

ANDRZEJ KUCIŃSKI

Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Gorzowie Wielkopolskim

FUNDUSZE KAPITAŁU PODWYŻSZONEGO RYZYKA W KRAJACH EUROPY ŚRODKOWEJ I WSCHODNIEJ

Streszczenie

Przedsiębiorstwa, aby w sposób niezakłócony mogły prowadzić działalność gospodarczą, muszą być wyposażone w odpowiednią wielkość kapitału. Pozostawiony do dyspozycji przedsiębiorstwa kapitał powinien zostać wykorzystany w sposób optymalny. Zakres artykułu obejmuje rozważania, które koncentrują się wokół zagadnienia, jakim jest kapitał podwyższonego ryzyka. W pracy dokonano analizy rynku kapitału podwyższonego ryzyka w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Ponadto poddano ocenie stan oraz potencjał rozwoju polskiego rynku *private equity* oraz *venture capital*.

Słowa kluczowe: fundusze podwyższonego ryzyka, Europa Środkowa i Wschodnia

Wprowadzenie

Przedsiębiorstwa funkcjonujące w warunkach gospodarki wolnorynkowej stoją nieustannie nie tylko przed koniecznością stałego zwiększania efektywności swojego działania, lecz także przed problemem pozyskania finansowania na różnych etapach ich rozwoju.

W literaturze przedmiotu często podkreśla się wyraźnie, że utrudniony dostęp do kapitału uważa się za istotną barierę w rozwoju przedsiębiorczości zarówno w Polsce, jak i w innych krajach na świecie. Dlatego w przypadku istniejących barier w dostępie do tradycyjnych źródeł kapitału naturalny wydaje się wzrost zainteresowania przedsiębiorstw alternatywnymi formami finansowania działalności gospodarczej. Takimi alternatywnymi formami pozyskania kapitału mogą

być fundusze typu *private equity* oraz *venture capital*. Tego rodzaju kapitały są kierowane głównie do małych i średnich przedsiębiorstw, które chcą dysponować innowacyjnym produktem, unikatowym rozwiązaniem lub stosować nowoczesne technologie. Co więcej, finansowaniu takich rodzajów przedsięwzięć gospodarczych towarzyszy zazwyczaj duże ryzyko niepowodzenia, zaś z drugiej strony oczekiwanie na ponadprzeciętne korzyści ekonomiczne.

Fundusze *private equity* / *venture capital* tworzą segment rynku finansowego, który w sposób istotny może stymulować rozwój gospodarczy, a także wspierać i zapewniać finansowanie innowacyjnych rozwiązań w gospodarce. Pobudzanie i wspieranie przedsiębiorczości, szczególnie w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw, za pomocą tego typu funduszy stwarza szanse na szybki rozwój gospodarczy poszczególnych państw. Funkcjonujące zaś rynki kapitału podwyższonego ryzyka, przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych oraz krajach wysoko rozwiniętych Europy Zachodniej, są przykładem na to, że mogą nie tylko wspierać i stymulować trwały i dynamiczny rozwój gospodarczy, lecz także wspomagać rozwój innowacyjnych sektorów gospodarki.

Celem artykułu jest analiza rynku funduszy *private equity* / *venture capital* w krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Artykuł jest jednocześnie próbą oceny stanu oraz potencjału rozwoju polskiego rynku *private equity* i *venture capital*. Analizę oraz ocenę rynku funduszy kapitału podwyższonego ryzyka dokonano przez pryzmat charakterystyk EVCA, tj. przedstawiono i zestawiono m.in. informacje na temat wartości oraz kierunków przeprowadzanych inwestycji przez fundusze *private equity* / *venture capital*, struktury tychże inwestycji według etapów rozwoju finansowanych przedsiębiorstw czy udziału inwestycji podwyższonego ryzyka w Produkcie Krajowym Brutto dla poszczególnych krajów Europy Środkowej i Wschodniej, w tym dla Polski.

1. Istota kapitału podwyższonego ryzyka

Pojęcia *private equity* oraz *venture capital* w literaturze polskiej, a także europejskiej często są stosowane zamiennie, pomimo że pierwszy z tych terminów ma o wiele szersze znaczenie.

European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) definiuje *private equity* jako kapitał kierowany w stronę przedsiębiorstw niepublicznych, który może być wykorzystany m.in. w celu wdrożenia nowych produktów lub

technologii, zwiększenia kapitału obrotowego, poprawy bilansu. Z kolei *venture capital* według EVCA to szczególny rodzaj kapitału finansujący przedsięwzięcia znajdujące się we wczesnych etapach rozwoju oraz w fazie ekspansji [zob. EVCA]. Choć z zaproponowanych definicji EVCA nie wynika, że atrybutem inwestycji *private equity / venture capital* jest wysokie ryzyko, należy uznać, że wysoki poziom ryzyka jest wpisany w sens takich inwestycji [Rogoziński 2011: 41]. Ponadto inwestycje *private equity / venture capital* mają miejsce wówczas, gdy fundusze podwyższonego ryzyka mogą nabyć pakiet umożliwiający im kontrolę oraz aktywne uczestnictwo w podejmowaniu decyzji zarządczych przedsiębiorstw wyposażanych w kapitały podwyższonego ryzyka.

