

Elżbieta Grzegorzcyk

Uniwersytet Łódzki

FUNKCJONOWANIE KAPITAŁU PRIVATE EQUITY / / VENTURE CAPITAL W EUROPIE NA PRZEŁOMIE PIERWSZEJ I DRUGIEJ DEKADY XXI W.

Wprowadzenie

W związku z rewolucją przemysłową XIX w., pojawiło się wzmożone zapotrzebowanie na środki finansowe. Skłonność kapitałodawców do podejmowania tego ryzyka w zamian za pomnożenie zainwestowanych środków była silnym motorem napędowym postępu technicznego. Takie finansowanie nie było jednak, pomimo wielu podobieństw, inwestowaniem venture capital w dzisiejszym rozumieniu i formie. Za prekursora obecnej postaci venture capital uważa się firmę AR&D¹, założoną w 1946 r. w Bostonie².

W Europie kontynentalnej rynek funduszy venture capital, pojawił się jednak znacznie później, a w państwach rozwijających się dopiero w ostatniej dekadzie ubiegłego wieku³. Po Traktacie z Maastricht raporty UE i projekty Komisji Europejskiej przypisywały temu rodzajowi kapitału szczególną rolę w tworzeniu miejsc pracy na terenie całej Unii⁴. Spektakularne sukcesy we wspieraniu rozwoju innowacyjnych przedsiębiorstw, jakie stały się udziałem funduszy venture capital, zaczęły przyciągać uwagę rządów europejskich poszukujących recepty na zwiększenie liczby nowych firm w celu obniżenia bezrobocia.

¹ American Research and Development Corporation.

² J. Węclawski: *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 9-13.

³ M. Pietraszewski: *Czynniki wpływające na decyzje inwestycyjne funduszy private equity / venture capital*. W: *Innowacje w rozwoju gospodarki i przedsiębiorstw: siły motoryczne i bariery*. Red. E. Okoń-Horodyńska, A. Zachorowska-Mazurkiewicz. Instytut Wiedzy i Innowacji, Warszawa 2007, s. 172.

⁴ M. Panfil: *Fundusze private equity – wpływ na wartość spółki*. Difin, Warszawa 2005, s. 29.

Kapitał typu venture⁵ rozwijał się w Europie w różnym stopniu, w zależności od poziomu gospodarczego kraju, ustroju, skłonności posiadaczy kapitału do ryzyka oraz wielu innych czynników. Ponadto, w ostatnich latach, uwzględniając okres ogólnego spowolnienia gospodarczego, rynek venture capital uległ pewnym przekształceniom i trendom. Głównym celem poniższego opracowania jest określenie struktury rynku PE/VC w Europie, na przełomie pierwszej i drugiej dekady XXI w. oraz wskazanie najistotniejszych zmian w rozwoju tej formy kapitału, w ostatnich latach. W pracy, ze względu na charakter źródeł, analizowane dane będą dotyczyły rynku private equity / venture capital, traktowanego łącznie.

1. Wielkość i struktura inwestycji PE/VC

Jak wskazują dane statystyczne publikowane przez EVCA⁶, do 2006 r. w Europie można było zaobserwować stosunkowo szybki wzrost wartości inwestycji private equity / venture capital. Również w kolejnym roku odnotowano przyrost wartości tych inwestycji, choć był on stosunkowo niewielki i sięgał niespełna 4% w stosunku do roku poprzedniego. Kolejne lata przyniosły zdecydowane obniżenie wartości inwestycji PE/VC na kontynencie europejskim, przy czym w 2009 r. pogłębiła się recesja z poprzedniego roku. Spowolnienie gospodarcze, które dotknęło europejską gospodarkę w tych latach, nie ominęło zatem i tego sektora.

Tabela 1

Inwestycje PE/VC w Europie, w latach 2007-2010

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	
Wartość inwestycji [w mln euro]	73787,6	54342,2	24020,1	42551,3	46000,0	
Dynamika wzrostu inwestycji [rok poprzedni =100]	+ 4%	- 26%	- 56%	+ 77%	+ 8%	
Udział inwestycji w PKB [w %]	0,37	0,40	0,18	0,33	0,34	
Struktura geograficzna źródeł inwestycji [w %]	europejskie	42,1	45,3	75,4	64,3	59,7
	pozaeuropejskie	21,5	35,9	13,9	15,7	32,4
	nieznane	36,4	18,8	10,7	20,0	7,8

Źródło: EVCA Yearbook 2008, s. 214; EVCA Yearbook 2010, s. 52, 56; EVCA Yearbook 2011, s. 1; EVCA Yearbook 2012 – Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe, s. 4, 28.

