

Rozwój polskiego rynku funduszy *venture capital* oraz *private equity* w okresie 1998–2014

Piotr Zasępa*

1. Wprowadzenie

Fundusze *venture capital* (VC) oraz *private equity* (PE) w okresie 1990–2014 stały się ważną klasą aktywów finansowych oraz istotnym segmentem globalnego rynku finansowego. Wartość kapitału pozostającego w aktywach funduszy *venture capital* w samym tylko USA wzrósł w okresie 1993–2015 z 29 mld USD do poziomu 165 mld USD, z rekordowym 2005 rokiem, w którym fundusze posiadały aktywa warte 278 mld USD (NVCA 2016, s. 10). Inwestycje *venture capital* oraz *private equity* mają ogromny wpływ na rozwój wielu innowacyjnych przedsiębiorstw, a co za tym idzie na rozwój gospodarczy w krajach, w których inwestują. Rynek funduszy *venture capital* oraz *private equity* zaczął również funkcjonować w Polsce wraz z liberalizacją rynku po 1989 roku. Pierwsze inwestycje dokonywane w Polsce opierały się na kapitałach publicznych, jednak w okresie 1990–2014 na rynku polskim pojawiło się wiele funduszy komercyjnych. Celem artykułu jest charakterystyka oraz analiza polskiego rynku funduszy w zakresie zmieniających się trendów pozyskiwania kapitałów, inwestycji kapitałów oraz sposobów zakończenia inwestycji w latach 1998–2014.

* Piotr Zasępa, Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie, Wydział Filologiczno-Historyczny.

2. Charakterystyka funduszy *venture capital* oraz *private equity*

Cykl inwestycyjny VC oraz PE rozciąga się na kilka bądź kilkanaście lat i obejmuje pięć faz charakteryzujących się odmiennymi cechami oraz zadaniami, jakie fundusz zobowiązany jest wykonać. Cykl życia funduszu składa się z kilku etapów, które następują po sobie i mają charakter rozłącznych faz występujących niezależnie. W inwestycjach dokonywanych przez fundusze *venture capital* możemy wyróżnić trzy podstawowe fazy:

- fazę akwizycji kapitału, obejmującą okres poprzedzający zaangażowanie kapitałowe funduszu w przedsiębiorstwie;
- fazę inwestycji – zaangażowania kapitałowego, związanego z budowaniem wartości przedsiębiorstwa;
- fazę zakończenia inwestycji, zwaną dezinwestycją – sprzedaż akcji lub udziałów przez fundusz.

Poszczególne fazy dotyczą całego procesu inwestycji, jednak fundusze zaczynają swoje inwestycje w przedsiębiorstwach na różnym etapie ich rozwoju. Zapotrzebowanie na kapitał wśród małych i średnich firm, głównych partnerów funduszy *venture capital*, ma miejsce w różnych fazach ich ścieżki rozwoju, podobnie jak różne mogą być cele, jakie – dzięki zaangażowaniu nowego kapitału – chcą one osiągnąć. Fundusz rozpoczyna swą działalność od akwizycji kapitału. W tej fazie fundusz gromadzi kapitał od inwestorów prywatnych i instytucjonalnych. W sytuacjach, kiedy fundusze są tworzone przez przedsiębiorstwa czy instytucje, takie jak uniwersytety, cały kapitał może należeć do nich i właścicielem funduszu będzie dane przedsiębiorstwo. Zakres działalności funduszu warunkuje wysokość środków finansowych, jakie są niezbędne dla jego prawidłowego funkcjonowania. Ważnym problemem na tym etapie jest określenie warunków powierzenia funduszowi kapitału, które będą odpowiadały interesom kapitałodawców i menedżerom spółki. Faza ta trwa od kilku do kilkunastu miesięcy (Zasępa 2010, s. 126). Głównymi dawcami kapitału są banki, fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, instytucje publiczne, przedsiębiorstwa i korporacje, agencje rządowe, instytuty naukowe i osoby prywatne. Pozyskanie i analiza potencjalnych projektów inwestycyjnych to kolejny etap, z jakim musi się zmierzyć fundusz tuż po zgromadzeniu odpowiednich kapitałów. Fundusze stosują różne sposoby pozyskiwania potencjalnych przedsiębiorstw udziałowych. Mogą one przyjąć dwie formy działalności – pasywnego inwestora, oczekującego na przedstawiane mu projekty, lub inwestora aktywnego, samodzielnie poszukującego nowych innowacyjnych przedsięwzięć inwestycyjnych. Pasywną formę działalności mogą realizować jedynie duże, dobrze znane fundusze lub też fundusze będące własnością banków, do których trafiają wnioski kredytowe. Można wyróżnić wiele etapów finansowania spółek, opartych na teorii cyklu życia produktu, które są specyficzne dla inwestycji *venture capital*. Klasyfikacja ta jest jednak ściśle związana z roz-

