

# Sławomir Antkiewicz

---

## Fundusze wysokiego ryzyka w Polsce na przykładzie Narodowych Funduszy Inwestycyjnych

---

Studia Gdańskie. Wizje i rzeczywistość 5, 259-275

---

2008

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach  
dozwolonego użytku.

Sławomir Antkiewicz\*

## Fundusze wysokiego ryzyka w Polsce na przykładzie Narodowych Funduszy Inwestycyjnych

W ostatniej dekadzie minionego stulecia pojawiło się pole do kreowania nowych instrumentów i technik finansowych, wychodzących naprzeciw zapotrzebowaniom podmiotów gospodarczych. Problemem stało się bowiem nie tylko dostarczanie kapitału, ale także wykonywanie wielu usług dodatkowych, związanych z dokonywaną inwestycją. Dotyczyło to zarówno podmiotów już na rynku funkcjonujących, zmierzających do rozszerzenia swojej działalności, jak i nowych przedsięwzięć. Jedną z możliwości zasilania przedsiębiorstw kapitałem z zewnątrz jest finansowanie ich rozwoju dzięki środkom pochodzącym z funduszy wysokiego ryzyka (funduszy *venture capital*, VC).

Fundusze wysokiego ryzyka stały się ważnym źródłem finansowania nowych rozwiązań innowacyjnych w podmiotach gospodarczych (zwłaszcza na rynku amerykańskim). Odgrywają także coraz większą rolę na rynkach wschodzących na całym świecie (w tym na polskim rynku kapitałowym)<sup>1</sup>. Omawiane podmioty pełnią funkcję pośrednika finansowego, który zarządza środkami powierzonymi przez inwestorów instytucjonalnych (np. towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych). Następnie fundusze dokonują alokacji kapitału w spółki, które dają szansę na realizację ponadprzeciętnej stopy zwrotu z kapitału (tzw. stopy zwrotu alfa)<sup>2</sup>.

Fundusze wysokiego ryzyka są w rozwiniętych gospodarkach najważniejszym alternatywnym źródłem finansowania przedsiębiorstw innowacyjnych o wysokim potencjale wzrostu (szczególnie ich początkowych faz rozwoju), traktowanych przez pozostałe tradycyjne instytucje finansowe (np. banki) jako podmioty

---

\* Dr Sławomir Antkiewicz, Gdańska Wyższa Szkoła Humanistyczna, ul. Biskupia 24 b, 80-875 Gdańsk, e-mail: slaw@panda.univ.gda.pl.

<sup>1</sup> J. Świdarska, *Wpływ inwestycji venture capital na rozwój gospodarczy w Europie*. [W:] *Finanse przedsiębiorstwa*. Pod. red. P. Karpusia. Lublin 2006, s. 290.

<sup>2</sup> A. Sławiński, *Rycerze alfy. Globalizacja sprzyja rozwojowi rynków finansowych*. „Rzeczpospolita” 11.08.2006, nr 187.

obarczone zbyt wysokim ryzykiem inwestycyjnym. Poza kapitałem właścicielskim fundusze oferują spółkom portfelowym wartości dodatkowe (kapitał menedżerski), które przyczyniają się do poprawy konkurencyjności tych podmiotów na rynku oraz wzrostu ich rynkowej wartości.

### Koncepcja funduszy wysokiego ryzyka

Fundusze wysokiego ryzyka można zdefiniować jako średnio- bądź długo-terminowy kapitał wnoszony przez zewnętrznych inwestorów na ograniczony czas w papiery wartościowe o charakterze właścicielskim (akcje, udziały)<sup>3</sup>. Istnieje również pogląd, że kapitał *venture capital* to kapitał inwestowany we wczesne fazy rozwoju spółki, kapitał *private equity* (PE) zaś to kapitał wysokiego ryzyka obejmujący wszystkie fazy rozwoju spółki (w tym *venture capital*)<sup>4</sup>. Nie można się jednak zgodzić z takim poglądem, gdyż moment rozpoczęcia inwestycji przez dany fundusz w określonym przedsiębiorstwie jest często pochodną strategii finansowej danego inwestora. Dlatego też w toku poniższych rozważań pojęcia funduszy wysokiego ryzyka, *venture capital* oraz *private equity* używane będą jako synonimy.