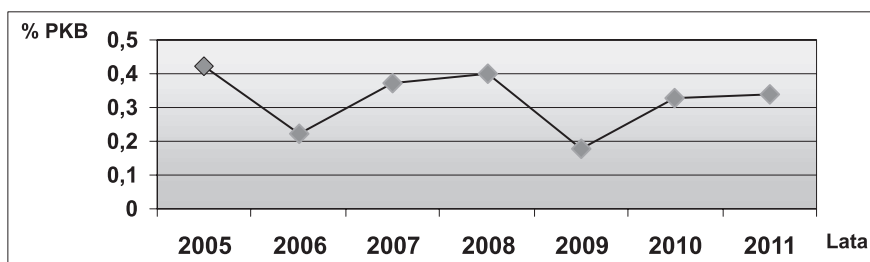
⁵ Tj. private equity oraz venture capital.

⁶ European Private Equity and Venture Capital Association.

Warto jednak zauważyć, że lata 2010 i 2011 charakteryzuje poprawa trudnej sytuacji, w jakiej znalazł się ten sektor. Pomimo że ogół inwestycji PE/VC w 2011 r. nie był wysoki, jako że zostało zainwestowane około 46 mld euro, co stanowi wartość mniejszą niż osiągnięta w 2005 r., to fakt, że wartość inwestycji rośnie, pozwala wysuwać bardziej optymistyczne prognozy na kolejne lata. Chociaż niepokojącym może być fakt, że dynamika w 2011 r. znacznie zwolniła w stosunku do roku poprzedniego.

Jeśli chodzi o strukturę geograficzną źródeł inwestycji PE/VC, to w 2011 r., prawie 60% ogółu kapitałów venture inwestowanych na naszym kontynencie pochodziło z krajów Europy. Resztę środków dostarczyły podmioty spoza obszaru europejskiego⁷. Świadczy to o wysokim poziomie zintegrowania rynków w ramach Europy. Jednocześnie jednak można tu mówić o wzroście zaufania i otwartości na zamorskich inwestorów, jako że po fali turbulencji rynkowych, od 2009 r. udział pozaeuropejskich kapitałodawców wzrósł ponad dwukrotnie. Przy niedoborze kapitałów w Europie, poszukuje się ich poza granicami kontynentu.

Zawirowania na rynku inwestycji PE/VC w Europie są widoczne zwłaszcza przy analizie udziału inwestycji podwyższonego ryzyka w PKB. W przeciągu ostatnich siedmiu lat, ulegał on silnym wahaniom pomiędzy 0,18% i 0,42% i nie charakteryzowała go ani wyraźna tendencja wzrostowa, ani spadkowa. Panuje też powszechny pogląd, że inwestycje typu venture stanowią zbyt niski odsetek w stosunku do PKB Europy, biorąc pod uwagę korzyści dla innowacyjności gospodarki, płynące z tej formy finansowania.



Rys. 1. Udział ogółu inwestycji PE/VC w produkcji krajowym brutto Europy w latach 2005-2011 [w %]

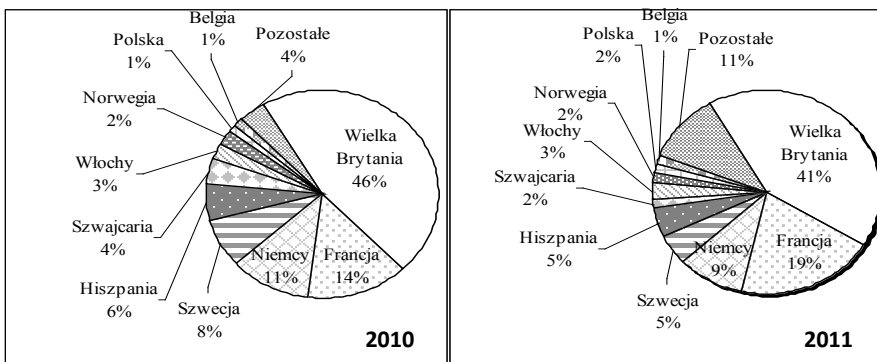
Źródło: EVCA Yearbook 2007, s. 304, 307; EVCA Yearbook 2008, s. 214; EVCA Yearbook 2010, s. 52, 56; EVCA Yearbook 2011, s. 1; EVCA Yearbook 2012, s. 4, 28.