wojem przedsiębiorstwa, jego sytuacją rynkową i możliwościami rozwoju usługi bądź cyklem życia produktu, jakie oferuje fundusz. W klasycznym cyklu inwestowania *venture capital* wyróżnia się najczęściej cztery fazy ujmowane w dwóch podgrupach:

1. Fazy początkowe (*early stage*);
 - a) finansowanie zasiewów (*seed financing*);
 - b) finansowanie startu (*startup financing*);
 - c) finansowanie fazy pierwszej (*first stage financing*);
2. Fazy ekspansji (*expansion stage financing*);
 - a) finansowanie fazy drugiej (*second stage financing*) (Węclawski 1997, s. 24).

Proces inwestowania *venture capital* zakończony powodzeniem jest równoznaczny w tym klasycznym cyklu z wprowadzeniem przedsiębiorstwa na giełdę. Jednak *venture capital* jest używany do wspierania finansowego przedsiębiorstwa także w dalszych fazach jego funkcjonowania, szczególnie do dokonania jego restrukturyzacji przez menedżerów oraz sprzedaży. Poza tradycyjnymi fazami J. Węclawski wyróżnia także specyficzne stadia inwestowania *venture capital*.

National Venture Capital Association (NVCA) badająca działalność sektora *venture capital* w USA przyjmuje jeszcze inną klasyfikację rodzajów i etapów inwestycji dokonywanych w tym sektorze. Wyodrębnia ona cztery fazy rozwoju przedsiębiorstw:

- *Early stage financing*, w tym *Seed stage financing* oraz *Startup financing* – etap wczesny (kapitał inkubacyjny oraz kapitał początkowy);
- *Expansion stage financing* – rozwój;
- *Later stage financing* – późniejsze etapy rozwoju;
- *Acquisition* oraz *Buy out* – przejęcia i wykupy (NVCA 2001, s. 30).

Klasyfikacja inwestycji dokonywanych przez fundusze *venture capital* według etapów rozwoju przedsięwzięcia, przyjętych przez EVCA, ma następujące fazy:

- *Early stage* – finansowanie wczesnych etapów (kapitał inkubacyjny i początkowy);
- *Expansion stage* – finansowanie rozwoju przedsięwzięcia;
- *Later stage* – finansowanie późniejszych etapów (refinansowanie długu lub kolejne podwyższenia kapitałowe);
- *Buy out* – finansowanie przejęć i wykupów (EVCA, czerwiec 2007).

Zakończenie inwestycji przez fundusz może przybierać różne formy, które uzależnione są od zespołu czynników i nakładających się na siebie uwarunkowań. Przede wszystkim jednak istotne są następujące czynniki:

- stan rozwoju rynku *venture capital* i *private equity* w danym kraju;
- stan rozwoju rynku kapitałowego w danym kraju i jego struktura;
- wyniki finansowe spółki;
- przejrzystość struktury organizacyjnej i systemu kontroli wewnętrznej spółki;
- etap rozwoju spółki;
- pozycja rynkowa spółki, struktura danego sektora i jego perspektywy;
- strategia funduszu, który ulokował środki w spółce;

- preferencje menedżerów spółki dotyczące określonego sposobu dezinwestycji;
- jakość kadry menedżerskiej;
- etap cyklu życia produktu lub usługi będącej w ofercie spółki;
- uwarunkowania makroekonomiczne oraz koniunktura na rynku w danym momencie.