Menedżerów, którzy mogą stać się beneficjentami omawianych inwestycji, cechuje posiadanie innowacyjnego produktu, usługi lub metody produkcji. Uwzględniając fakt, że omawiana postać finansowania wiąże się przede wszystkim z inwestowaniem w nowe, rozwojowe przedsiębiorstwa, kapitał wysokiego ryzyka możemy określić mianem „kapitału rozwojowego”. Natomiast biorąc pod uwagę fakt, że *venture capital* wiąże się także z pomocą w dziedzinie zarządzania, można go określić mianem „kapitału finansowo-doradczego”<sup>5</sup>.

Zasadniczym celem funduszy wysokiego ryzyka jest osiągnięcie zysku przez odsprzedaż posiadanych walorów. Następuje to jedynie wówczas, gdy innowacyjna inwestycja została pozytywnie przyjęta przez rynek i został wypracowany wzrost wartości przedsiębiorstwa. Należy bowiem zaznaczyć, że wiele inwestycji kończy się stratą. Wówczas formami wyjścia z inwestycji są najczęściej ogłoszenie upadłości albo umorzenie akcji<sup>6</sup>. Czas i sposób wycofania kapitału zależą w decydującej mierze od stopnia realizacji zamierzenia, które stanowiło podstawę pozyskania środków finansowych.

W przypadku funduszy wysokiego ryzyka możliwe jest całkowite dopasowanie inwestycji zarówno pod względem wartości, rodzaju użytych instrumentów finansowych, jak i długości trwania tej formy finansowania przedsiębiorstwa<sup>7</sup>.

---

<sup>3</sup> J. Lerner, F. Hardyman, *Venture Capital and Private Equity. A Casebook*. New York 2002, s. 83.

<sup>4</sup> Zob. M. Panfil, *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*. Warszawa 2005, s. 15.

<sup>5</sup> Por. M. Zawisza, *Venture capital – istota zjawiska*. „Bank” 1998, nr 4, s. 83.

<sup>6</sup> Szerzej J. Pellin, *A Guide to Venture Capital*. London, 1994, s. 15.

<sup>7</sup> Por. P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne typu venture capital*. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową. „Transformacja Gospodarki” 1995, nr 60, s. 10.

Inwestycja funduszu jest ujmowana po stronie pasywów przedsiębiorstwa jako kapitał, a nie zobowiązanie. Zwiększa to ryzyko funduszy wysokiego ryzyka, gdyż nie są wymagane zabezpieczenia osobiste czy rzeczowe, tak jak to się odbywa w przypadku pozyskiwania kapitału z podmiotów bankowych. Dlatego też istotny jest podział ryzyka związanego z prowadzeniem inwestycji pomiędzy przedsiębiorstwo a fundusz, który dodatkowo w celu jego minimalizacji angażuje się bezpośrednio we współzarządzanie<sup>8</sup>. W praktyce oznacza to, iż kapitałobiorca zobowiązany jest do składania swojemu inwestorowi okresowych sprawozdań finansowych, informacji o realizacji planów produkcji, sprzedaży inwestycji i tak dalej. Dodatkowo fundusz z reguły wymaga również natychmiastowego informowania o istotnych zmianach w sytuacji gospodarczej beneficjenta.

### Działalność doradcza funduszy

Ważną rolę, charakterystyczną dla finansowania przedsięwzięć przez *private equity*, odgrywa działalność doradcza funduszy<sup>9</sup>. Ma ona istotny wpływ na wzrost wartości przedsiębiorstw.

Doradztwo funduszy wysokiego ryzyka może objąć różnego rodzaju obszary przedsiębiorstwa udziałowego. Inwestor może nieść pomoc w postaci doradztwa personalnego (np. rekrutacja kadry zarządzającej), technicznego, finansowego, prawnego, przez pośredniczenie w nawiązywaniu kontaktów z klientami zagranicznymi, w postaci badania rynku.

Zaznaczyć jednak należy, że działalność doradcza funduszy wiąże się również z negatywnymi jej konsekwencjami<sup>10</sup>. Są nimi wysokie koszty zatrudnienia specjalistów oraz osłabienie inicjatywy przedsiębiorstw udziałowych. Niemniej jednak istnienie i aktywne funkcjonowanie rynku funduszy wysokiego ryzyka ma bardzo duże znaczenie dla stymulowania rozwoju przedsiębiorczości.