Chcąc zobrazować jak faktycznie rozwija się rynek kapitału venture w krajach Europy, głębszą analizę warto rozpocząć od ustalenia wielkości udziału po-

⁷ EVCA Yearbook 2012, www.evca.eu/uploadedfiles/home/press_room/Yearbook_2012_EUROPE&COUNTRY_Tables.xls.

szczególnych krajów naszego kontynentu w rynku ogólnoeuropejskim. Dane statystyczne dla 2011 r. wskazują, że to Wielka Brytania jest niekwestionowanym liderem na rynku PE/VC, obejmując ponad 41% ogółu tych inwestycji w Europie. Choć jej udział, w stosunku do 2010 r., spadł o około 5 pp., to pozycja w Europie pozostała niezachwiana.

Należy też podkreślić, że kraj ten, wraz z Francją (19%) i Niemcami (9%), stanowi trzon rynku venture, inwestując prawie 70% ogółu europejskiego kapitału PE/VC. Pozostałe około 30% inwestowanych środków rozkłada się zatem pomiędzy resztę krajów Europy. W tej części sektora nie nastąpiły jednak żadne drastyczne zmiany. Pewne kraje, jak np. Szwecja czy Szwajcaria, nieco ograniczyły wydatki na inwestycje typu venture, w innych państwach natomiast, takich jak Polska, zainteresowanie kapitałem PE/VC uległo nieznacznemu wzrostowi. Ogólnie jednak udział tych krajów pozostał na poziomie około 30%.



Rys. 2. Udział poszczególnych państw europejskich w rynku PE/VC, w latach 2010-2011

Źródło: EVCA Yearbook 2011, s. 10; EVCA Yearbook 2012, www.evca.eu.

Istotny wydaje się być fakt, że pomimo silnego wzrostu wydatków na inwestycje typu venture, echa spowolnienia gospodarczego są nadal zauważalne na kontynencie europejskim. Jak wskazują dane zamieszczone w tabeli 2, spadek ogólnej wartości kapitału PE/VC w 2009 r., był tak silny, że znacznej większości krajów nie udało się osiągnąć nawet poziomu budowanego do 2008 r.

Tabela 2

Wartość inwestycji PE/VC w wybranych krajach Europy w latach 2008-2011
[w mln euro]

Rok	2008	2009	2010	2011
Wielka Brytania	22525,4	9052,1	19039,2	19526,1
Francja	8772,3	3444,9	5849,4	9249,1
Niemcy	7081,7	2411,8	4668,8	4397,4
Szwecja	3404,0	1261,3	3094,1	2164,3
Hiszpania	1842,3	913,5	2470,1	2252,9
Szwajcaria	1307,0	718,7	1509,8	680,4
Włochy	3071,3	1414,5	1033,8	1185,3
Norwegia	755,6	622,9	970,3	720,9
Polska	719,2	484,7	504,5	688,7
Belgia	667,6	1048,1	503,2	583,3
Dania	481,8	492,6	435,6	378,4
Finlandia	479,7	388,2	409,6	420,1
Portugalia	395,7	299,3	199,9	367,4
Austria	231,3	137,5	127,2	124,0
Ukraina	–	12,3	94,3	60,0
Rumunia	100,2	82,9	80,3	48,5
Węgry	33,9	191,3	45,2	78,1
Czechy	48,2	61,4	38,0	192,6
Litwa, Łotwa, Estonia	6,7	6,7	28,7	28,4
Grecja	344,0	41,1	10,0	9,3
Chorwacja, Słowacja, Słowenia	–	30,8	14,7	16,0

Źródło: EVCA Yearbook 2009, s. 49-51, EVCA Yearbook 2010, s. 58-60; EVCA Yearbook 2011, s. 37-42; EVCA Yearbook 2012, www.evca.eu.

Rynek private equity / venture capital został dotknięty recesją ze względu na niepewność środowiska zewnętrznego. Stąd też duży spadek wartości inwestycji typu venture w tym okresie. Pomimo że PE/VC jest kapitałem wysokiego ryzyka, to inwestorzy preferują lokowanie środków w warunkach stabilnej gospodarki. Mało kto odważy się bowiem niejako „podwójnie” ryzykować utratę swojego kapitału. Duża niepewność rynku, a także problematyczność tworzenia prognoz finansowych, to jedynie niektóre z utrudnień. Dekoniunktura poważnie obciążała wyniki przedsiębiorstw. Inwestorzy, chcąc ratować dotychczasowe projekty, zdecydowali się wspierać swoje portfelowe firmy w czasie kryzysu. W związku z tym, choć inwestorzy nie zrezygnowali całkowicie z inwestycji w nowe podmioty, to jednak znacznie je ograniczyli⁸. Szczególne problemy z odbudową po-

⁸ Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report, EVCA Yearbook 2010. European Private Equity & Venture Capital Association, June 2010, s. 9.

zycji sektora PE/VC przeżywają Grecja oraz Włochy, co biorąc pod uwagę szczególnie poważne kłopoty ekonomiczno-polityczne tych państw w ostatnich latach, w obu przypadkach wydaje się być zrozumiałe.