Istnieje wiele sposobów zakończenia inwestycji przez fundusz VC oraz PE. Wykorzystanie każdego z nich jest uzależnione w dużym stopniu od wyników, jakie osiągnęło przedsiębiorstwo udziałowe. Wpływ na sposób przeprowadzenia dezinwestycji mają także negocjacje poprzedzające inwestycję, określające ewentualny sposób sprzedaży udziałów przez fundusz. Najważniejszym czynnikiem i argumentem za wyborem odpowiedniego sposobu sprzedaży jest cena oferowana dla funduszu. Każdy fundusz, ze względu na specyfikę działania, dąży do tego, aby sprzedać posiadane udziały, których cena będzie uzależniona od wielu czynników, jak np. stadium rozwoju przedsiębiorstwa oraz bieżąca sytuacja rynkowa. Do najczęściej obecnie stosowanych sposobów zakończenia inwestycji kapitałowych wykorzystywanych przez fundusze *venture capital* oraz *private equity* zalicza się:

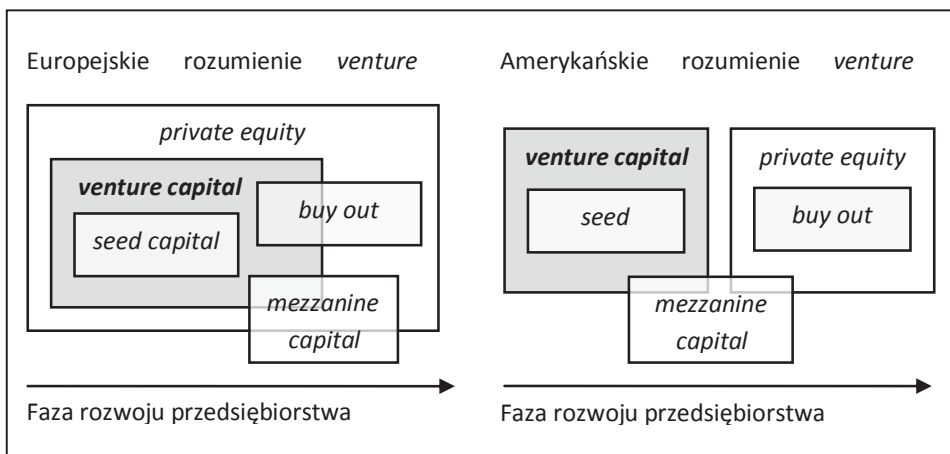
1. Wprowadzenie spółki na giełdę papierów wartościowych (IPO);
2. Sprzedaż udziałów inwestorowi branżowemu lub strategicznemu (*trade sale*);
3. Sprzedaż udziałów pozostałym właścicielom przedsiębiorstwa – zwrotne zbycie udziałów (*buyback*);
4. Sprzedaż udziałów innemu funduszowi *venture capital* lub inwestorowi finansowemu (*secondary purchase*);
5. Wykup menedżerski przez zarządzających firmą (MBO – *management buy out*);
6. Wykup przez menedżerów spoza firmy (MBI – *management buy in*);
7. Wykup menedżersko-pracowniczy przez menedżerów zarządzających firmą oraz szeregowych pracowników firmy (MEBO – *management employee buy out*);
8. Wykup przez menedżerów z przedsiębiorstwa i spoza firmy (MBO + MBI = BIMBO);
9. Wykup wspomagany, dokonany za pomocą kapitału pozyskanego przez zadłużenie (LBO – *leverage buy out*);
10. Leasing pracowniczy (EBO – *employees buy out*);
11. PBO (grupa menedżerów spółki nabywa pakiet większościowy od funduszu, w podmiocie którego akcje są dopuszczone do publicznego obrotu i notowane na giełdzie papierów wartościowych);
12. Zakup spółki przez innego inwestora w zamian za akcje tego inwestora (*reversetakeover*);
13. Likwidacja spółki, umorzenie udziałów (*writeoff*).

