

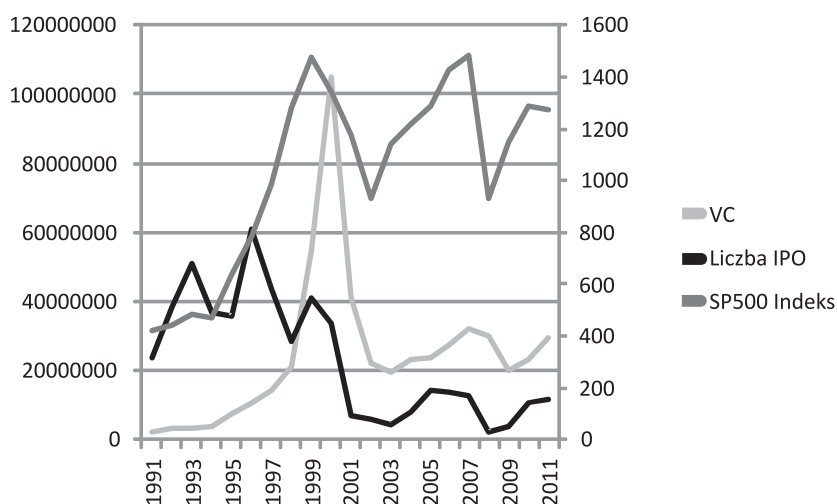
# **CYKL INWESTYCJI PRIVATE EQUITY W POLSCE NA TLE ROZWOJU RYNKU KAPITAŁOWEGO**

## **Wprowadzenie**

Fundusze typu private equity oraz venture capital są nową formą inwestycji kapitałowych, a historia ich rozwoju w USA to okres ostatnich 35 lat. W państwach Europy Zachodniej pierwsze fundusze pojawiły się na początku lat osiemdziesiątych. Fundusze typu private equity (PE) oraz venture capital (VC) funkcjonują w Polsce od 1991 r. Od momentu powstania pierwszego funduszy typu private equity minęło wiele lat oraz diametralnie zmieniło się otoczenie rynkowe, a same fundusze stały się jednym z ważniejszych podsegmentów rynku finansowego, nazywanym mianem inwestycji alternatywnych. Mimo wielu zmian rynkowych fundusze te nadal inwestują w młode innowacyjne spółki, które charakteryzują się ponadprzeciętnym ryzykiem inwestycyjnym wynagradzanym niespotykaną nigdzie indziej stopą zwrotu. Należy podkreślić, iż dyspersja stóp zwrotu inwestycji VC jest najwyższa spośród wszystkich dostępnych na rynku inwestycji alternatywnych. Globalnie rynek ten ewoluuje w sposób ciągły oraz rozwija się w sposób dość dynamiczny. Wydaje się, iż aktywność tego typu inwestycji na świecie jest uzależniona w głównej mierze od sytuacji na publicznym rynku akcji oraz od sytuacji na rynku finansowania dłużnego przedsiębiorstw. Aktywność funduszy VC może być postrzegana jako cykliczna i można ją odnieść do fazy tworzenia funduszu, akwizycji kapitału, inwestycji oraz monitorowania rozwoju spółek udziałowych oraz przeprowadzenia ostatniej fazy, jaką jest dezinvestycja. Aktywny profesjonalista zarządzający funduszem VC lub PE powinien orientować się w jakiej fazie cyklu gospodarczego znajduje się dany obszar geograficzny lub branża, w którą zamierza się zaangażować. Do tej sytuacji winien on dostosowywać pozycje funduszu i jego aktywność w zakresie pozyskiwania, inwestowania oraz wychodzenia z przeprowadzonej inwestycji. Celem artykułu jest zaprezentowanie cyklu funduszy private equity oraz venture capital funkcjonujących w Polsce.

## 1. Inwestycje funduszy private equity oraz venture capital

Można stwierdzić, iż globalne fundusze VC oraz PE i ich aktywność jest uzależniona od dwóch głównych czynników: sytuacji na publicznym rynku akcji oraz restrykcyjności polityki kredytowej instytucji finansowych. Dalsze czynniki mające wpływ na poziom aktywności funduszy PE oraz VC to sytuacja na rynku pierwotnej oferty publicznej, rynku transakcji fuzji i przejęcia, wzrostu gospodarczego, spreadów kredytowych czy zmienności rynków aktywów publicznych. Mimo rozwijającego się rynku funduszy venture capital oraz private equity inwestycje te zaczęły być nieefektywne, co jest spowodowane wieloma czynnikami, takimi jak: problemy z wyjściem z inwestycji, niskie wyceny przedsiębiorstw, źle przeprowadzone inwestycje czy trudności z pozyskaniem odpowiedniej wielkości środków na inwestycje, co prowadzi do rozwodnienia kapitałów inwestowanych w pojedyncze projekty. Przykładem tego, iż aktywność inwestycji typu PE oraz VC na globalnych rynkach jest uzależniona od sytuacji na rynkach publicznych, są dane zawarte na rysunku 1. Przedstawia on poziom inwestycji VC na rynku USA na tle kształtowania się poziomu indeksu SP500 oraz liczby transakcji IPO na giełdach amerykańskich.



Legenda:

Liczba IPO oraz poziom indeksu SP500 skala prawa, poziom inwestycji VC skala lewa.

