16	153,21	30	168,55	36	130,86	24	531
Technologie inform-telekom.	147,50	31	77,26	15	25,32	5	9,76	2	260
Biotechnologia	146,33	30	39,01	8	84,85	18	143,97	26	414
Usługi finansowe	0,00	0	71,75	100	69,29	15	96,68	18	238
Biznes i produkty przemysłowe	33,32	7	43,05	9	12,19	3	43,84	8	132
Biznes i usługi	22,48	5	63,66	13	18,77	4	3,56	1	108
Branża komputerowa i elektronika użytkowa	6,27	1	12,60	2	15,07	3	29,52	5	63
Rynek nieruchomości	44,30	9	1,07	0	0,00	0	0,00	0	45
Przemysł energetyczny i ochrona środowiska	1,10	0	0,00	0	11,50	2	32,06	6	45
Budownictwo	0,00	0	1,03	0	9,95	2	1,20	0	12
Rolnictwo	0,08	0	0,32	0	0,00	0	0,00	0	0
RAZEM	482,18	100	504,43	100	464,26	100	544,00	100	1 995

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: The EVCA Yearbook 2013.

Analiza dezinwestycji na rynku funduszy podwyższonego ryzyka (tab. 4) pokazuje, że najbardziej popularną metodą w badanym okresie była sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu, następnie umorzenie udziałów, czyli likwidacją przedsiębiorstwa, co stanowiło 50% łącznej sumy inwestycji.

Wartość dezinwestycji w 2012 r. wyniosła około 141 mln EUR, a w następnym przekroczyła wartość 247 mln EUR, co daje dowód na ogromną aktywność w obszarze wyjść z inwestycji, co z kolei świadczy o ich sukcesie. W 2009 r. największą popularnością w odniesieniu do sposobu wycofywania się z inwestycji na rynku VC cieszyła się publiczna oferta (46%), w kolejnym likwidacja spółki



(61%), następnie sprzedaż udziałów (57%), aż w 2013 r. znowu najchętniej przeprowadzano ten proces za pomocą umorzenia udziałów, czyli przez likwidację spółki (48%).

Tabela 4. Wartość dezinwestycji funduszy wysokiego ryzyka w podziale na sposób przeprowadzenia w Polsce w latach 2009–2012

Rodzaj dezinwestycji	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	RAZEM
	mln EUR		mln EUR		mln EUR		mln EUR		
Sprzedaż udziałów	6,12	10	16,71	28	76,73	45	31,94	22	99,56
Publiczna oferta	18,50	32	0,04	0	36,71	21	12,49	9	55,25
Umorzenie udziałów	0,00	0	36,35	61	0,00	0	62,12	44	36,35
Sprzedaż funduszowi	7,94	14	4,95	8	4,11	2	0,00	0	17,00
Sprzedaż instytucji finansowej	0,05	0	0,00	0	15,99	9	4,20	3	16,03
Sprzedaż zarządowi	3,46	6	0,41	1	0,00	0	6,13	4	3,87
Kredyt o stałych spłatach	3,15	5	0,00	0	0,40	0	0,00	0	3,55
Spłata w formie cichego udziału	0,00	0	0,00	0	0,30	0	0,00	0	0,30
RAZEM	58,43	100	59,24	100	170,93	100	142,77	100	288,60

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: The EVCA Yearbook 2013.

Sumarycznie w analizowanym okresie najwięcej dezinwestycji dokonano poprzez sprzedaż udziałów. Pozbycie się udziałów za pomocą wprowadzenia spółki na giełdę cieszyło się umiarkowanym zainteresowaniem, prawdopodobnie ze względu na wysokie koszty i długi czas potrzebny na przeprowadzenie operacji. Po drugie, wejście na giełdę stawia wymóg w postaci odpowiedniej wielkości przedsiębiorstwa, przejrzystej struktury organizacyjnej, a co najważniejsze dobrych wyników finansowych.

## Podsumowanie

Analiza rynku funduszy *venture capital* pozwala sformułować wniosek o jego dynamicznym rozwoju w Polsce. Czynnikiem świadczącym o dobrym rokowaniu rynku jest duża liczba dezinwestycji. W 2012 r. wartość polskiego rynku

*venture capital* oscylowała wokół wartości 0,002 % PKB, co stanowi potwierdzenie prymatu Polski nad innymi krajami Europy Środkowo-Wschodniej pod względem atrakcyjności inwestycyjnej kraju.