Można wskazać jeszcze kilka dodatkowych sposobów dezinwestycji, jednak są one pochodnymi i modyfikacjami zaprezentowanych powyżej. Dezinwestycja funduszy *venture capital* oraz *private equity* jest jednym z czynników determinujących stopę zwrotu dla inwestorów. Poprawne przeprowadzenie takiego procesu

wiąże się z efektywną sprzedażą posiadanych akcji lub udziałów w portfelu funduszu. Zarządzanie ryzykiem takiego portfela i odpowiednie planowanie transakcji dezinwestycji wydaje się być jednym z kluczowych czynników mających wpływ na prawidłowe funkcjonowanie tych instytucji finansowych. Na taki fakt wskazują stopy zwrotu osiągane przez fundusze w ostatnich latach, których mediana średniej stopy IRR nie przekracza 0% (*EVCA Yearbooks 2000–2016; Cambridge Associates LLC U.S Venture Capital Index 1990–2015*). Fundusze, ograniczając horyzont czasowy inwestycji, planują moment i sposób zakończenia inwestycji poprzez sprzedaż udziałów innemu podmiotowi na rynku. Nie są one zainteresowane pozostawianiem w przedsiębiorstwach o znormalizowanych stopach zwrotu ani realizacją zysków z bieżących przychodów firmy, lecz zwracają uwagę na szybko rozwijające się innowacyjne spółki pozwalające dynamicznie zwiększać wartość zaangażowanego w nich kapitału. Dezinwestycja oznacza działania podjęte przez inwestora, mające doprowadzić do wycofania się z inwestycji, czyli zbycia na rynku prywatnym lub publicznym jednemu lub więcej podmiotom posiadanych udziałów spółki portfelowej (Ministerstwo Gospodarki i Pracy 2005, s. 10).

3. Rozwój globalnego rynku funduszy *venture capital* oraz *private equity*

W celu identyfikacji różnic występujących pomiędzy rynkami należy wskazać różne podejście do inwestycji *venture capital* oraz *private equity*. Można powiedzieć, że żaden z rynków finansowych na świecie nie posiada oficjalnej definicji VC oraz PE. Najbardziej widoczne różnice w rozumieniu tych pojęć występują pomiędzy USA oraz krajami europejskimi. W Europie finansowanie *venture capital* dotyczy przedsięwzięć o szerszym niż w USA spektrum aktywności. Publikacje EVCA dopiero w ostatnich latach zaczęły odróżniać inwestycje *venture capital* od *private equity* w swoich statystykach. Według Stowarzyszenia EVCA *venture capital* jest szczególnym rodzajem kapitału udziałowego *private equity*, tj. *seed*, *start up* oraz *later stage venture*. Doświadczenia europejskie wskazują równocześnie szersze ujęcie *venture capital* niż wynika to z klasycznej definicji w rozumieniu pochodzącym z USA. Specyfiką europejskich funduszy *venture capital* jest także finansowanie związane ze zmianą struktury kapitałowej oraz transakcji wykupu. Stowarzyszenie EVCA używa terminu *private equity*, który pokrywa działalność zarówno funduszy *venture capital*, jak i *private equity*. W Stanach Zjednoczonych *venture capital* występuje w ujęciu znacznie węższym, zdefiniowanym przez NVCA, i jest odróżniany od inwestycji typu *private equity*. W rozumieniu NVCA *venture capital* to środki finansujące nienotowane, młode, szybko rozwijające się przedsiębiorstwa o dużym potencjale wzrostowym.



Rysunek 1. Rozróżnienie koncepcji finansowania *venture capital* oraz *private equity* w Europie oraz Stanach Zjednoczonych

Źródło: Świderska 2008, s. 40.