W praktyce wyróżnia się trzy segmenty inwestycji *private equity*, obejmujące zakresem *venture capital*, *buyout capital*, *mezzanine capital*. Inwestycje *venture capital*, jak już wcześniej zaznaczono, to inwestycje stwarzające wysokie ryzyko niepowodzenia z uwagi na to, że obejmują inwestycje w niepubliczne przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnej fazie ich rozwoju [Węclawski 1997: 17]. Fundusze *venture capital*, podejmując decyzję o zaangażowaniu kapitałów w tego typu przedsiębiorstwa, często oprócz wsparcia finansowego zapewniają również pomoc w postaci doradztwa. Z kolei inwestycje *buyout* to przede wszystkim przejęcia lub wykupy dokonywane przez fundusze od aktualnych ich właścicieli, firm znajdujących się w fazie gruntownych zmian strategii działania [Kornasiewicz 2004: 21]. Inwestycje *mezzanine capital* są kierowane w stronę tych przedsiębiorstw, które mają dobre perspektywy na przyszłość oraz realne szanse na rozwój, a którym towarzyszą problemy z pozyskaniem dalszego finansowania ze względu na ich nadmierne zadłużenie. Finansowanie *mezzanine* oznacza zastosowanie hybrydowych instrumentów finansowych (np. pożyczki podporządkowane, obligacje zamienne na akcje), które łączą w sobie elementy kapitału własnego i obcego. Zatem finansowanie *mezzanine* ma zarówno cechy typowe dla długu, jak i kapitału [Zasępa 2010: 15].

Zapotrzebowanie na kapitał własny ze strony przedsiębiorstw jest uzależnione od stadium ich rozwoju. Często jest tak, że inne zapotrzebowanie na kapitał własny towarzyszy założeniu firmy, a inne finansowaniu rozwoju lub restrukturyzacji firmy. Tym samym zakres zaangażowania funduszy podwyższonego ryzyka jest ściśle powiązany z fazą rozwoju, w jakiej znajduje się przedsiębiorstwo [Węclawski 1997: 22]. European Private Equity and Venture Capital Association wyróżnia następujące stadia rozwoju przedsiębiorstw: stadium początkowe (*early stage*), które obejmuje finansowanie zasiewów (*seed*), startu (*start-up*) oraz pozo-

stałe stadia początkowe (*other early stage*); stadium rozwoju (*expansion stage*) obejmujące fazę wzrostu (*growth*) oraz restrukturyzacji (*rescue/turnaround*); stadium finansowania późniejszych etapów rozwoju (*later stage*) obejmujące refinansowanie długu (*replacement capital*) oraz stadium wykupu obejmujące finansowanie przejęć i wykupów (*buyout*) [EVCA; Świdarska 2008: 197–198]. A zatem uściślając, fundusze *private equity*, co do zasady, inwestują w przedsiębiorstwa we wszystkich fazach rozwoju, zaś fundusze *venture capital* we wczesne fazy rozwoju firmy.

2. Proces inwestycyjny kapitału podwyższonego ryzyka

Działalność funduszy *private equity* / *venture capital* obejmuje zakresem zasadniczo trzy podstawowe fazy, a mianowicie fazę akwizycji kapitału (*fundraising*), fazę zaangażowania kapitałowego oraz fazę zakończenia inwestycji określaną mianem dezinvestycji (*divestment*) [Zasępa 2010: 45; Pietraszewski 2007: 117–150].

Proces gromadzenia środków finansowych odnosi się do fazy pozyskiwania kapitałów niezbędnych do tego, aby fundusze mogły finansować swoją działalność. Kapitał może pochodzić zarówno od inwestorów prywatnych, jak i instytucjonalnych. Głównymi dawcami kapitału są banki, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe, instytucje korporacje, fundusze inwestycyjne, agencje rządowe, fundacje, a także osoby prywatne [Wrześniński 2008: 30].