### Branże finansowane przez fundusze

W ostatniej dekadzie poprzedniego wieku fundusze wysokiego ryzyka finansowały głównie przedsiębiorstwa funkcjonujące w sferze wysoko rozwiniętych technologii, co związane było z pojawianiem się małych i średnich podmiotów, dysponujących innowacyjnymi rozwiązaniami technicznymi. Fundusze koncentrowały swoje inwestycje głównie w przedsiębiorstwach wytwarzających najwyżej rozwinięte technicznie podzespoły z takich dziedzin jak elektronika, automatyka czy telekomunikacja.

<sup>8</sup> Zob. P. Tamowicz, D. Stola, *Rynek Venture Capital/Private Equity*. Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych. Warszawa 2002, s. 14.

<sup>9</sup> J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*. Warszawa 1997, s. 27.

<sup>10</sup> J. Gryko, *Asymetria informacji i konflikty agencji w kontraktach z funduszami venture capital*. [W:] *Finanse przedsiębiorstwa*, dz. cyt., s. 304.

Natomiast obecnie (2007 r.) koncepcja finansowania za pośrednictwem funduszy wysokiego ryzyka pojawia się w różnych sferach gospodarki, w tym także w dziedzinach niżej zaawansowanej technologii, jak również w sferach w ogóle niezwiązanych z innowacyjnymi technologiami.

Przyczyną tego jest rozwój nowych rodzajów aktywności gospodarczej oraz niechęć inwestorów do podejmowania nadmiernego ryzyka, które stwarzają najnowocześniejsze technicznie i technologicznie branże. Odrębnym argumentem przemawiającym za zainteresowaniem się przez fundusze wysokiego ryzyka dziedzinami z branż niżej zaawansowanej technologii jest późniejszy moment zapotrzebowania na kapitał. Tym samym inwestycja taka jest mniej ryzykowna dla dawców kapitału, gdyż produkt został już przez rynek zweryfikowany. Pożyczony kapitał służy wówczas głównie zwiększeniu skali produkcji i obniżeniu kosztów jednostkowych.

### **Siedem faz procesu finansowania za pomocą funduszy wysokiego ryzyka**

Zasilanie przedsiębiorstw środkami przekazanymi przez fundusze wysokiego ryzyka może przebiegać w zasadzie w każdej fazie ich rozwoju. Im faza ta jest wcześniejsza, tym większe jest ryzyko ponoszone przez fundusz, ale jednocześnie tym mniejszy jest koszt wejścia, gdyż kapitałobiorcy zaoferować muszą korzystne warunki nabywania swoich walorów w celu pozyskania inwestorów.

Pierwszy etap rozwoju podmiotu określany jest mianem fazy zasiewów (*seed investment*) – kapitał wnoszony jest wówczas jeszcze w momencie przeprowadzania badań i rozwoju w celu przygotowania prototypów. Częściej fundusze wysokiego ryzyka dofinansowują młode przedsiębiorstwa na drugim etapie – w fazie startu (*start-up*). W praktyce jednak na tym etapie do podmiotów gospodarczych trafia jedynie około 5–10% całości ogólnej sumy tego kapitału<sup>11</sup>.

Trzecia faza następuje po zaakceptowaniu przez rynek próbnej partii towarów czy usług. Ryzyko inwestycji jest tutaj znacznie mniejsze, gdyż łatwiej jest oszacować szanse powodzenia wyrobu na rynku, określić jego potencjał czy zachowanie konkurentów. Na tym etapie pojawia się przesłanka dla rozbudowy zdolności produkcyjnych w celu podjęcia seryjnej produkcji oraz potrzeba rozbudowy sieci dystrybucji dla szybkiego wzrostu udziału rynkowego. Fazę tę cechuje największe zapotrzebowanie na kapitał pochodzący z zewnątrz<sup>12</sup>. Podobnie jak na drugim etapie, nadal większość restrukturyzujących się przedsiębiorstw nie jest w stanie spełnić wymaganych przez banki kryteriów w celu udzielenia kredytów, dlatego też istotną rolę odgrywa tutaj finansowanie za pośrednictwem funduszy wysokiego ryzyka.