Analizując aktywność funduszy VC oraz PE na najważniejszych globalnych rynkach, należy przeanalizować ich działalność inwestycyjną na rynkach USA oraz UE. Tabela 1 prezentuje dane dotyczące poszczególnych faz cyklu inwestycyjnego zrealizowane przez fundusze na rynku USA oraz UE w okresie 1990–2014.

Tabela 1. Aktywność funduszy *venture capital* oraz *private equity* na rynku USA oraz UE w okresie 1990–2014 w mld USD

Rok	Akwizycja		Inwestycje		Dezinwestycja	
	USA	UE	USA	UE	USA	UE
1990	2,9	4,6	2,9	4,1	0,1	2,1
1991	2,3	4,2	2,3	4,6	0,2	1,9
1992	3,6	4,2	3,5	4,7	2,1	2,3
1993	3,8	3,4	3,8	4,1	1,3	3,1
1994	4,2	6,7	4,2	5,4	3,2	3,1
1995	7,9	4,4	8,0	5,5	3,8	3,1
1996	11,0	8,0	11,3	6,8	8,2	3,5
1997	15,0	20,0	14,9	9,7	7,4	5,8
1998	21,0	20,3	21,4	14,5	8,0	6,9
1999	53,0	25,4	54,9	25,1	36,6	8,6
2000	104,0	48,0	105,2	35,0	79,9	9,1
2001	40,5	40,0	40,9	24,3	25,1	12,4
2002	22,0	27,5	22,1	27,6	11,9	10,6
2003	19,6	27,0	19,6	29,1	8,2	13,5
2004	22,1	27,5	25,0	36,9	28,6	19,5

Rok	Akwizycja		Inwestycje		Dezinwestycja	
	USA	UE	USA	UE	USA	UE
2005	22,7	71,8	27,6	47,0	19,5	29,7
2006	26,3	112,0	27,0	71,0	24,2	33,1
2007	30,4	79,0	31,8	72,8	30,7	27,0
2008	30,0	81,3	29,5	54,0	16,2	13,1
2009	16,7	16,0	20,7	23,4	12,3	11,1
2010	13,4	21,7	23,3	43,3	25,7	19,6
2011	18,9	41,6	29,4	47,0	34,5	31,2
2012	19,9	23,6	26,6	37,3	44,0	21,8
2013	17,8	53,6	30,3	38,1	28,0	34,3
2014	31,1	44,6	50,8	41,5	63,0	37,8

Źródło: dane EVCA oraz NVCA.

Przedstawione w tabeli 1 dane wskazują, iż w okresie 1990–2014 poziom akwizycji, inwestycji i dezinwestycji w USA oraz UE wzrósł o ponad 900% w przypadku akwizycji, 1700% w przypadku inwestycji oraz o ponad 5000% w przypadku USA dla dezinwestycji. Tak dynamiczny wzrost aktywności działalności funduszy wskazuje na utworzenie się ważnego segmentu aktywów na rynku finansowym.

4. Rozwój polskiego rynku funduszy *venture capital* oraz *private equity* w latach 1998–2014

Publikowane dane dotyczące *venture capital* oraz *private equity* wskazują na występowanie w okresie 1998–2016 kilku faz rozwoju rynku oraz na znaczne powiązanie kształtu rynku (preferencji inwestycyjnych funduszy) z ogólnym stanem koniunktury gospodarczej. Można też mówić o wyraźnej segmentacji rynku według rodzaju i wielkości funduszy, a także pochodzenia kapitału. Do Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (PSIK) należy (stan na maj 2016 r.) 49 członków zwyczajnych – firm zarządzających funduszami *venture capital* oraz *private equity*, i 36 członków wspierających – firm doradczych działających na rzecz sektora. Firmy te zainwestowały 10,5 mld EUR w około 1300 przedsiębiorstw, z 500 dokonano już dezinwestycji, nadal w portfelach funduszy pozostaje około 800 spółek¹. Wartość inwestycji w Polsce przewyższa kwotami inwestycje w Austrii, Irlandii, na Węgrzech, w Portugalii, Grecji i na Słowacji. Analizując aktywność funduszy

¹ Dane oszacowane na podstawie raportów PSIK oraz EVCA.