Rys. 1. Poziom inwestycji funduszy VC na tle poziomu indeksu SP500 oraz liczby transakcji IPO na rynku amerykańskim

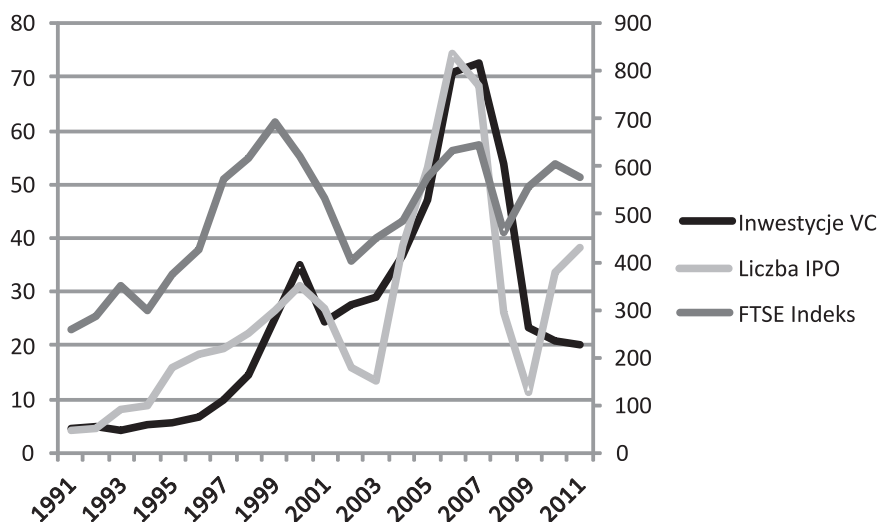
Źródło: National Venture Capital Association (NVCA), Dow Jones Venture Source.

Analizując dane zawarte na rysunku 1 można stwierdzić, iż inwestycje VC na rynku amerykańskim charakteryzują się wysoką korelacją z poziomem kształtowania się indeksu SP500 oraz liczbą transakcji IPO, która jest pochodną sytuacji na rynku rozwijających się przedsiębiorstw. Dynamiczny wzrost notowań indeksu SP500 w okresie 1991-2000 przełożył się na ogromną dynamikę inwestycji VC, która miała swoje ujście w procesie dezinwestycji dokonywanych za pomocą IPO. Średnia roczna dynamika inwestycji wyniosła w podanym przedziale aż 48%. W tym okresie udział funduszy VC w transakcjach IPO wynosił ponad 37% w ujęciu wartościowym, jak i liczbowym, podczas gdy w okresach bessy na rynkach publicznych i spadku liczby IPO udział ten spadał do poziomu 19%, a także 22% odpowiednio dla 2008 r. oraz 2009 r. Dla udziału w wartościach transakcji IPO poziom ten malał odpowiedni do 1,9% oraz 8,5%. Należy również stwierdzić, iż średnia wartości IPO przeprowadzana przez fundusze VC nie zależała w pełni od poziomu kształtowania się indeksów. W okresach koniunktury liczba IPO przeprowadzana przez fundusze rosła, dzięki czemu na giełdę trafiły mniejsze podmioty. W okresach stagnacji transakcje IPO przeprowadzano wyłącznie dla spółek, które osiągały wysoki poziom rozwoju, co za tym idzie ich kapitalizacja była dość znaczna. Można to stwierdzić na podstawie średniej wartości transakcji IPO, która dla 1999 r. i 2000 r. wynosiła ona odpowiednio 5,9 mln USD oraz 7,2 mln USD, gdy dla lat 2001-2002 wzrosła ona odpowiednio do 15,2 mln USD oraz 15 mln USD<sup>1</sup>, by następnie zanotować swoje minimum w 2011 r. na poziomie 8,9 mln USD.

Tak jak na rynku amerykańskim fundusze venture capital oraz private equity funkcjonują z powodzeniem na rynku europejskim. Warto podkreślić, iż charakter inwestycji na rynku europejskim różni się od rynku amerykańskiego tym, że dominują na nim transakcje wykupów menedżerskich, a na rynku amerykańskim – inwestycje w spółki w początkowych fazach rozwoju. Analizując dane poszczególnych gospodarek narodowych należy stwierdzić, iż średnio około 50% aktywności jest generowane przez fundusze mające swą siedzibę w Wielkiej Brytanii. Kolejne miejsce na rynku UE zajmuje Francja z udziałem na poziomie ok. 20% oraz Niemcy ze średnim udziałem w granicach 10%. Inwestycje funduszy PE oraz VC na tle kształtowania się indeksu FTSE100 (Financial Time Stock Exchange) oraz liczby IPO na głównych publicznych rynkach europejskich prezentuje rysunek 2. W celu dokładniejszej wizualizacji danych poziom indeksu FTSE100 został zdyskontowany przez dzielnik o poziomie 10.

---

<sup>1</sup> NVCA Yearbook 2012.