Fundusze podwyższonego ryzyka, podejmując decyzję o zaangażowaniu kapitałowym, przeprowadzają wieloetapową procedurę weryfikującą potencjalne projekty inwestycyjne. Proces selekcji potencjalnych projektów inwestycyjnych na ogół obejmuje trzy podstawowe elementy: selekcję wstępną (*initial screening*), analizę fundamentalną (*due diligence*) oraz wycenę i określenie struktury transakcji (*deal structuring & pricing*) [Zasępa 2010: 65–68]. Stosowana przez fundusze wysokiego ryzyka procedura selekcji wstępnej projektów inwestycyjnych pozwala wyodrębnić te przedsięwzięcia, które dają szansę na ich powodzenie oraz uzyskanie ponadprzeciętnej stopy zwrotu. Efektem tego etapu jest podpisanie listu intencyjnego (*term sheet*), który nie przesądza o zaangażowaniu kapitałowym, lecz stanowi wstęp dla dalszej procedury badania potencjalnych projektów inwestycyjnych. W praktyce niezbędne jest przeprowadzenie bardziej szczegółowej analizy – *due diligence*. Jest to pogłębiona analiza sytuacji przedsiębiorstwa

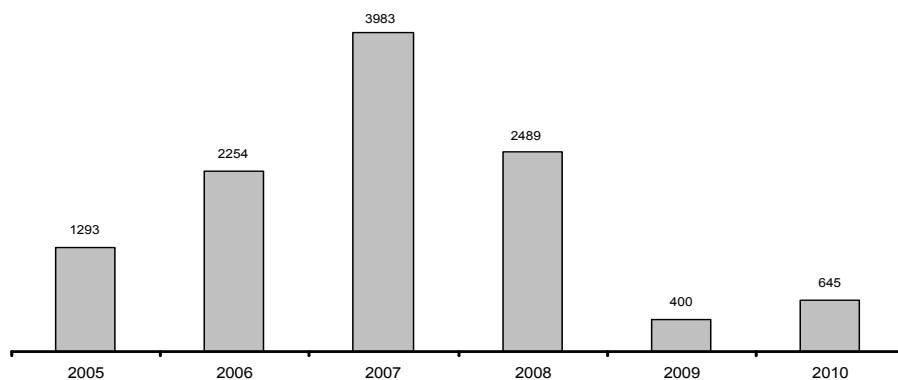
mająca na celu umożliwienie realnej wyceny, a także potencjału rozwoju określonego przedsięwzięcia inwestycyjnego [Sobańska, Sieradzan 2004: 203–205]. Efektem badania *due diligence* jest ustalenie wartości rynkowej przedsięwzięcia rynkowego, ta wycena jest punktem odniesienia do negocjacji ceny [Panfil 2008: 118–119]. Pozytywna decyzja o zakwalifikowaniu projektu do realizacji pociąga za sobą konieczność wniesienia kapitałów, których forma jest zależna od potrzeb i poziomu rozwoju przedsiębiorstwa [Świdarska 2008: 188–189; Węclawski 1997: 130–147].

Proces dezynwestycji jest końcowym etapem inwestycji *private equity* / *venture capital*, którego celem jest upłynnienie aktywów będących w posiadaniu funduszy podwyższonego ryzyka. Istnieje wiele sprawdzonych sposobów na wyjście z inwestycji. Jedną z popularniejszych metod dezynwestycji stanowi sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu (*trade sale*), sprzedaż inwestorowi finansowemu (*secondary sale*) lub innemu funduszowi *private equity*. Często warunkiem dla przeprowadzenia takich transakcji jest uzyskiwanie dobrych wyników ekonomicznych przez przedsiębiorstwo. Równie popularnym sposobem na wyjście z inwestycji jest wprowadzenie firmy na giełdę papierów wartościowych (*Initial Public Offering*), jednak ten sposób dezynwestycji jest uzależniony od stanu i poziomu rozwoju rynku kapitałowego, a także od panującej w danym momencie koniunktury rynkowej. Poza tym do innych sposobów wyjścia z inwestycji zaliczyć można wykup menedżerski (*management buy out*), odkupienie akcji przez dotychczasowych właścicieli bądź spółkę (*buy back*). Zakończenie inwestycji może również odbyć się poprzez likwidację spółki lub umorzenie jej udziałów (*write off*). Likwidacja, w większości przypadków, umożliwia odzyskanie tylko części zainwestowanych środków, ponieważ ten sposób wyjścia często pozwala jedynie minimalizować ponoszone straty przez inwestorów [Zasępa 2010: 87–117].