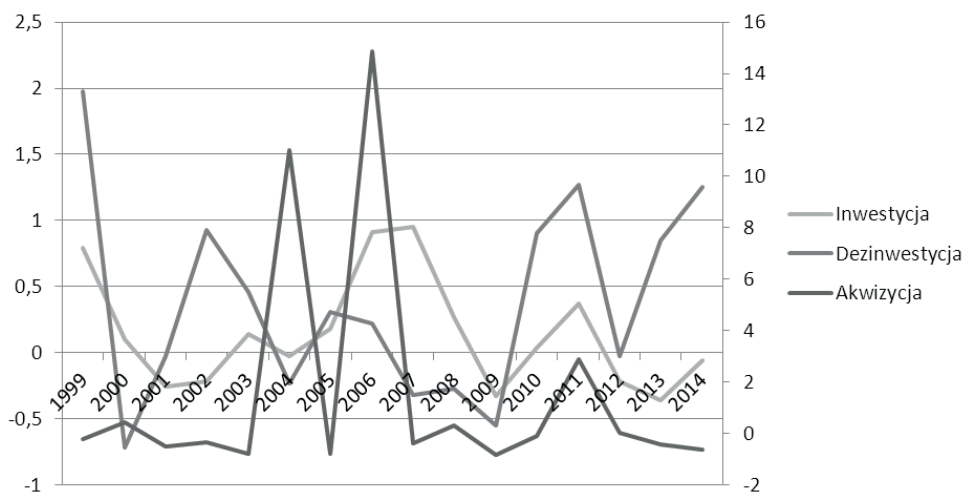
VC oraz PE w Polsce, należy stwierdzić, iż podobnie jak w przypadku rynków rozwiniętych jest ona cykliczna. W przypadku akwizycji kapitału lata 2004 oraz 2006 charakteryzują się najwyższą dynamiką (odpowiednio – 1100% oraz 1400%) oraz rekordowymi poziomami pozyskanych środków (936 mln EUR w 2006 r.). W okresie 1998–2014 fundusze pozyskały ponad 5,3 mld EUR, co daje średnią na poziomie 296 mln EUR rocznie. Poziom aktywności funduszy VC/PE w latach 1998–2014 prezentuje tabela 2.

Tabela 2. Aktywność funduszy *venture capital* oraz *private equity* na rynku polskim w okresie 1998–2014 (w mln EUR)

Rok	Akwizycja	Inwestycja	Dezinwestycja
1998	320,0	102,0	50,0
1999	250,0	183,0	149,0
2000	360,0	201,0	42,0
2001	176,0	150,0	41,0
2002	118,0	117,0	79,0
2003	25,0	133,0	115,0
2004	300,0	130,0	88,0
2005	59,0	153,0	115,0
2006	936,0	293,0	140,0
2007	570,0	571,0	95,0
2008	741,0	724,0	69,0
2009	126,0	484,0	31,0
2010	114,0	504,0	59,0
2011	442,0	692,0	134,0
2012	446,0	544,0	130,0
2013	260,0	350,0	240,0
2014	100,0	330,0	540,0

Źródło: Dane EVCA.

Analizując aktywność funduszy VC/PE w zakresie inwestycji oraz dezinwestycji, należy stwierdzić, iż ze względu na charakter funkcjonowania tych podmiotów jest ona dużo bardziej stabilna w badanym okresie. W badanym okresie fundusze zainwestowały około 5,6 mld EUR i dokonały dezinwestycji na poziomie 2,1 mld EUR, co może wskazywać, iż w portfelach funduszy znajduje się 3,5 mld EUR niezakończonych inwestycji (wartość początkowych inwestycji). Dynamikę aktywności funduszy prezentuje wykres 1.



skala lewa: inwestycja i dezinwestycja; skala prawa: akwizycja

Wykres 1. Dynamika aktywności funduszy *venture capital* oraz *private equity* w okresie 1999–2014 (w %)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych EVCA.