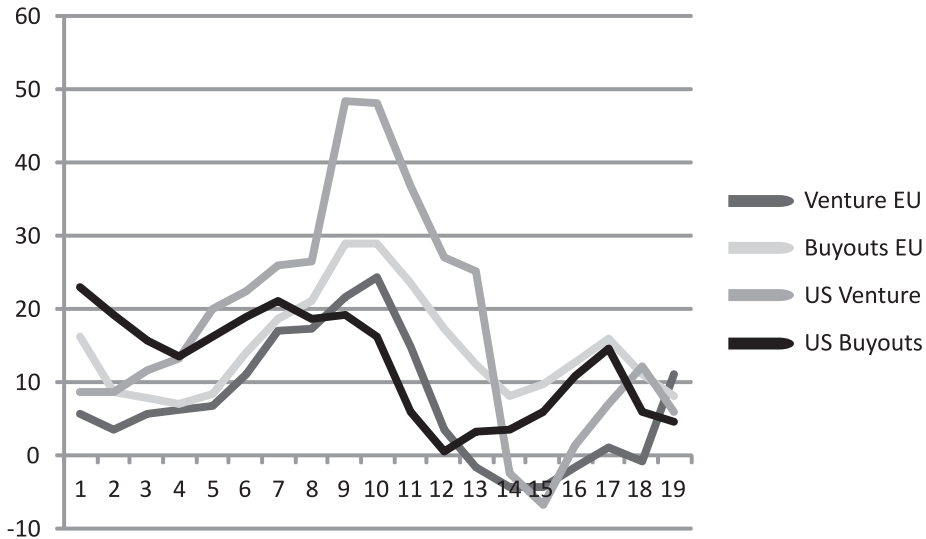


Rys. 2. Kształtowanie się poziomu inwestycji PE na rynku europejskim na tle indeksu FTSE100 oraz liczby transakcji IPO na głównych rynkach europejskich

Źródło: NVCA, FTSE, IPO Watch 2003-2012.

W przypadku rynku europejskiego poziom inwestycji VC oraz PE osiągnął swoje maksimum w 2007 r. Było to spowodowane tym, iż inwestorzy europejscy wykorzystują wysoką dźwignię finansową i dokonują dużej liczby transakcji wykupów menedżerskich (buy out). Inaczej niż na rynku amerykańskim również liczba IPO osiągnęła swoje maksimum w 2007 r., co było spowodowane rozszerzeniem UE na rynek krajów Europy Środkowo-Wschodniej, jak również zmieniającymi się trendami na globalnym rynku IPO. Dodatkową różnicą jest dość szybki wzrost liczby IPO na rynku europejskim w porównaniu z rynkiem USA po roku 2007. Co ważne liczba IPO na giełdach europejskich nie spadła w tak dynamiczny sposób w 2007 r., jak to miało miejsce na rynku USA, gdzie dynamika spadku wyniosła aż  $-93\%$ . Należy stwierdzić, iż trendy na tych dwóch głównych rynkach funduszy VC oraz PE są podobne, jednak działają z różną siłą i natężeniem. Mimo tak dynamicznego wzrostu inwestycji europejskie fundusze nie osiągają wysokich stóp zwrotu w porównaniu z innymi klasami aktywów. Mediana dla funduszy utworzonych po 1999 r. kształtuje się na ujemnych poziomach i nie jest wyższa od stóp zwrotu osiągniętych przez rynki publiczne. Oznacza to, że ponad 50% funduszy traci powierzone im w zarząd kapitały na przestrzeni ostatnich 10 lat. Z drugiej jednak strony górny kwartył stóp zwrotu osiągniętych przez fundusze VC kształtuje się znacznie powyżej wyników osiągniętych z inwestycji pu-

blicznych i indeksów giełdowych. Szczególnie dobrze jest widoczne to dla tenorów powyżej 10 lat. Osiągane wyniki funduszy PE oraz VC w USA oraz UE prezentuje rysunek 3.



Rys. 3. Porównanie 5-letniej stopy rolling IRR dla funduszy buy out oraz venture capital w USA oraz Europie w latach 1991-2009

Źródło: Thomson One Database.

Analizując dane prezentowane na rysunku 3 należy stwierdzić, iż stopy zwrotu dla funduszy VC w UE oraz rynku amerykańskiego w dekadzie 2000-2010 kształtują się na bardzo niskich poziomach, osiągając wręcz wyniki ujemne dla niektórych okresów. Dlatego niezmiernie ważna jest analiza dotycząca inwestycji w określone fundusze VC lub PE i wybór tych, których zarządzający osiągnęli stopy zwrotu lokujące się w czwartym kwartylu ich rozkładu. Oczywiście należy zaznaczyć, iż dane zawarte na rysunku 3 mają charakter poglądowy, gdyż porównywanie różnych typów inwestycji na dwóch różnych rynkach nie do końca jest poprawne. Należy pamiętać o pewnej różnicy w charakterze inwestycji VC oraz PE dokonywanych na omawianych rynkach. Inwestorzy na rynku amerykańskim w większym stopniu angażują się w projekty we wczesnych fazach rozwoju, których stopy zwrotu mają znacznie większą kurtozę oraz skośność niż inwestycje PE, które są preferowane przez inwestorów europejskich. Ponadto stopy zwrotu inwestycji VC mają dużo większe prawdopodobieństwo wysokich stóp zwrotu i ich rozkłady mają tzw. grubsze ogony.