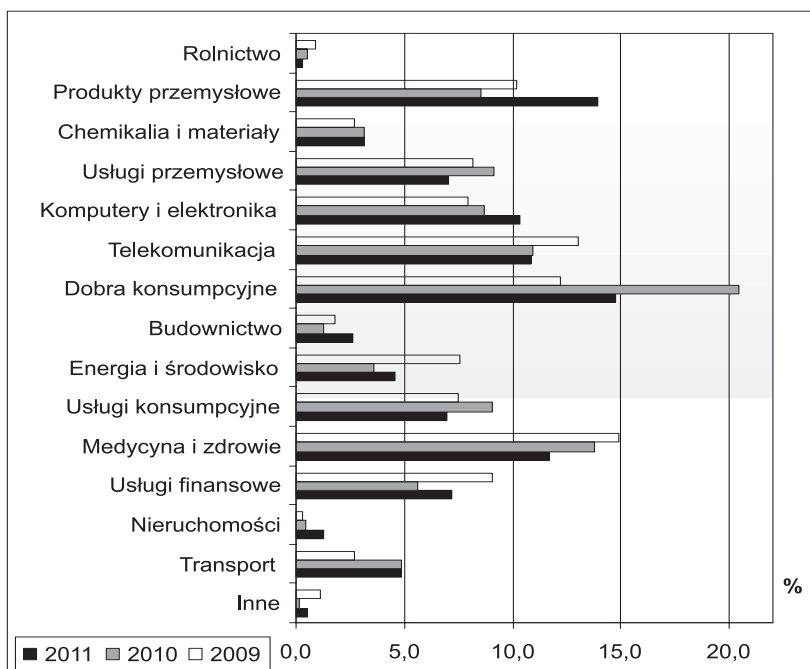
2. Inwestycje PE/VC w zależności od branży

Istotnym elementem analizy jest również rozkład branż, w jakie kapitałodawcy chętnie inwestują swój kapitał. Pomimo że każdy fundusz venture capital ma własną politykę inwestycyjną i określone preferencje co do branży, w którą zamierza włożyć swój kapitał, można zauważyć pewne ogólne trendy istniejące na rynku. Zazwyczaj kapitał typu venture jest inwestowany w te dziedziny, których nieodzownym elementem jest posiadanie szeroko rozumianego know-how. Największe szanse na pozyskanie środków finansowych od funduszy PE/VC mają firmy kojarzone z szeroko rozumianymi technologiami⁹. W przypadku venture capital ściśle powiązanie z innowacjami produktowymi, procesowymi lub rynkowymi jest zrozumiałe, zważywszy na fakt, że związane są zwykle z oczekiwaniami wysokich zysków. Chociaż należy nadmienić, że u podstaw finansowania za pośrednictwem kapitału typu venture leży nie tyle produkt, co koncepcja przedsięwzięcia, która zawiera w sobie potencjał ponadprzeciętnego rozwoju¹⁰.

Venture capital nie ogranicza się współcześnie do sfery high-tech, choć dla inwestorów nowoczesne technologie stanowią niezwykle ważne źródło innowacyjnych pomysłów wartych zainwestowania środków. Dlatego też odsetek inwestycji w wysokie technologie w Europie stopniowo rośnie (w 2009 r. high-tech stanowił 11,3% ogółu inwestycji, a w 2011 r. 12,4%).

⁹ A. Okońska: *Analiza warunków podejmowania współpracy z funduszem venture capital przez małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce*. W: *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*. Red. J. Grzywacz, A. Okońska. SGH, Warszawa 2005, s. 87-88.

¹⁰ E. Głogowski, M. Münch: *Nowe usługi finansowe*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994, s. 281.