Analizując dynamikę procesów akwizycyjnych, inwestycyjnych oraz dezinwestycyjnych funduszy VC/PE na rynku polskim w okresie 1998–2014, można zauważyć wspomnianą cykliczność wskazanych aktywności. Na szczególną uwagę zasługuje dynamika akwizycji w latach 2004 oraz 2006, co może wskazywać na wzrost atrakcyjności rynku polskiego po przystąpieniu do struktur UE. W przypadku dokonanych inwestycji wyraźnie widać powiązanie rynku funduszy z rynkiem kapitałowym, gdyż poziom inwestycji w okresie 2006–2008 osiągał najwyższą dynamikę (w okresie 2005–2008 wzrósł aż o 450%), podczas notowania indeksu WIG w tym okresie również notował rekordowe stopy zwrotu (w okresie 2005–2008 wartość indeksu WIG wzrosła o 100%²). W okresie wzmożonej aktywności inwestycyjnej funduszy VC/PE można było obserwować więc pozytywne i dynamiczne zmiany najważniejszych globalnych indeksów giełdowych. Cykliczność zachowania się funduszy jest również dobrze zauważalna w przypadku poziomu i dynamiki przeprowadzonych dezinwestycji. Są one także powiązane z sytuacją na rynku kapitałowym, co w tym przypadku przekłada się na okresy najwyższej dynamiki w momentach tzw. hossy giełdowej. Najwyższy poziom dynamiki można było zaobserwować w okresach 2005–2006 (57% wzrostu), 2010–2011 (430% wzrostu) oraz 2013–2014 (415% wzrostu). Krótkie okresy dynamiki w zakresie dezinwestycji wskazują, iż fundusze świadomie wybierają okresy dobrej koniunktury giełdowej, która przekłada się na wysoką wycenę aktywów kapitałowych. W tych okresach najłatwiej jest znaleźć inwestorów chętnych zaoferować i zaakceptować wysokie wyceny spółek portfelowych.

2 Dane GPW w Warszawie: www.gow.pl (dostęp: 10.05.2016).

5. Podsumowanie

Działania funduszy są ukierunkowane na długookresowe finansowanie innowacyjnych przedsiębiorstw, podejmując tym samym wysokie ryzyko utraty powierzonego kapitału. W zamian oczekują długookresowego wzrostu wartości spółek portfelowych, co może zagwarantować im osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Należy podkreślić, że fundusze rozwijają przedsiębiorstwa nie tylko poprzez dokonywane inwestycje zgromadzonych środków, ale również służą im doradztwem i wiedzą opartą na międzynarodowym doświadczeniu menedżerów zarządzających funduszami. Inwestycje *venture capital* mają w Polsce bardzo duże perspektywy rozwoju, a także przynoszą znaczące korzyści w skali całej gospodarki. Jedną z głównych barier rozwoju polskiego rynku funduszy *venture capital/private equity* jest brak zaangażowania kapitałodawców krajowych w ten rodzaj inwestycji. Napływ kapitału zagranicznego, zwłaszcza w latach 2005–2008, przyczynił się do rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, co ułatwiało funkcjonowanie funduszom. Opisywane w pracy uwarunkowania dezinvestycji, które jeszcze kilka lat temu stanowiły duży problem w Polsce, są coraz bardziej sprzyjające. Rynek kapitałowy w Polsce rozwinął się do tego stopnia, iż fundusze nie mają problemów ze zbyciem udziałów/akcji w przedsiębiorstwach czy wprowadzeniem spółki na giełdę. Fundusze notują bardzo duże zainteresowanie swoimi inwestycjami. W 2006 roku pozyskały rekordowe 936 mln EUR na dalszą działalność. Sytuacja ta sprawia, iż poszukują one odpowiednich projektów do sfinansowania. Dezinvestycje dokonywane w latach 1998–2014 na rynku w Polsce były odzwierciedleniem operacji z rynku europejskiego. W latach 2005–2007 szybki wzrost rynku kapitałowego w Polsce, a szczególnie GPW, spowodował rekordowe dezinvestycje za pomocą IPO, które zamknęły się kwotą 140 mln EUR. W 2014 roku fundusze zanotowały również rekordowo wysoki poziom wartości dezinvestycji, które zamknęły się kwotą 540 mln EUR. Na podstawie najnowszych danych z polskiego rynku *venture capital* oraz *private equity* można stwierdzić, iż fundusze wysokiego ryzyka są bardzo skutecznym narzędziem wspierania i rozwoju przedsiębiorczości. Inwestycje *venture capital* oraz *private equity* mają przed sobą duże perspektywy rozwoju. Bardzo dynamicznie rozwijający się rynek kapitałowy ułatwi funduszom efektywne zakończenie dokonanych inwestycji. Dalszy rozwój rynku funduszy VC oraz PE wydaje się być niezagrożony.