## 2. Analiza cykliczności inwestycji private equity oraz venture capital w Polsce

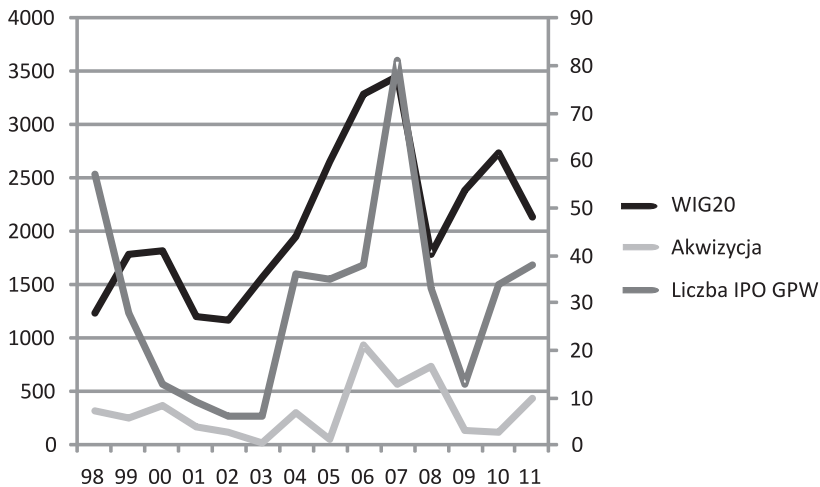
Pierwsze fundusze typu private equity pojawiły się w Polsce wraz z upadkiem gospodarki centralnie planowanej, a pierwszymi podmiotami angażującymi się w ich działalność były rządy takich państw, jak USA czy Dania. Fundusze działające od 1990 r. miały charakter komercyjny, ale akwizycja środków była prowadzona w sektorze publicznym. Początkowo miały więc one za zadanie wspomagać rozwój przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej. W dalszych latach rozwoju polskiej gospodarki zaczęły jednak dominować podmioty prywatne. W 1992 r. powoli zaczął formować się segment dużych funduszy komercyjnych. W związku z tym, że sytuacja gospodarcza Polski była bardzo niestabilna, początkową motywacją powstania tych funduszy był udział w prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. W dalszych latach jest obserwowane utrwalanie tendencji wzrostowych w gospodarce polskiej. Rok 1994 należy uznać za rekordowy pod względem rozwoju segmentu funduszy komercyjnych (w dekadzie 1990-2000), których dostarczycielami kapitału są banki komercyjne. Lata 1995-1999 przyniosły zmiany w segmencie małych, quasi-komercyjnych funduszy opartych przynajmniej w części na kapitałach publicznych. Wśród nich należy wymienić działające regionalnie Białostocki Fundusz Kapitałowy czy Lubelski Fundusz Kapitałowy. W wyniku dziesięcioletniej ewolucji rok 2000 można uznać za moment ukształtowania się dwóch segmentów rynku: małych funduszy powstających przy wsparciu kapitałów instytucji pomocowych lub środków rządowych oraz segment komercyjny stanowiący najliczniejszą grupę. Z tego powodu, iż aktywność inwestycyjna i dezinwestycyjna funduszy nie rozkłada się proporcjonalnie na cały okres objęty badaniem należy wskazać przyczyny tego stanu rzeczy.

Różne okresy w funkcjonowaniu gospodarki Polski oraz zmienne akcenty rządu powodowały zmienność na rynku inwestycji typu private equity oraz venture capital. Ze względu na to, iż pierwsze lata rozwoju rynku należy uznać za kształtowanie się jego pozycji w Polsce, a przeprowadzone inwestycje dość przypadkowe, analiza aktywności funduszy została przeprowadzona w latach 1998-2011. Celem analizy będzie wykazanie, czy aktywność funduszy VC oraz PE na rynku polskim jest oparta na schematach, które są charakterystyczne dla funduszy funkcjonujących na rynku UE oraz na rynku amerykańskim. Analizę rozpocznie badanie akwizycji kapitałów przez fundusze w latach 1998-2011.

## 2.1 Faza pozyskania kapitałów przez fundusze private equity oraz venture capital

Faza pozyskania środków finansowych przez fundusze na swą aktywność jest podstawą ubiegania się o prawo do inwestycji na rynku. Większość inwestorów udostępniając swoje środki opiera się na posiadanej informacji o historycznej aktywności menedżerów funduszu w zakresie stóp zwrotu, jakie osiągnęły ich inwestycje. Inwestorzy starają się wybierać fundusze, których zarządzający osiągnęli wyniki plasujące się w czwartym kwartylu ich rozkładu.

W Polsce głównymi dostawcami kapitałów są banki, fundusze funduszy oraz fundusze emerytalne, które razem odpowiadają za dostarczanie ponad 70% kapitałów. Resztę kapitałów dostarczają obecnie programy rządowe związane z Krajowym Fundusze Kapitałowym i inne mniejsze podmioty. Analizując poziom pozyskanych przez fundusze kapitałów należy stwierdzić, iż w dużej mierze zależą one od liczby debiutów na GPW w Warszawie, jak również od kształtowania się poziomu indeksu WIG20. Rysunek 4 przedstawia kształtowanie się poziomu akwizycji na tle liczby transakcji IPO oraz poziomu indeksu WIG20.



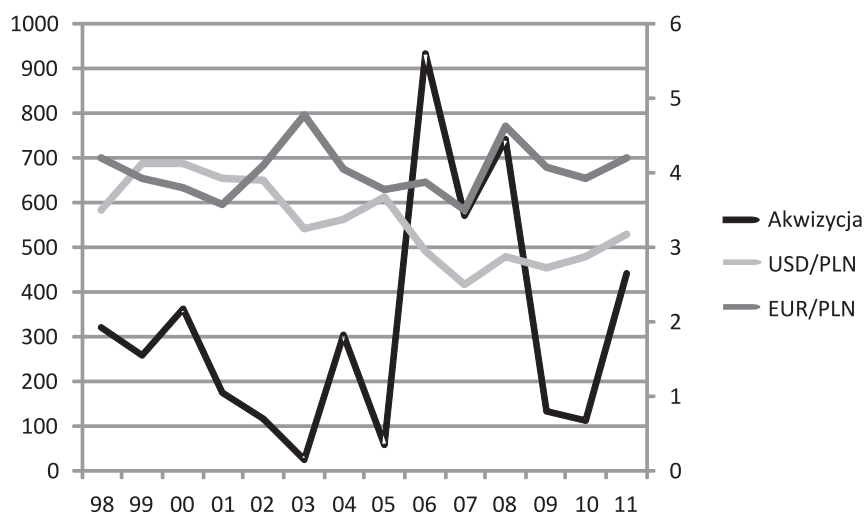
Legenda:

Poziom indeksu WIG20 lewa skala, akwizycja oraz liczba IPO skala prawa.