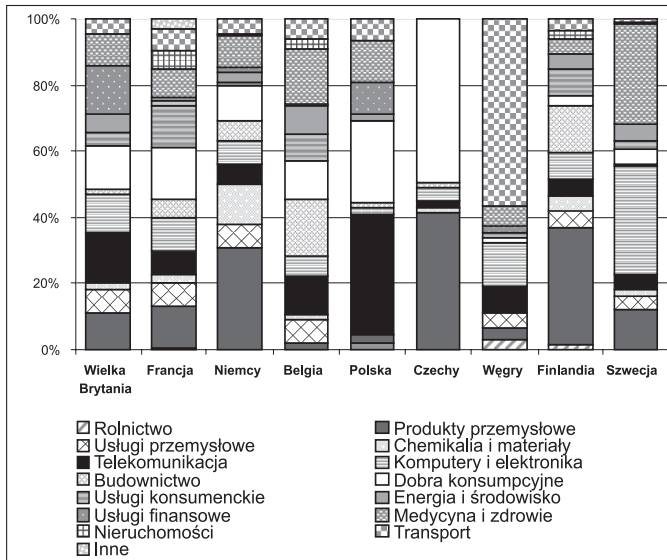
Rys. 3. Inwestycje PE/VC w Europie, w latach 2009-2011, w zależności od dziedziny inwestycji [udział procentowy w wartości ogólnej]

Źródło: EVCA Yearbook 2012, www.evca.eu.

Na przestrzeni ostatnich lat zainteresowania inwestorów PE/VC ulegały pewnym zmianom. Obecnie na rynku europejskim venture capital funkcjonuje w wielu różnych branżach. Na coraz szerszą skalę finansuje firmy w dziedzinie niżej zaawansowanych technologii oraz sferach niezwiązanych ściśle z myślą techniczną, o ile stwarzają one możliwości szybkiego rozwoju¹¹. Jak wynika z danych EVCA zobrazowanych powyższym wykresem, w 2011 r. nie tylko innowacje w sektorze informatycznym czy komunikacyjnym okazały się interesujące dla inwestorów venture capital. Branże takie jak produkcja dóbr konsumpcyjnych oraz przemysłowych zyskują coraz większą część środków PE/VC.

Do 2009 r. rosnącym zainteresowaniem ze strony inwestorów podwyższonego ryzyka, cieszyły się w Europie wszelkie innowacyjne dotyczące nauk o życiu, czyli dotyczące dziedzin takich jak biologia, biotechnologia, medycyna konwencjonalna czy niekonwencjonalna oraz energetyka i ekologia. Jednakże dane z 2011 r. pokazują znaczny spadek inwestycji w tych sektorach.

¹¹ J. Węclawski: Op. cit., s. 13-15.



Rys. 4. Inwestycje PE/VC w zależności od branży inwestowania, w wybranych krajach Europy (w 2011 r.)

Źródło: EVCA Yearbook 2012, www.evca.eu, op. cit.

Przyglądając się bliżej rozproszeniu inwestycji pomiędzy branżami w poszczególnych krajach Europy, można zauważyć pewne istotne różnice pomiędzy państwami. Szczególną uwagę zwraca fakt, że obecnie rynek PE/VC w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, jak Polska, Węgry czy Czechy, jest znacznie mniej zróżnicowany niż w zachodnioeuropejskich, wysoko rozwiniętych państwach, jak Belgia, Francja czy Wielka Brytania. W krajach naszej części kontynentu, inwestycje sektora venture capital skupiają się wokół wybranych dziedzin i to te branże mogą liczyć na najsilniejsze wsparcie finansowe. W innych państwach Europy inwestycje PE/VC nie są nakierowane stricte na określony sektor i stosują podobne warunki finansowania.

Jeśli chodzi o inwestowanie w high-tech, to w 2011 r. wysoko rozwinięte państwa europejskie przeznaczyły na ten cel kilkanaście procent ogółu PE/VC. Zdecydowanie przodowały tu kraje, takie jak Belgia (28,1%), czy Niemcy (18,9%). Większość krajów Europy Środkowo-Wschodniej w wysokie technologie zainwestowała jednak nie więcej niż kilka procent.

Warto również zwrócić uwagę, że sektory, które na podstawie ogólnych danych dotyczących całej Europy mogą zostać uznawane za mało popularne i nieopłacalne dla inwestorów, w pewnych krajach mogą zdobyć kapitałodawców i korzystać ze środków typu venture. Przykładem jest budownictwo, które w Finlandii

i Belgii osiągnęło w 2011 r. odpowiednio 14,2% i 17,3% ogółu inwestycji PE/VC tych państw. Podobnie wygląda sytuacja w przypadku transportu, który na Węgrzech zdobył ponad 56% całości kapitału venture, podczas gdy inne kraje inwestowały nie więcej niż kilka procent.