3. Rynek kapitałów podwyższonego ryzyka w Europie Środkowej i Wschodniej

Rynek kapitałów podwyższonego ryzyka w Europie Środkowej i Wschodniej na przestrzeni ostatnich lat ulegał znacznym przeobrażeniom. W roku 2010 fundusze *private equity* oraz *venture capital* działające w Europie Środkowej i Wschodniej pozyskały 644,8 mln euro na inwestycje, co oznacza ich wzrost o 62% w stosunku

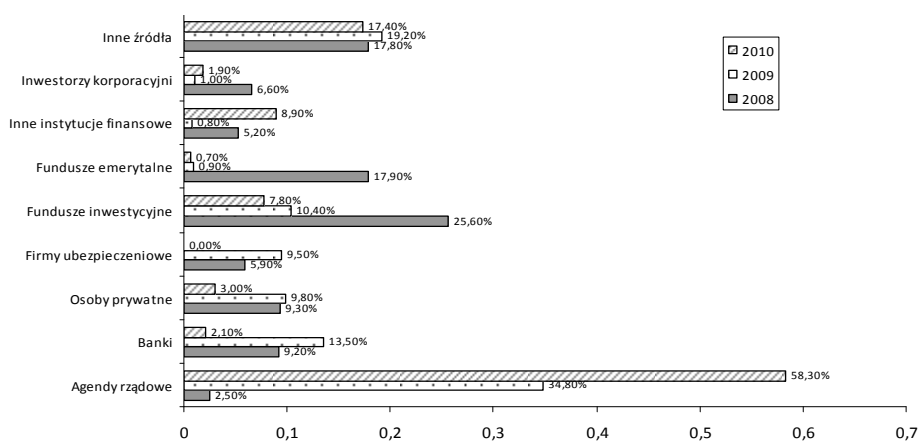
do poprzedniego roku. Wartość pozyskanych środków jest znacznie mniejsza od tych sprzed kryzysu finansowego, tym samym wzrost pozyskanych kapitałów należy ocenić pozytywnie w czasach, gdy pozyskanie środków na jakąkolwiek działalność nie jest zadaniem prostym. Ponadto z zamieszczonych informacji (rysunek 1) na temat środków finansowych pozyskanych przez fundusze *private equity* w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2005–2010 wynika, że istnieje duże zapotrzebowanie na kapitał podwyższonego ryzyka, jak również na duże zainteresowanie funduszy *private equity* inwestycjami w tej części Europy.



Rysunek 1. Środki finansowe pozyskane przez fundusze *private equity* w krajach Europy Środkowej i Wschodniej (mln euro)

Źródło: CEES 2010.

Z prezentowanych informacji na temat źródeł kapitału podwyższonego ryzyka w krajach Europy Środkowej i Wschodniej wynika, że najwięcej kapitału w 2010 roku dostarczyły agendy rządowe (58,3%), inne źródła (17,4%) oraz inne instytucje finansowe (8,9%). Z kolei najważniejszymi inwestorami powierzającymi środki finansowe funduszom *private equity* oraz *venture capital* w 2009 roku były agendy rządowe (34,8%), inne źródła (19,2%), a także banki (13,5%). Z rysunku 2 jednoznacznie wynika, że udział funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych czy inwestorów korporacyjnych 2010 i 2009 roku był niewielki. Zapewne zmniejszony udział tych instytucji finansowych w dostarczaniu kapitałów funduszom podwyższonego ryzyka był podyktowany bardziej ostrożną polityką inwestycyjną stosowaną w czasach zwiększonej niepewności na rynkach finansowych.

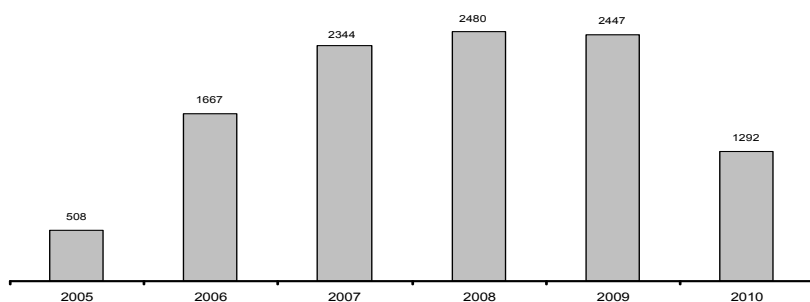


Rysunek 2. Źródła kapitału podwyższonego ryzyka w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2008–2010 (%)

Źródło: CEES 2010.