Rys. 4. Poziom akwizycji w mld EUR funduszy VC na tle liczby transakcji IPO oraz poziomowi indeksu WIG 20 w latach 1998-2011

Źródło: GPW SA w Warszawie, EVCA Yearbooks 1999-2012.

Analizując dane zawarte na rysunku 4 można stwierdzić, iż kwota akwizycji kapitału porusza się bardzo podobnie do liczby IPO dokonywanych na GWP w Warszawie. Zachowania indeksu WIG 20 nie do końca są odzwierciedlone przez kwoty akwizycji funduszy VC oraz PE w Polsce. Można to wytłumaczyć tym, iż inwestorzy na rynku polskim to fundusze spoza Polski i jednym z ważniejszych momentów procesu inwestycyjnego funduszu jest moment dezinvestycji, dlatego nie do końca analizują oni zachowanie się indeksu giełdowego, a bardziej interesuje je możliwość przeprowadzenia poprawnego procesu wyjścia z inwestycji. Na pozyskanie kapitałów nakłada się również sytuacja na rynku kredytów dla przedsiębiorstw i restrykcyjność instytucji finansowych. W latach 2008-2009 poziom akwizycji był najwyższy, co mogło być związane z kurczeniem się bazy kredytowej dla przedsiębiorców. Warto zauważyć, iż kurs walutowy EUR/PLN czy USD/PLN nie jest przeszkodą w generowaniu kapitałów przez fundusze, których ponad 90% pochodzi od inwestorów zagranicznych.



Legenda:

Akwizycja kapitału skala lewa, kurs walutowy USD/PLN, EUR/PLN skala prawa.

Rys. 5. Kwota akwizycji kapitału funduszy PE w Polsce na tle kształtowania się kursów walutowych USD/PLN oraz EUR/PLN w latach 1998-2011

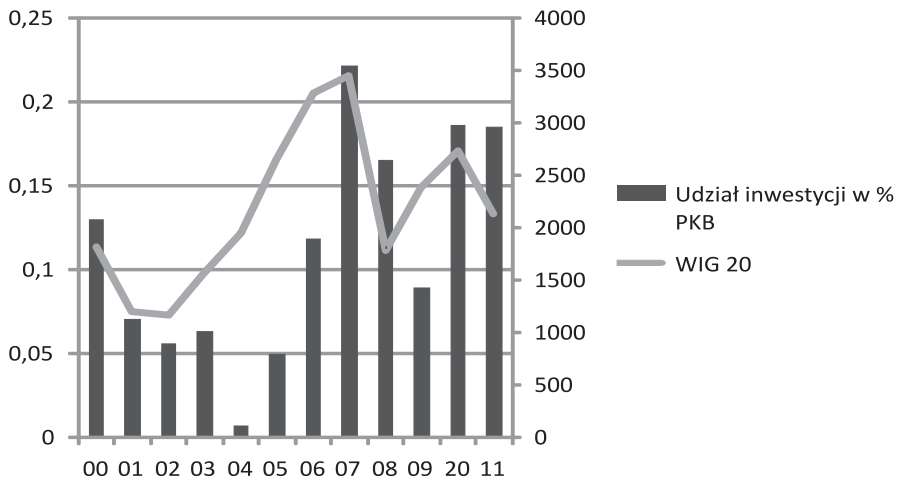
Źródło: Na podstawie danych NBP oraz Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych.



Kurs wymienionych par walutowych w latach 2006-2008 był na historycznych minimach, co nie przełożyło się na spadek poziomu akwizycji środków finansowych. Ponadto wzrosty notowań kursu EUR/PLN w latach 2002-2003 nie przełożyły się na wzrost akwizycji, a wręcz ich dość dynamiczny spadek.

## 2.2 Inwestycje funduszy venture capital oraz private equity w Polsce

Z uwagi na to, iż fundusze VC w latach 2000-2010 nie osiągały odpowiedniej stopy zwrotu z zainwestowanych środków dobór portfela spółek portfelowych, zarządzanie ich portfelem oraz ich odpowiedni rozwój stają się bardzo ważnym etapem w cyklu życia funduszu. Sytuacja taka ma miejsce, gdyż na rynku polskim można obserwować wzrost liczby funduszy oraz dość dużą kwotę wolnych środków zgromadzonych przez nie w latach 2004-2006, które nie zostały jeszcze do końca zainwestowane. Z drugiej strony podaż odpowiednich projektów inwestycyjnych nie jest zbyt duża, więc wiele podmiotów poszukuje i inwestuje swoje środki nieefektywnie, oferując zbyt wysoką cenę za spółki portfelowe, co może skutkować osiągnięciem negatywnych stóp zwrotu w przyszłości. Należy jednak podkreślić, iż inwestycje VC oraz PE w Polsce stanowią ciągle niewielki udział w krajowym PKB, dużo niższy niż w przypadku innych gospodarek UE oraz USA.