---

<sup>11</sup> Szerzej A. Kornasiewicz, *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*. Warszawa 2004, s. 87.

<sup>12</sup> Tamże, s. 88.

Czwarta możliwa faza restrukturyzacji, w której może się pojawić kapitał wysokiego ryzyka, charakteryzuje się wzrostem produkcji i wkraczaniem na drogę ekspansji. Jest to moment, w którym przedsiębiorstwo staje się dochodowe i stwarza obiecujące perspektywy dalszego rozwoju. Należy tu brać pod uwagę fakt, że cykle życia produktów skracają się, co zmusza producentów do przyjmowania strategii szybkiej ekspansji, ta zaś wymaga z kolei posiadania odpowiednich środków.

Innowator, z chwilą gdy rozszerzający się potencjał rynku przyciąga konkurentów, chcąc utrzymać swoją przewagę konkurencyjną, powinien podejmować szereg działań przystosowawczych. Ryzyko inwestycyjne ponoszone na tym etapie jest mniejsze. Wartość przedsiębiorstwa ulega istotnemu zwiększeniu, można zatem przygotowywać się do przekształcenia podmiotu w spółkę akcyjną, aby w przyszłości osiągnąć zysk dzięki sprzedaży walorów za pośrednictwem rynku publicznego.

Piąta faza ma miejsce wówczas, gdy produkt osiągnie dojrzałość rynkową, a jednocześnie występuje na tyle duży potencjał rynku, że istnieje możliwość dalszej ekspansji w średnim bądź długim okresie. Dalszy wzrost przedsiębiorstwa może osiągać dzięki wykorzystywaniu pozycji na rynku, doświadczenia oraz efektu skali. Ryzyko inwestycyjne cechujące ten etap rozwoju jest znacznie mniejsze, a czas realizacji inwestycji znacznie krótszy. Faza szósta charakteryzuje się tym, że w związku ze wspomnianym wcześniej osiągnięciem przez wyrób dojrzałości rynkowej nie można spodziewać się w przyszłości dalszego szybkiego wzrostu przedsiębiorstwa. Stanowi to sygnał dla kapitałodawców, że mogą przystąpić do realizacji zysków od wyłożonych środków przez sprzedaż akcji w obrocie publicznym, zaoferowanie sprzedaży swych udziałów pozostałym właścicielom spółki lub inwestorowi strategicznemu.

Niekiedy występuje zapotrzebowanie na kapitał wysokiego ryzyka jeszcze w jednej – siódmej – fazie. Dzieje się tak wówczas, gdy przedsiębiorstwo odniosło sukces rynkowy i zamierza przeprowadzić publiczną emisję akcji w ciągu następnego roku. Wiążące się z tym wysokie koszty oznaczają zapotrzebowanie na dodatkowy kapitał finansujący dopuszczenie spółki do obrotu giełdowego oraz emisję akcji<sup>13</sup>.

Podsumowując przebieg stymulowania rozwoju przedsiębiorstw za pomocą kapitału wysokiego ryzyka w odniesieniu do klasycznych stadiów rozwoju przedsiębiorstwa, zauważyć można występowanie charakterystycznych zależności między kształtowaniem się kosztów, przychodów i zysków w poszczególnych jego fazach. W początkowych fazach przychody, które uzyskuje podmiot, są niższe od ponoszonych kosztów, co oznacza, że przedsiębiorstwo przynosi straty. Jednocześnie dawcy kapitału wysokiego ryzyka, nie chcąc tych strat powiększać,

<sup>13</sup> Zob. M. Wright, K. Robbie, *Venture Capital and Private Equity: a review and synthesis*. „Journal of Business Finance and Accounting” 1998, vol. 25, s. 115.

świadomie rezygnują z otrzymywania bieżących zysków z oprocentowania zainwestowanego kapitału, mając na celu szybszy wzrost wartości podmiotu gospodarczego.