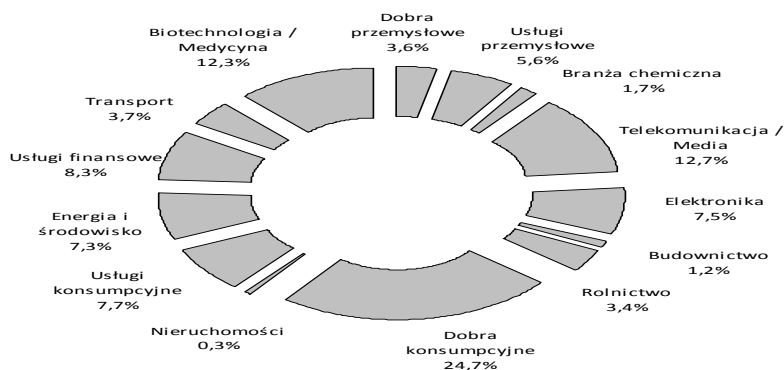
Wartość inwestycji kapitałów podwyższonego ryzyka w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w 2010 roku stanowiły zaledwie 53% wartości inwestycji z 2009 roku, oznacza to spadek inwestycji z 2,44 mld euro do 1,29 mld euro, przy czym działalność inwestycyjna w 2010 roku koncentrowała się głównie w takich krajach, jak Polska (657 mln euro), Republika Czeska (193 mln euro), Rumunia (119 mln euro), Ukraina (96 mln euro), Bułgaria (82 mln euro) oraz Węgry (65 mln euro). Inwestycje *private equity* wymienionych krajów stanowiły łącznie ponad 90% wszystkich inwestycji zrealizowanych w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, z czego ponad 50% przypadało na Polskę. Informacje na temat rocznych kwot inwestycji dokonywanych we wszystkich krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2005–2010 zamieszczono na rysunku 3.

Głównymi kierunkami inwestycji *private equity* / *venture capital* w 2010 roku w krajach Europy Środkowej i Wschodniej były dobra konsumpcyjne (24,7%), a dalej w kolejności telekomunikacja/media (12,7%), biotechnologia/medycyna (12,3%). Z kolei najmniejszym zainteresowaniem cieszyły się inwestycje w takie sektory gospodarki jak nieruchomości (0,3%), budownictwo (1,2%) oraz rolnictwo (3,4%). Szczegółowe informacje na temat inwestycji *private equity* oraz *venture capital* według sektorów w krajach Europy Środkowej i Wschodniej zamieszczono na rysunku 4.



Rysunek 3. Roczna kwota inwestycji w krajach Europy Środkowej i Wschodniej (mln euro)

Źródło: CEES 2010.

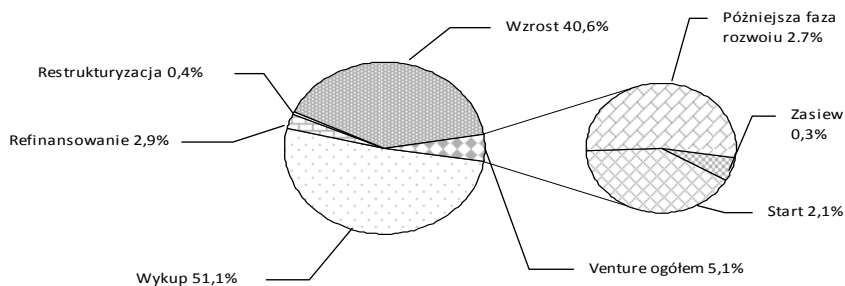


Rysunek 4. Inwestycje funduszy podwyższonego ryzyka w krajach Europy Środkowej i Wschodniej według sektorów w 2010 roku (%)

Źródło: CEES 2010.

W krajach Europy Środkowej i Wschodniej, tak jak w całej Europie, utrzymuje się tendencja funduszy do inwestowania w dojrzałe spółki, tj. angażowania kapitałów w przedsiębiorstwa znajdujące się w późniejszych fazach rozwoju. Z zamieszczonych na rysunku 5 informacji na temat struktury inwestycji kapitałów funduszy podwyższonego ryzyka według etapów rozwoju finansowanych przedsiębiorstw wynika, że ponad 90% realizowanych inwestycji dotyczy wykupu (51,1%) oraz wzrostu (40,6%). Zaledwie 5,1% funduszy dotyczy inwestycji *venture capital*, które obejmują finansowanie spółek na wczesnym etapie ich rozwoju (m.in. zasiew, start-up). Oznacza to, że niewielka część funduszy kapitałów

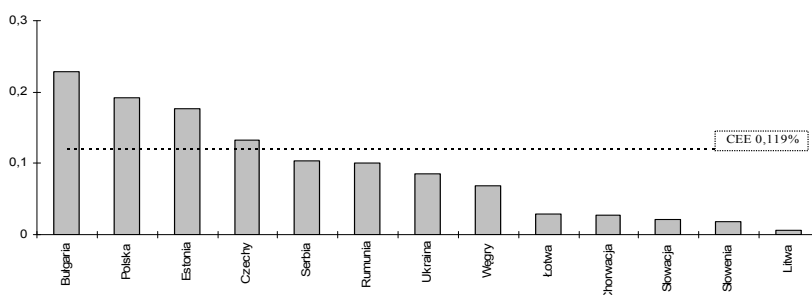
podwyższonego ryzyka finansuje nowo powstające firmy czy przedsięwzięcia znajdujące się w fazie projektowania, rozruchu przedsięwzięcia.



Rysunek 5. Struktura inwestycji według etapów rozwoju finansowanych przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w 2010

Źródło: CEES 2010.