Legenda:

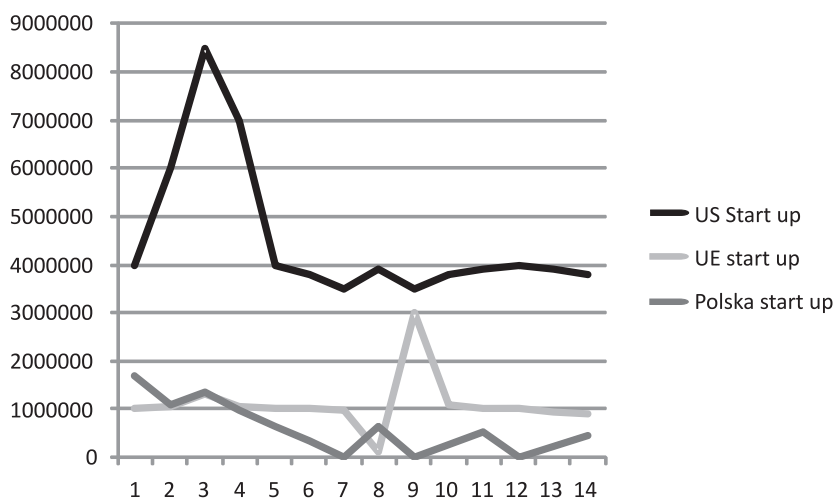
Poziom indeksu WIG20 lewa skala, udział inwestycji VC w PKB skala prawa.

Rys. 6. Udział inwestycji venture capital oraz private equity w % PKB w latach 2000-2011 w porównaniu z poziomem indeksu WIG 20

Źródło: GPW SA w Warszawie, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych.

Biorąc pod uwagę kwoty zainwestowanych środków i ich udział w PKB Polski wyraźnie obserwuje się cykliczny charakter inwestycji VC oraz PE. Pokrywać się on może z sytuacją na publicznym rynku akcji i notowaniami indeksu WIG20. Świadczy to o dużej zależności inwestycji tego typu od sytuacji makroekonomicznej na polskim rynku. W porównaniu z innymi rynkami światowymi polskie inwestycje kształtują się na niewielkim poziomie, gdyż w USA znajdują się one średnio w granicach 1%, a w Europie średnio ok. 0,3%.

Kolejnym problemem inwestycji VC może być ich rozłożenie na zbyt wiele inwestycji i niedopasowanie ich poziomu do potrzeb finansowych zasilanych spółek udziałowych. Badania takich naukowców, jak B. Clarysse oraz A. Heiman, udowadniają, iż spółki otrzymujące zbyt mało środków na rozwój osiągają znacznie niższe wyniki ekonomiczne niż ich konkurenci, którzy nie otrzymują wsparcia funduszu<sup>2</sup>. Na tej podstawie można przeanalizować poziom inwestycji w pojedynczą spółkę znajdującą się w fazie startu w danym okresie. W przypadku inwestycji w spółki na rynku amerykańskim i europejskim wartości te spadły odpowiednio z 4,0 mln USD i 1,0 mln EUR w 1998 r. do 3,5 mln USD i 0,9 mln EUR w 2009 r. W Polsce w tym okresie nastąpił również spadek wartości średniej inwestycji z 1,6 mln EUR w 1998 r. do 0,471 mln EUR w 2011 r. Oznacza to dość duży spadek średniej kwoty inwestowanej w jedną spółkę udziałową.



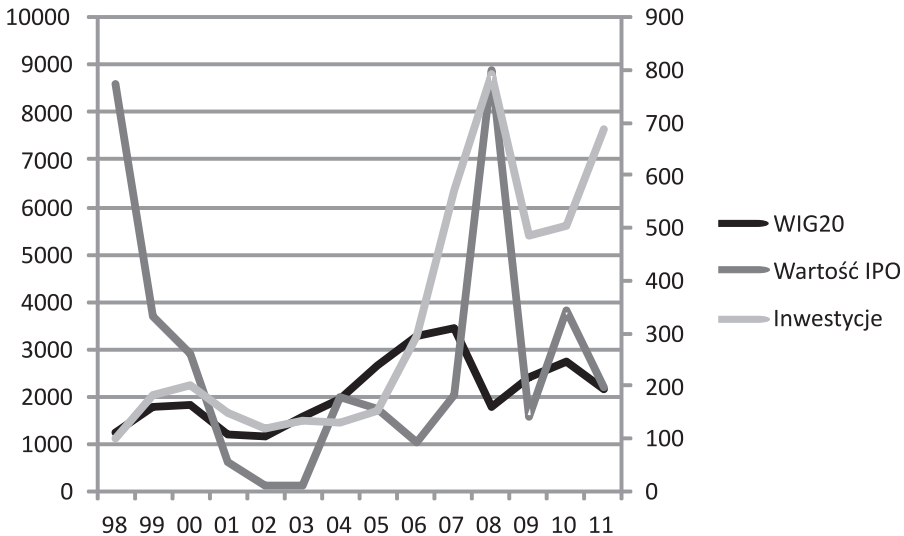
Rys. 7. Średnia wartość inwestycji w spółki w fazie start up na rynku USA, UE oraz Polski w latach 1998-2011, w mln EUR

Źródło: EVCA, NVCA.

<sup>2</sup> A. Heirman, B. Clarysse: *Which Tangible and Intangible Assets Matter for Innovation Speed in Start-Up*. „The Journal of Product Innovation Management” 2007, s. 303-315.