Należy także pamiętać, że istnieją pewne branże, jak produkcja alkoholu i wyrobów tytoniowych oraz przemysł zbrojeniowy, których nie wymienia się w statystykach i które nie mogą liczyć na wsparcie venture capital, ponieważ ich działalność jest uznawana na świecie za źródło społecznych i politycznych problemów¹².

3. Inwestycje PE/VC w zależności od fazy rozwoju firmy

Charakteryzując rynek private equity, oprócz branż, w jakie najchętniej inwestują kapitałodawcy, należałoby również określić, w jakie przedsiębiorstwa najczęściej są włączane ich środki finansowe. EVCA prowadzi statystyki dotyczące etapów rozwoju firm, wyróżniając zazwyczaj: fazę zasiewu (seed), startu (start-up), rozwoju (growth), refinansowania (replacement and rescue) oraz wykupu (buyout).

Tabela 3

Inwestycje PE/VC w zależności od fazy rozwoju przedsiębiorstwa w Europie i wybranych krajach Europy, w 2011 r. [w %]

Wyszczególnienie	Zasiew	Start	Rozwój	Refinansowanie	Wykup
Europa	0,4	4,3	15,3	3,8	76,2
Wielka Brytania	0,1	1,5	11,9	5,8	80,6
Niemcy	1,0	9,5	18,6	2,3	68,7
Francja	0,3	3,6	16,6	1,7	77,8
Holandia	0,4	5,6	22,4	2,7	68,9
Włochy	0,3	3,0	14,1	1,4	81,2
Hiszpania	0,8	2,2	13,6	3,5	80,0
Polska	0,1	0,8	29,0	0,3	69,9
Czechy	0,1	2,1	2,1	0,0	95,7
Węgry	4,4	21,8	13,5	0,0	60,3
Finlandia	0,8	11,5	16,6	12,4	58,6
Szwecja	0,1	5,7	8,4	1,0	84,8

Źródło: EVCA Yearbook 2012, www.evca.eu, op. cit.

¹² A. Okońska: Op. cit., s. 88.

W Europie największym zainteresowaniem funduszy podwyższonego ryzyka cieszą się dojrzałe przedsiębiorstwa. Fundusze poszukują coraz mniej ryzykownych, a jednocześnie kapitałochłonnych projektów, jako że mniejsza ilość inwestycji pozwala na łatwiejsze zarządzanie portfelem. Co więcej, efekty skali, powodując realne obniżenie kosztów, zapewniają kapitałodawcom większą rentowność inwestycji¹³.

W 2011 r. 80% ogółu inwestycji PE/VC, europejskie fundusze przeznaczyły na refinansowanie oraz wykup firm. Raptem nieco ponad 4% kapitałów zainwestowano we wczesne fazy rozwoju. Sytuacja ta może wynikać z pewnej niestabilności na rynku w ostatnich latach. Inwestorzy są bowiem skłonni zrezygnować z wyższego potencjału rynkowego wzrostu firm młodych, w zamian za obniżenie ryzyka inwestycji. W ten sposób chronią swój kapitał przed ewentualnymi kolejnymi perturbacjami. Należy jednak pamiętać, że na rynku istnieją również nieformalni inwestorzy venture capital, czyli tzw. aniołowie biznesu, którzy chcąc pozostać anonimowymi, często nie są uwzględniani w statystykach. Swoje kapitały inwestują oni zazwyczaj we wczesne fazy rozwoju, jako że nakłady w początkowych etapach życia firm są zdecydowanie mniejsze niż w kolejnych. Trzeba jednakże podkreślić, że sektor seed oraz start-up w Europie jest nadal niedostatecznie dekapitalizowany¹⁴.

Omówiona struktura finansowania firm w zależności od faz rozwoju jest charakterystyczna dla większości państw europejskich. Występują jednak pewne interesujące wyjątki. Owe specyficzne przypadki występują zwłaszcza w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, szczególnie w Czechach i na Węgrzech. Na rynku czeskim ostatni etap wzrostu przedsiębiorstwa uzyskuje ponad 95% kapitału PE/VC, natomiast firmy w pozostałych fazach rozwoju mają silne problemy z pozyskaniem tego typu środków. Warto też zwrócić uwagę na wysokie inwestycje skierowane do firm na etapie ich startu, na Węgrzech. Ponad 25% ogółu kapitału PE/VC wspiera rozwój młodych przedsiębiorstw. Takie działania funduszy podwyższonego ryzyka powinny mieć pozytywny wpływ na sektor MSP oraz rozwój innowacji w tym kraju.