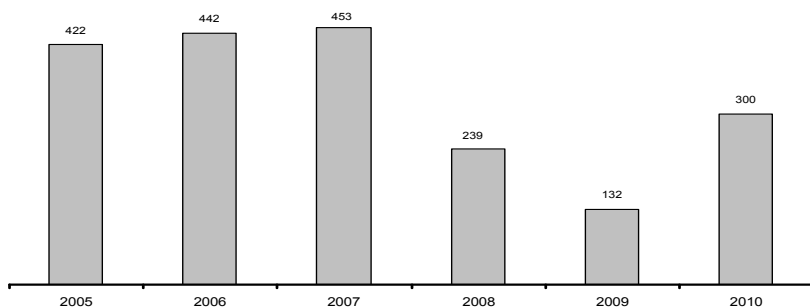
Udział inwestycji *private equity* w stosunku do PKB pozwala ocenić znaczenie funduszy dla rozwoju poszczególnych gospodarek narodowych krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Największe znaczenie miały inwestycje funduszy *private equity* w takich krajach, jak Bułgaria, Polska, Estonia oraz Republiki Czeskiej. Poziom wskaźnika dla tych krajów kształtował się powyżej średniej. Wartość średnia wskaźnika udziału inwestycji *private equity* do wartości PKB dla państw Europy Środkowej i Wschodniej w 2010 roku wynosił 0,119%.



Rysunek 6. Udział inwestycji *private equity* w stosunku do PKB w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w 2010 roku

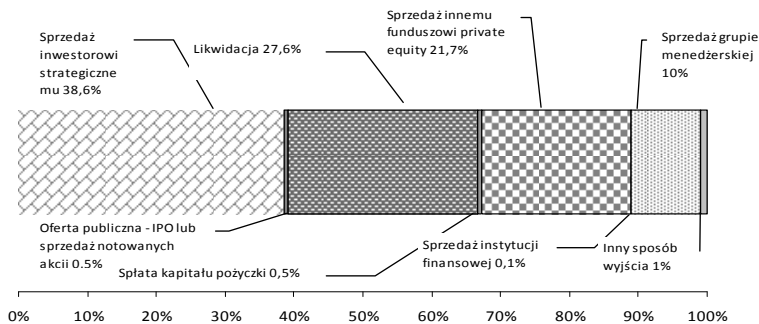
Źródło: CEES 2010.

Fundusze podwyższonego ryzyka krajów Europy Środkowej i Wschodniej odnotowały w analizowanym okresie zwiększoną skalę wyjść z inwestycji. Wartość dezinwestycji w 2010 roku wyniosła 299,5 mln euro i była ponad dwukrotnie większa w stosunku do poprzedniego roku. Roczny poziom dezinwestycji funduszy podwyższonego ryzyka w krajach Europy Środkowej i Wschodniej zobrazowano na rysunku 7.



Rysunek 7. Roczny poziom dezinwestycji funduszy podwyższonego ryzyka w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2005–2010

Źródło: CEES 2010.



Rysunek 8. Struktura wyjść z inwestycji kapitałów podwyższonego ryzyka w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w 2010 roku (%)

Źródło: CEES 2010.

Dominującym sposobem wyjść z inwestycji funduszy *private equity* oraz *venture capital* w 2010 roku w krajach Europy Środkowej i Wschodniej była sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu (38,6%), likwidacja (27,6%),

a także sprzedaż przedsiębiorstwa innemu funduszowi *private equity* (21,7%). Strukturę dezinwestycji w 2010 roku przedstawiono na rysunku 8. Zapewne wciąż panująca niepewność na rynkach finansowych sprawiła, że zakończenie inwestycji poprzez wprowadzenie przedsiębiorstwa na giełdę papierów wartościowych nie było preferowanym sposobem wyjścia z inwestycji przez fundusze podwyższonego ryzyka.

4. Rynek kapitałów podwyższonego ryzyka w Polsce

Początek rynku *private equity* w Polsce przypada na lata dziewięćdziesiąte XX wieku. Z tej perspektywy należy uznać, że jest to rynek stosunkowo młody, jednak w ostatnich latach znajdujący się w fazie dynamicznego rozwoju. Polski rynek kapitałów wysokiego ryzyka jest największy spośród krajów Europy Środkowej i Wschodniej. W 2010 roku wartość zrealizowanych inwestycji w Polsce stanowiła ponad 50% wszystkich transakcji w regionie.

Wartość przeprowadzonych inwestycji wzrosła z 266,9 mln euro w 2009 roku do 656,7 mln euro w 2010 roku. Wzrost wartości zrealizowanych transakcji na rynku polskim to wynik przede wszystkim większej liczby zawartych transakcji. Liczba transakcji w 2010 roku objęła 44 przedsiębiorstw i była większa o 56,8% w stosunku do poprzedniego okresu.