Spadek średniej wartości inwestycji może się wiązać z angażowaniem się inwestorów w spółki niefunkcjonujące w branży wysokich technologii, które są wysoce kapitałochłonne, co również znacznie obniża prawdopodobieństwo uzyskania ponadprzeciętnych zysków z inwestycji. W USA 75% inwestycji koncentruje się na sektorach IT i biotechnologii, podczas gdy w Polsce dominują usługi finansowe oraz dobra konsumpcyjne. Koncentracja na tych sektorach gospodarki może nie przynieść oczekiwanych stóp zwrotu.

Analizując sam proces inwestycyjny należy zaznaczyć, iż większość funduszy VC oraz PE, angażując się w daną spółkę, musi mieć określony jasno plan dezynwestycji. Inwestycje funduszy zależą więc w dużym stopniu od możliwości sprzedaży swojej spółki poprzez sprzedaż inwestorowi strategicznemu lub transakcję IPO. Oczywiście istnieje wiele innych sposobów zakończenia inwestycji przez fundusze, jednak te dwie możliwości dają najwyższe prawdopodobieństwo zrealizowania ponadprzeciętnej stopy zwrotu. Nałożenie na siebie wartości transakcji inwestycji oraz wartości transakcji IPO na rynku polskim, wskazuje na silne powiązanie tych dwóch zmiennych. Jest ono dużo niższe niż w przypadku kształtowania się poziomu indeksu WIG20. Zjawisko to prezentuje rysunek 8.



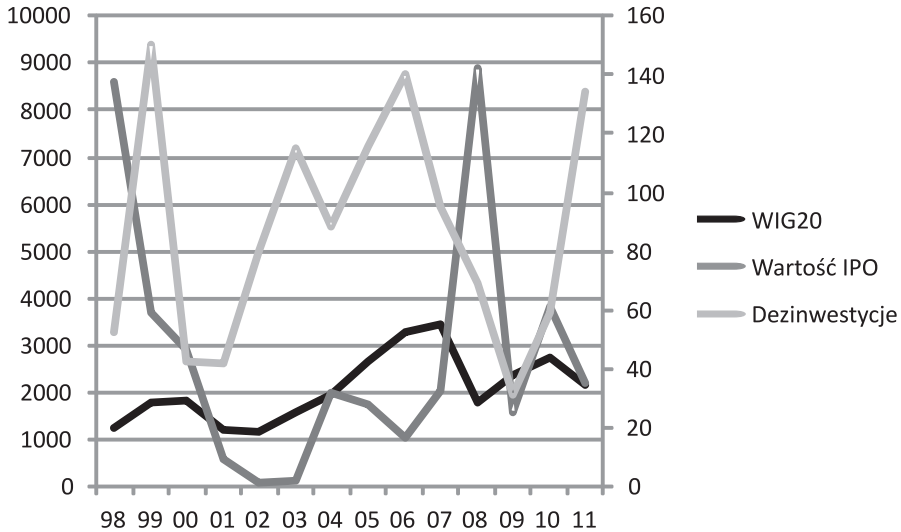
Rys. 8. Poziom inwestycji funduszy PE oraz VC na tle wartości transakcji IPO oraz Indeksu WIG20

Źródło: GPW SA w Warszawie, EVCA.

Analizując wykresy zamieszczone na rysunku 8 można wyraźnie zauważyć zależność pomiędzy wartością inwestycji oraz wartością transakcji IPO na GPW w Warszawie. Było to spowodowane kilkoma czynnikami, po pierwsze w 2007 r. powstał rynek NewConnect, który stał się bardzo dobrą platformą dezinwestycji dla funduszy VC, po drugie sytuacja makroekonomiczna w latach 2005-2007 napawała inwestorów bardzo dużym optymizmem. Niestety, inwestycje funduszy w momencie bardzo wysokich wycen przedsiębiorstw mogą prowadzić do nie najlepszych efektów inwestycyjnych, które będą obserwowane w latach 2012-2015 dla funduszy utworzonych w latach 2005-2007.

### **3. Dezinwestycje funduszy venture capital oraz private equity w Polsce**

Bardzo silną stroną polskiego rynku kapitałowego jest funkcjonowanie warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych i rozwijane przez nią podsegmenty rynku. Staje się ona miejscem możliwych transakcji IPO zarówno na rynku głównym, jak i utworzonym w 2007 r. rynku NewConnect (NC). Możliwość szybkiego wyjścia z inwestycji jest dla inwestora jednym z głównych czynników przeprowadzenia procesu inwestycyjnego, dlatego sytuacja polskich funduszy na tle innych krajów Europy Środkowo Wschodniej (CEE) jest bardzo dobra. Średni udział w transakcjach dezinwestycji w krajach CEE na przestrzeni lat 2007-2011 wyniósł 25%, co zapewnia polskim firmom dobry dostęp do środków VC oraz PE. Otwarcie wspomnianego już rynku NC znacznie poprawiło możliwości dezinwestycji dla mniejszych podmiotów, które są często sprzedawane przez fundusze i to w tym zakresie rynek ten spełnia najlepiej swoje zadanie zapewniając płynność wielu spółkom. Należy zaznaczyć, że na rynku NC w latach 2007-2011 dokonano 369 transakcji IPO, gdy na głównym rynku GPW przeprowadzono 199 pierwotnych transakcji publicznych. Oczywiście kwoty tych transakcji są znacznie wyższe niż tych na rynku NC, jednak jest on bardzo dobrą platformą dla mniejszych przedsiębiorstw poszukujących kapitału na rozwój. Warto podkreślić, iż kraje europejskie mają problem związany ze zbyt dużą fragmentaryzacją rynku giełdowego, na którym występują trudności z przeprowadzeniem transakcji IPO. Inaczej niż na rynku amerykańskim, gdzie większość przedsiębiorstw działających w branżach innowacyjnych znajduje swoje miejsce na rynku NASDAQ. Zadaniem analizy nad poziomem dezinwestycji w Polsce jest badanie zachowania się wobec cykli ekonomicznych i giełdowych charakteryzujących polską gospodarkę.