¹³ A. Raczevska: *Oko w oko z funduszami venture capital*. „Gazeta Małych i Średnich Przedsiębiorstw” z dnia 1 marca 2011.

¹⁴ B. Mikołajczyk, M. Krawczyk: *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*. Difin, Warszawa 2007, s. 31.

4. Struktura inwestorów PE/VC

W badaniu funkcjonowania rynku PE/VC jest również nieodzowna analiza struktury kapitału ze względu na inwestorów. Można tu zauważyć, że udział kapitałodawców w finansowaniu przedsiębiorców różnił się w poszczególnych latach, choć ogólna struktura nie ulegała drastycznym zmianom.

Tabela 4

Udział poszczególnych źródeł kapitału na rynku PE/VC w Europie, w latach 2008-2011 [w %]

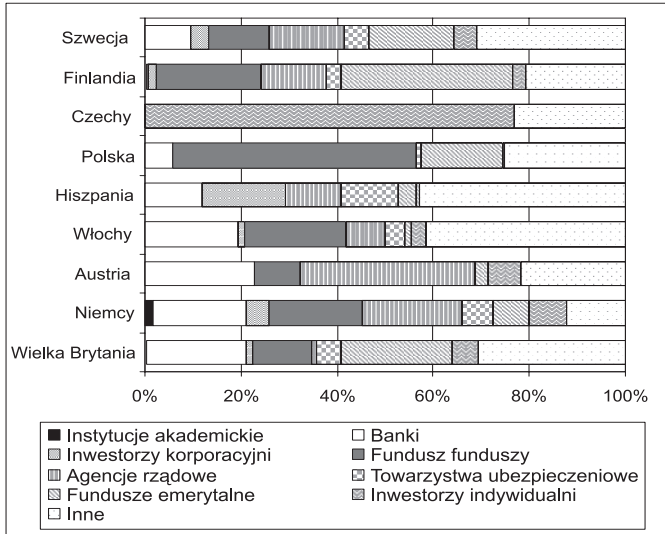
Wyszczególnienie	Rok	2008	2009	2010	2011
Institucje akademickie		0,2	0,2	0,1	0,4
Banki		8,1	19,0	7,3	15,3
Inwestorzy korporacyjni		2,3	6,0	2,8	2,7
Fundusz funduszy		14,1	12,5	10,3	14,4
Agencje rządowe		2,4	10,2	11,2	8,1
Towarzystwa ubezpieczeniowe		6,8	9,5	5,8	5,6
Fundusze emerytalne		28,7	13,7	14,3	18,7
Inwestorzy indywidualni		4,8	4,4	4,9	6,7
Inne		32,5	24,6	43,3	28,2
SUMA		100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: EVCA Yearbook 2012, www.evca.eu, op. cit.

W 2011 r. środki PE/VC wspierające przedsiębiorców pochodziły głównie od banków, funduszy emerytalnych oraz innych funduszy PE/VC w formie tzw. funduszu funduszy, jak np. Krajowy Fundusz Kapitałowy. Od 2009 r. towarzystwa ubezpieczeniowe wycofują się z inwestycji typu venture, co może wynikać ze stosunkowo restrykcyjnej polityki inwestycyjnej tych instytucji.

Co ciekawe, udział inwestorów indywidualnych, pomimo że w ostatnim roku badania wyniósł raptem 6,7%, z roku na rok wzrasta. Osoby posiadające wolne zasoby kapitałowe coraz częściej decydują się inwestować je, nie tyle w lokaty czy obligacje, co w dużo bardziej ryzykowne projekty, dające możliwość znacznego zwiększenia, a niekiedy nawet zwielokrotnienia, inwestowanych kwot. Co więcej, kapitałodawcy coraz chętniej dokonują inwestycji samodzielnie, a nie poprzez profesjonalne fundusze PE/VC, które dywersyfikując portfel oraz wykorzystując doświadczenie i wiedzę menedżerów, obniżają ryzyko utraty kapitału.

Dane zamieszczone na kolejnym wykresie wskazują na różnice w strukturze inwestorów PE/VC pomiędzy krajami.



Rys. 5. Udział poszczególnych źródeł kapitału PE/VC w wybranych krajach Europy, w 2011 r.

Źródło: EVCA Yearbook 2012, www.evca.eu.