Z zamieszczonych informacji na temat wartości inwestycji kapitałów podwyższonego ryzyka (tabela 1) wynika, że w analizowanym okresie dominowały inwestycje obejmujące późniejsze fazy rozwoju przedsiębiorstw.

W 2010 roku blisko 80% zrealizowanych inwestycji (520 mln euro) było związanych z wykupem (*buyout*) oraz fazą ekspansji (wzrostu) – 17,4% ogółu inwestycji. Wyraźnie widać, że niewielka kwota kapitałów podwyższonego ryzyka obejmuje inwestycje na wczesnym etapie rozwoju przedsiębiorstw (zasiew, *start-up*). W 2010 roku inwestycje typu *venture capital* wyniosły zaledwie 0,4% wartości zrealizowanych inwestycji ogółem. Oznacza to, że fundusze dość niechętnie finansują przedsięwzięcia będące w fazie projektowania czy wdrażania. Jest to sytuacja, która raczej potwierdza dominujący trend w Europie, niż odosobniony przypadek, jakim jest niski udział funduszy podwyższonego ryzyka w inwestycjach będących na wczesnych etapach rozwoju przedsiębiorstw.

Tabela 1

Wartość, struktura oraz liczba inwestycji kapitałów podwyższonego ryzyka pod względem etapów rozwoju finansowanych przedsiębiorstw w Polsce

Wartości (tys. euro)	2009			2010		
	Wartość	%	Liczba firm	Wartość	%	Liczba firm
Etap rozwoju						
Zasiew	0	0,0	0	0	0	0
Start-up	0,01	0,0	1	1 293	0,2	6
Późniejsza faza rozwoju	634	0,2	5	1 272	0,2	3
Venture ogółem	634	0,2	6	2 565	0,4	9
Wzrost	61 559	23,1	8	114 454	17,4	15
Restrukturyzacja	6 100	2,3	1	3 073	0,5	1
Refinansowanie	99	0,0	1	16 145	2,5	3
Wykup	198 602	74,4	10	520 517	79,3	18
Ogółem	266 994	100	25	656 754	100	44

Źródło: EVCA 2011.

Z analizy branżowej inwestycji *private equity* w Polsce wynika, że głównymi kierunkami inwestycji kapitałów podwyższonego ryzyka w 2010 roku były dobra konsumpcyjne (41,9%) oraz usługi konsumpcyjne (13,9%). Udział inwestycji zaliczanych do nowych technologii telekomunikacja/media, biotechnologia/medycyna, elektronika wyniósł w 2010 roku 17,3%. Wśród innych kierunków zainteresowań inwestycji należy wymienić branżę zajmującą się wytwarzaniem dóbr i świadczeniem usług przemysłowych (15,7%). Mniejszym zainteresowaniem cieszą się takie obszary działalności, jak budownictwo, nieruchomości.

Naturalnym elementem procesu inwestycyjnego kapitałów podwyższonego ryzyka jest wyjście z inwestycji. Z analizy dezinwestycji w Polsce wynika, że fundusze *private equity* w 2010 dokonały 19 wyjść z polskich spółek na łączną wartość 78,8 mln euro po koszcie ich nabycia. Zarówno liczba, jak i wartość wyjść z inwestycji w 2010 roku wzrosła w porównaniu z poprzednim okresem. Struktura dezinwestycji *private equity* w 2010 roku była wyraźnie odmienna od tej w 2009 roku. Dominującym sposobem wyjść z inwestycji w 2009 roku było przeprowadzenie oferty publicznej na giełdzie (45,4%), sprzedaż przedsiębiorstwa instytucji finansowej (31,7%) oraz sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu (19,9%). Z kolei w 2010 roku najczęstszym sposobem dezinwestycji

była likwidacja (46,1%), sprzedaż spółki grupie menedżerskiej (25,6%) oraz odsprzedaż udziałów innemu funduszowi *private equity* (16,9%).

Tabela 2

Wartość, struktura oraz liczba dezinwestycji
zrealizowanych przez fundusze *private equity* w Polsce

Wartości (tys. euro)	2009			2010		
	Wartość kosztów	%	Liczba firm	Wartość kosztów	%	Liczba firm
Rodzaje wyjść						
Sprzedaż inwestorowi strategicznemu	6 265	19,9	3	7 314	9,3	4
Oferta publiczna – IPO lub sprzedaż notowanych akcji	14 274	45,4	4	1 493	1,9	3
Likwidacja	0	0	0	36 353	46,1	1
Wykup akcji uprzywilejowanych	0	0	0	0	0	0
Spłata kapitału pożyczki	0	0	0	0	0	0
Sprzedaż innemu funduszowi <i>private equity</i>	585	1,9	2	13 277	16,9	4
Sprzedaż instytucji finansowej	9 981	31,7	2	181	0,2	2
Sprzedaż grupie menedżerskiej	0	0		20 171	25,6	5
Inny sposób wyjścia	332	1,1	2	0	0	0
Ogółem dezinwestycje	31 348	100	9	78 788	100	19

Źródło: EVCA 2011.