Analiza branż będących przedmiotem aktywności funduszy pokazuje, że rynek VC jest dobrym sposobem na finansowanie innowacji, od których zależy pozycja konkurencyjna Polski. W ciągu analizowanego okresu zauważa się wyraźny wzrost zainteresowania funduszy VC branżami z obszaru IT, usług dla biznesu i biotechnologii. Przyczyny takiego stanu rzeczy należy upatrywać w tym, że branże te oferują wysoką stopę zwrotu. Dominacji branży IT w Polsce sprzyjają stosunkowo niskie koszty pracy i szeroki dostęp do wysokiej klasy specjalistów, naukowców, którzy gotowi są wcielić w życie innowacyjne pomysły, ale brak im zaplecza badawczego, a przede wszystkim kapitałowego. Intratnemu łączeniu sfery nauki i biznesu sprzyja także dostępność środków unijnych, dzięki którym łatwiej sfinansować potrzebne badania.

Należy stale analizować działalność funduszy *venture capital* i działać na rzecz poprawy komunikacji pomiędzy funduszami a podmiotami zgłaszającymi zapotrzebowanie na kapitał, przede wszystkim z sektora małych i średnich przedsiębiorstw, ponieważ stanowią one filar polskiej gospodarki. Dobrze rozwinięty rynek kapitałowy będzie implikował rozwój sektorów kapitałochłonnych, czyli przedsiębiorstw ze wspomnianej branży IT, biotechnologii, telekomunikacji, co pozwala na zmniejszenie luki technologicznej, a w konsekwencji na zwiększenie innowacyjności polskiej gospodarki.

## Bibliografia

akcjonariatobywatelski.pl.

[blog.iese.edu/vcpeindex/files/2013/08/VCPE-Index-2013-Annual-HD.pdf](http://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2013/08/VCPE-Index-2013-Annual-HD.pdf).

Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.

Dmowski A., Prokopowicz D., *Rynki finansowe*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2010.

European Venture Capital Association, [evca.eu/media/199202/2013-pan-european-private-equity-performance-benchmarks-study-evca-thomson-reuters-final-version.pdf](http://evca.eu/media/199202/2013-pan-european-private-equity-performance-benchmarks-study-evca-thomson-reuters-final-version.pdf)

Kornasiewicz A., *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004.

Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, [parp.gov.pl](http://parp.gov.pl)

Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, [psik.org.pl/pliki/psik/Raporty/Rynek-Private-Equity-w-Polsce-fakty-a-opinie-2014-KPMG-w-Polsce.pdf](http://psik.org.pl/pliki/psik/Raporty/Rynek-Private-Equity-w-Polsce-fakty-a-opinie-2014-KPMG-w-Polsce.pdf)

Raport EVCA – Yearbook 2012

Strategia rozwoju rynku kapitałowego, Agenda Warsaw City 20, [mir.gov.pl](http://mir.gov.pl)

*System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008

venture-capital.info.pl

Węclawski J., *Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997

Węclawski J., *Venture Capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997

Zasępa P., *Zarządzanie ryzykiem portfela przez fundusze venture capital oraz private equity*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2013

## Streszczenie

Artykuł ma na celu zaprezentowanie analizy wybranych elementów rynku funduszy wysokiego ryzyka w latach 2009–2012 w Polsce. Skupiono się na sytuacji na polskim rynku funduszy *venture capital*, przedstawiając geograficzne źródła pozyskiwania kapitału, wartość środków pozyskanych przez fundusze wysokiego ryzyka w zależności od fazy działalności przedsiębiorstwa, a także sektory gospodarcze finansowane dzięki *venture capital*, wartość dezinvestycji i sposób wychodzenia z dokonanych wcześniej inwestycji. Praca została przygotowana w oparciu o dane przygotowane przez Europejskie Stowarzyszenie Venture Capital.

**Słowa kluczowe:** *venture capital*, kapitał wysokiego ryzyka, *private equity*, EVCA, inwestycje

## THE CHOSEN ELEMENTS OF VENTURE CAPITAL MARKET FUNCTIONING IN 2009–2012 IN POLAND

### Summary

The article's aim is to enunciate analysis the selected elements of venture capital market from 2009 to 2012. The author focuses on situation on Polish venture capital market outlining the geographic sources of funds and value of funds gained by all investors depends on stage of economic activity of the company. It is also reports about sectors bankrolled thanks to the venture capital funds. Finally, the author takes into consideration the issue of disinvestment process, the way venture capitalist realizes return on investment. The article has been prepared on the grounds of empirical data prepared by European Venture Capital Association.