Bibliografia

- Cambridge Associates LLC *U.S. Venture Capital Index 1990–2015*, Reports, <http://www.cambridgeassociates.com/our-insights/research/u-s-venture-capital-2015-q1>
 EVCA *Yearbooks* (2000–2016), European Venture Capital Association.
 Kornasiewicz A. (2004), *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.

- NVCA Yearbook (2000–2016), National Venture Capital Association.
- Ministerstwo Gospodarki i Pracy (2005), *Krajowy Fundusz Kapitałowy*, Raport, Departament Polityki Regionalnej, Warszawa.
- Panfil M. (2005), *Fundusze Private Equity*, Diffin, Warszawa.
- Świdorska J. (2008), *Quasi fundusze venture capital*, Diffin, Warszawa.
- Tamowicz P. (2001), *Analiza rynku venture capital w Polsce*, IBnGR, Gdańsk.
- Tamowicz P. (1999), *Wspieranie rozwoju rynku venture capital przez władze publiczne*, Cissarz Consulting, Inc., Gdańsk.
- Tamowicz P. (1995), *Fundusze inwestycyjne typu venture capital*, IBnGR, Gdańsk.
- Tamowicz P., Rot P. (2002), *Fundusze venture capital w Polsce*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa.
- Węclawski J. (1997), *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- www.gow.pl (dostęp: 10.05.2016).
- Zasępa P. (2010), *Venture capital – sposoby dezinwestycji*, CEDEWU, Warszawa.

ROZWÓJ POLSKIEGO RYNKU FUNDUSZY VENTURE CAPITAL ORAZ PRIVATE EQUITY W OKRESIE 1998–2014

Streszczenie

Fundusze *venture capital* oraz *private equity* w okresie 1990–2014 stały się ważną klasą aktywów finansowych oraz istotnym segmentem globalnego rynku finansowego. Rynek funduszy *venture capital* oraz *private equity* zaczął również funkcjonować w Polsce wraz z liberalizacją rynku po 1989 roku. Pierwsze inwestycje dokonywane w Polsce opierały się na kapitałach publicznych, jednak w okresie 1990–2014 na rynku polskim pojawiło się wiele funduszy komercyjnych. Celem artykułu jest charakterystyka oraz analiza polskiego rynku funduszy w zakresie zmieniających się trendów pozyskiwania kapitałów, inwestycji kapitałów oraz sposobów zakończenia inwestycji w latach 1998–2014.

Słowa kluczowe: rynek *venture capital*, rynek *private equity*

VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY MARKET DEVELOPMENT IN POLAND OVER 1998–2014

Summary

Venture capital and *private equity* funds in the period 1990 to 2014 have become an important class of financial asset and an important segment of the global financial market. Market for *venture capital* and *private equity* funds has also started to operate in Poland, together with the liberalization of the market after 1989. The first investments made in Poland were based on public capital, but in the period of 1990–2014 on the Polish market, a number of commercial funds. This article aims to analyze the characteristics and Polish funds market in terms of the changing trends of acquiring capital, investments and divestments in the years 1998–2014.

Keywords: *venture capital* market, *private equity* market