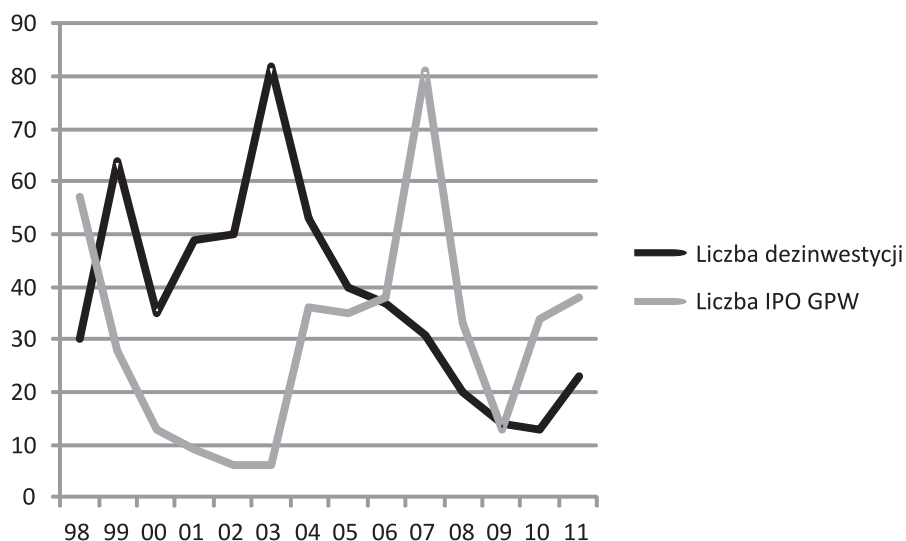
Legenda:

Poziom indeksu WIG20 lewa skala, wartość IPO oraz wartość dezinwestycji prawa skala.

Rys. 9. Wartość dezinwestycji przeprowadzonych przez fundusze VC oraz PE na tle wartości IPO na GPW w Warszawie oraz notowań indeksu WIG20 w latach 1998-2011

Źródło: GPW SA w Warszawie, EVCA.

Analizując rysunek 9 można stwierdzić, iż wartość dezinwestycji porusza się w podobnym trendzie jak indeks WIG20, ale nie jest to silna zależność. Pomiędzy danymi o wartości IPO na GPW w Warszawie oraz wartością dezinwestycji funduszy VC oraz PE występuje natomiast ujemna korelacja. Bliżej pokazuje to zestawienie liczby dokonanych dezinwestycji i liczby transakcji IPO na GPW.



Rys. 10. Zestawienie liczby dezinwestycji oraz liczby transakcji IPO przeprowadzonych na GPW SA w Warszawie w latach 1998-2011

Źródło: GPW SA w Warszawie, EVCA.

Analizując liczbę dezinwestycji przeprowadzonych przez fundusze VC oraz PE z liczbą IPO dokonaną na rynku warszawskim należy stwierdzić, iż mają one ujemną korelację. Spadek liczby transakcji IPO na giełdzie Warszawie nie powodował spadku liczby transakcji dezinwestycji. Fakt ten można wytłumaczyć tym, iż polski rynek może nie do końca być zależny od sytuacji gospodarczej lub fundusze preferują inne niż IPO transakcje dezinwestycji.

## Podsumowanie

Od ponad 20 lat w Polsce działa kilkadziesiąt instytucji oferujących przedsiębiorstwom kapitał podwyższonego ryzyka. Ich portfele inwestycyjne posiadały już udziały lub akcje kilkuset przedsiębiorstw, a uzyskany tą drogą kapitał okazał się niezbędny do osiągnięcia ich sukcesu. Kapitał wysokiego ryzyka ma jednak swoją cenę i inwestorzy muszą szczególnie zwracać uwagę na pojawiające się zmiany w sytuacji makroekonomicznej czy na rynkach finansowych. Należy stwierdzić, iż o ile pozyskanie kapitału oraz inwestycje funduszy wykazują pozytywną korelację z notowaniami indeksu WIG20 oraz liczbą i kwotami trans-

akcji IPO na GPW w Warszawie, to dezinwestycje są dokonywane przy braku powiązania z tymi wartościami. Dzieje się tak dlatego, iż fundusze wybierają dogodnie dla nich terminy wyjścia z inwestycji, które są uzależnione od rozwoju spółek portfelowych, a decyzje o akwizycji i inwestycji są powiązane z bieżącą sytuacją rynkową.

## **A SERIES OF PRIVATE EQUITY INVESTMENTS IN POLAND AGAINST BACKGROUND OF CAPITAL MARKET DEVELOPMENT**

### **Summary**

Venture capital and private equity funds are a new instrument for financing the development of young and innovative companies. Their functioning is affected by many factors especially from the public markets, but despite many changes, these funds continue to invest in young innovative companies, which are characterized by above-average investment risk rewarded unparalleled rate of return. It is characterized by a huge dispersion encountered in other investments called alternative or public. Activity funds is cyclical, so the purpose of this paper is to analyze the influence of public markets on venture capital activity.