Z zamieszczonych informacji (tabela 1 i 2) wynika, że Polska jest miejscem dla dynamicznego rozwoju inwestycji typu *private equity / venture capital*. Wartość inwestycji *private equity* przeprowadzanych w Polsce rośnie zarówno w ujęciu wartościowym, jak i ilościowym. Pożądane jest, aby dynamika inwestycji typu *private equity / venture capital* była dodatnia, gdyż poziom tych inwestycji stymuluje potencjał rozwoju gospodarczego państwa w długim okresie.

Podsumowanie

Współczesne podmioty gospodarcze, działające w warunkach niestabilności i złożoności otoczenia, a także ogólnego poziomu wzrostu niepewności, mają utrudnione zadanie, jakim jest przetrwanie i rozwój przedsiębiorstwa. Funkcjono-

nujące fundusze podwyższonego ryzyka mogą być istotnym źródłem kapitału dla przedsiębiorstw oraz ważnym segmentem rynku finansowego.

Niewątpliwie Polska jest największym i najbardziej znaczącym rynkiem kapitału podwyższonego ryzyka w Europie Środkowej i Wschodniej. Wobec niepewnej sytuacji rynkowej spowodowanej kryzysem gospodarczym trudno będzie utrzymać dotychczasową wartość inwestycji dokonywanych przez fundusze *private equity / venture capital* w Polsce. Niestety, okazuje się, że na polskim rynku fundusze podwyższonego ryzyka rzadko kiedy angażują kapitały w rozwój przedsiębiorstw znajdujących się na wczesnym etapie rozwoju. Taki stan rzeczy potwierdza panującą ogólną tendencję, którą można zaobserwować na innych europejskich rynkach, na których dominują transakcje w firmy o ugruntowanej pozycji na rynku. A zatem fundusze podwyższonego ryzyka w Europie Środkowej i Wschodniej preferują inwestycje obejmujące późniejsze fazy rozwoju przedsiębiorstw.

Utrzymująca się niepewność na rynkach finansowych utrudnia prowadzenie inwestycji na wymagającym rynku, jakim jest rynek kapitału podwyższonego ryzyka, przede wszystkim wpływa negatywnie lub znacząco ogranicza napływ środków finansowych do funduszy *private equity / venture capital* z przeznaczeniem na nowe inwestycje. Z drugiej strony można w takiej sytuacji upatrywać szansy na to, że fundusze będą w stanie pozyskać aktywa po znacznie niższym koszcie ich nabycia, co paradoksalnie może przyczynić się do bardziej dynamicznego rozwoju rynku *private equity / venture capital* w Polsce i w innych krajach tej części Europy.

Literatura

- CEES [2010], *Central and Eastern Europe Statistic 2010, An EVCA Special Paper, Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, EVCA, PEREP_Analytics, Belgium, July 2011, www.evca.eu.*
- EVCA [2011], *European Private Equity and Venture Capital Association, European Private Equity Activity Review, PEREP_Analytics, Belgium, Yearbook 2011, www.evca.eu.*
- Kornasiewicz A. [2004], *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.
- Panfil M. (red.) [2008], *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa – studia przypadków*, Difin, Warszawa.

- Pietraszewski M. [2007], *Proces inwestycyjny realizowany przez fundusze private equity*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna, Włocławek 2007.
- Rogoziński S. [2011], *Venture capital a gospodarka*, „Miesięcznik Kapitałowy”, nr 2.
- Sobańska K., Sieradzan P. [2004], *Inwestycje private equity / venture capital*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa.
- Świdowska J. [2008], *Quasi-fundusze venture capital. Publiczne wsparcie inowacyjnych MSP*, Difin, Warszawa.
- Węclawski J. [1997], *Venture Capital nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Wrzesiński M. [2008], *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Zasępa P. [2010], *Venture capital – sposoby dezinvestycji*, CeDeWu, Warszawa.

PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL FUNDS IN THE COUNTRIES OF CENTRAL AND EASTERN EUROPE

Summary

Corporations, in order to be able to run business activities, must be provided with enough capital. The capital at the disposal of the company needs to be used in the best possible way. The article focuses on the notion of the private equity and venture capital market. The text analyses the private equity and venture capital market in the Central and East European countries. Moreover, the condition and the potential of the Polish private equity along with the venture capital is evaluated in the article.

Keywords: Private Equity and Venture Capital Funds, Central and Eastern Europe

Translated by Andrzej Kuciński