Zauważalne jest zjawisko, iż kapitał w państwach Europy Środkowo-Wschodniej, takich jak Polska i Czechy, pochodzi od znacznie mniej zróżnicowanej grupy inwestorów. W naszym kraju ponad 50% kapitału jest inwestowane przez fundusz funduszy, natomiast w Czechach 77% przez inwestorów indywidualnych. Niewielkie zainteresowanie innych inwestorów sektorem PE/VC może wynikać z faktu, że w krajach wschodniej części Europy, ta forma finansowania pojawiła się stosunkowo niedawno i nadal jest uznawana za novum. Ciekawy jest też fakt, że w krajach tzw. południowców, jak Włochy czy Hiszpania, w znacznej mierze kapitał PE/VC pochodzi z innych instytucji niż wyszczególnione w statystykach EVCA.

Podsumowanie

Niezwykle trudno jest jednoznacznie określić poziom i sposób funkcjonowania rynku PE/VC. Jest to stosunkowo nowa forma finansowania, która nadal nie wykształciła swej jednolitej struktury i nieustannie ulega dynamicznemu rozwo-

jowi, przez co wymyka się wszelkim sztywnym klasyfikacjom¹⁵. Jednakże na częste zmiany i przekształcenia omawianego sektora zapewne wpłynęły również poważne perturbacje rynkowe ostatnich lat.

Turbulencje gospodarcze, których skutki najsilniej dotknęły rynek PE/VC w 2009 r., na tyle mocno zaburzyły równowagę sektora, że okres dwóch lat po tej recesji okazał się niewystarczający dla krajów, aby osiągnęły poziom sprzed kryzysu. Dla poprawienia tej sytuacji Unia Europejska uruchomiła programy, które mają zachęcić posiadaczy kapitału do inwestowania na zasadach venture. Jednym z przejawów takiego wsparcia jest działalność Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego.

W 2011 r. widać pewne zmiany, ale jednocześnie poprawę w funkcjonowaniu badanego sektora. Chociaż w stosunku do 2010 r. dynamika wartości inwestycji PE/VC znacznie się obniżyła, to nadal trend jest wzrostowy. Również inwestycje w wysokie technologie stopniowo rosną, co ma korzystny wpływ na rozwój innowacji i wzrost gospodarczy Europy. Na finansowanie z sektora PE/VC mogą liczyć zwłaszcza przedsiębiorstwa dojrzałe, w związku z czym coraz mniej kapitału trafia do młodych firm, które często bez wsparcia z zewnątrz nie są w stanie funkcjonować na rynku. Wypełnienie tej luki kapitałowej mogłoby okazać się receptą na sukces i przesłanką działania dla aniołów biznesu.

Przeprowadzona analiza uwidoczniała ponadto pewne różnice w funkcjonowaniu rynku PE/VC pomiędzy państwami Europy Środkowo-Wschodniej i pozostałymi krajami kontynentu. W naszej części Europy zarówno struktura branżowa, jak i udział poszczególnych rodzajów inwestorów w ogólnej kwocie inwestycji PE/VC są znacznie mniej zróżnicowane niż w pozostałych krajach Europy. Również wartość inwestycji w przypadku tych państw jest znacznie niższa niż w innych zachodnioeuropejskich krajach. Wynika to zapewne z faktu, że ta forma finansowania funkcjonuje w środkowo-wschodniej części Europy dopiero od kilku lat. Ponadto niższy stopień rozwoju gospodarczego tych krajów ma z pewnością swoje odbicie również w poziomie wzrostu sektora PE/VC.

Analizując przedstawione dane można przyjąć, że wraz z końcem pierwszej dekady XXI w. w Europie zakończył się dla sektora venture capital okres największego spowolnienia gospodarczego. Nowe dziesięciolecie przynosi swoistą stabilizację dla tego rynku.

¹⁵ J. Grzywacz: *Koncepcja venture capital a funkcjonowanie małych i średnich przedsiębiorstw*. W: *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*. Red. J. Grzywacz, A. Okońska. SGH, Warszawa 2005, s. 43.

**THE FUNCTIONING OF PRIVATE EQUITY / VENTURE CAPITAL
SECTOR IN EUROPE AT THE BREAKTHROUGH OF THE
FIRST AND SECOND DECADE OF THE XXI CENTURY**

Summary

The main subject of the following article is the private equity / venture capital market, which has a significant impact on the growth of innovativeness in Europe. This sector has developed differently, according to the country, especially because they did not avoid severe market turbulence in recent years. Thus, the main aim of this analysis is the determination of the structure of PE/VC market in Europe, at the breakthrough of first and second decade of the XXI century. In addition, this piece of writing also indicates to the most important changes in the development process of this source of capital, that occurred lately. The study is based on the analysis of the statistics published in EVCA Yearbooks.