## Geneza polskiego rynku funduszy wysokiego ryzyka

Podstawową przyczyną rozwoju funduszy wysokiego ryzyka w Polsce była utrzymująca się na początku procesu transformacji systemowej pod koniec lat osiemdziesiątych XX w. wysoka stopa inflacji, która spowodowała, iż kapitał obcy stał się zbyt drogi dla finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych. Stąd też zaczęto poszukiwać alternatywnych źródeł finansowania przedsiębiorstw<sup>14</sup>.

Przesłanki dla rozwoju finansowania polskich przedsiębiorstw z wykorzystaniem funduszy *venture capital* pojawiły się w wyniku transformacji systemowej. Pojawiła się wówczas konieczność likwidacji monopolistycznych struktur przedsiębiorstw państwowych, co wiązało się bezpośrednio z zapotrzebowaniem na kapitał finansujący te przekształcenia<sup>15</sup>. Celem pobocznym było dążenie do zapewnienia im niezbędnej konkurencyjności na rynku.

Rynek funduszy wysokiego ryzyka uległ w Polsce podziałowi na trzy segmenty<sup>16</sup>. Pierwszy z nich tworzą małe fundusze, nakierowane w swych strategiach inwestycyjnych na wsparcie procesów transformacji. Segment ten tworzą takie fundusze jak: Caresbac, Lubelski i Białostocki Fundusz Kapitałowy.

Kolejny segment polskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka tworzą fundusze działające na gruncie kapitału pochodzącego zarówno z krajowych, jak i zagranicznych instytucji prywatnych. Jest to zróżnicowana grupa, w skład której wchodzi fundusze tworzone przez banki (np. PEKAO Fundusz Kapitałowy, PBK Inwestycje, Fundusz BRE) oraz fundusze funkcjonujące na podstawie programu Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (NFI).

Trzecią grupę stanowią międzynarodowe fundusze kontynuujące działalność inwestycyjną zapoczątkowaną w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych. Zaliczyć do nich można między innymi fundusze grupy Enterprise Investors: Polish Enterprise Fund i Polish Enterprise Fund IV oraz Renaissance Capital.

Pierwszym uczestnikiem polskiego rynku funduszy wysokiego ryzyka stał się Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości (PAFP). Utworzony został w 1990 roku ze środków władz Stanów Zjednoczonych w celu wspierania rozwoju sektora prywatnego i umacniania gospodarki rynkowej w Polsce przez

---

<sup>14</sup> Szerzej S. Antkiewicz, *Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce. Instrumenty. Innowacje. Perspektywy*. Gdańsk 2006, s. 86.

<sup>15</sup> S. Antkiewicz, *Długoterminowe finansowanie przedsiębiorstw – analiza porównawcza*. „Finansista. Miesięcznik o Finansach Przedsiębiorstw i Samorządów Lokalnych” 2002, nr 2, s. 72.

<sup>16</sup> P. Tamowicz, *Rynek venture capital w Polsce*. [W:] T. Brodzicki, M. Dzierżanowski, P. Rot, P. Tamowicz, *Analiza rynku venture capital w Polsce*. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową. Gdańsk 2001, s. 17.

bezpośrednie inwestycje kapitałowe, uczestnictwo w prywatyzacji i pożyczki dla firm prywatnych. Podobny charakter miał Duński Fundusz dla Europy Centralnej i Wschodniej (1990 r.), koncentrował się on jednak na wspieraniu kooperacji polsko-duńskiej. W 1991 roku powstał fundusz pod nazwą Towarzystwo Inicjatyw Społeczno-Ekonomicznych z udziałem między innymi kapitału francuskiego, w 1992 roku zaś fundusz Caresbac – Polska S.A.

Te pierwsze inicjatywy stanowiły początek rynku funduszy wysokiego ryzyka w Polsce, tworząc podstawy rozwoju segmentu funduszy pomocowych. Kolejne tego typu przedsięwzięcia to Lubelski i Białostocki Fundusz Kapitałowy, Fundusz Północny oraz dwa Regionalne Fundusze Inwestycji z siedzibą w Katowicach i w Łodzi.

Wraz ze wzrostem wiarygodności Polski na świecie pojawił się zagraniczny kapitał prywatny, tworząc komercyjne fundusze wysokiego ryzyka i budując tym samym nowy segment rynku. W 1992 roku PAFP powołał do życia Polski Prywatny Fundusz Kapitałowy. W 1994 roku powstał Poland Partners Fund, Grupa Pioneer uruchomiła zaś Pioneer Poland Fund. Również w 1994 roku powstały Poland Investment Fund, White Eagle Industries, Renaissance Capital oraz Poland Growth Fund.

W tym samym okresie aktywność w obszarze tworzenia funduszy wysokiego ryzyka zaczęły wykazywać banki działające w Polsce. W 1994 roku powstały Powszechny Bank Gospodarczy – Fundusz Inwestycyjny, Wschodnie Towarzystwo Inwestycyjne (Bank Depozytowo-Kredytowy) i Pomorski Fundusz Kapitałowy (Pomorski Bank Kredytowy). W 1996 roku zamiast tych trzech funduszy – na skutek konsolidacji sektora bankowego i powstania Grupy Pekao S.A. – powstał jeden podmiot: Pekao – Fundusz Kapitałowy.

Bankowy segment rynku funduszy został w kolejnych latach uzupełniony przez Pierwszy Polski Fundusz Rozwoju (BRE Bank), PBK-Inwestycje, Handlowy Inwestycje, Hals (BGŻ), Central Poland Fund (z udziałem Pekao S.A.). W drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych nastąpił dalszy rozwój rynku. Powstały: Polish Enterprise Fund I (1997 r.), Polish Enterprise Fund IV (2000 r.), Innova/98 (1998 r.) i Innova/3 (2000 r.).

Nieco wcześniej, w 1994 roku, aktywność inwestycyjną zaczęły wykazywać fundusze o charakterze ponadregionalnym – AIG New Fund, American International Group, Advent Private Equity Fund Central Europe, Dresdner Kleinwort Capital.

Z kolei w 1997 roku na rynku pojawiły się Narodowe Fundusze Inwestycyjne (o czym szerzej dalej), przy czym wiele z nich rozpoczęło aktywność inwestycyjną w zakresie kapitału wysokiego ryzyka. Wraz z procesami konsolidacji NFI najbardziej aktywne na rynku pozostawały: NFI Magna Polonia oraz NFI Jupiter.

W 1999 roku powstał MCI Management S.A., który pozyskał dzięki emisji akcji na GPW w Warszawie w grudniu 2000 roku ponad 25 mln PLN. Natomiast w latach 2000–2001 pojawiły się na polskim rynku fundusze Lloyd's Internet



Investment Fund, Softbank Emerging Markets, Baring Central European Fund oraz Raiffeisen CEE Private Equity Fund. Z kolei w 2004 roku Enterprise Investors powołał kolejny fundusz: Polish Enterprise Fund V z łącznym kapitałem 300 mln euro. Jest to największy fundusz VC, jaki powstał w Europie Środkowej.

Warto w tym miejscu zaznaczyć, że niektóre polskie przedsiębiorstwa prywatne zaczęły funkcjonować na zasadach zbliżonych do funduszy wysokiego ryzyka. Alicja Kornasiewicz zalicza do nich: Kulczyk Holding, Kuchnię Polską, ITI oraz Prokom Software<sup>17</sup>.

### Znaczenie funduszy wysokiego ryzyka dla przedsiębiorstw

Aby ukazać, jak istotne znaczenie dla rozwoju wielu polskich przedsiębiorstw miały bądź w dalszym ciągu mają fundusze wysokiego ryzyka, warto przytoczyć przykłady tych przedsiębiorstw: EMPiK, Galeria Centrum, Euronet (sieć bankomatów), Okocim (Zakłady Piwowarskie), Zelmech (Mysłowickie Zakłady Urządzeń Elektromechanicznych), Alpinus (odzież i sprzęt do turystyki górskiej), Techmex S.A. (spółka informatyczna), Beverly Hills (wypożyczalnia kaset video), Call Center Poland S.A. (m.in. telemarketing), Igloofruit (Zakład Produkcji Mrożonek i Usług Chłodniczych), Tolkmicko (Przedsiębiorstwo Przetwórstwa Owocowo-Warzywnego), Lenwit (Zakłady Przemysłu Lniarskiego).

Przytoczone przykłady świadczą o znaczącym zróżnicowaniu przedmiotowego zakresu inwestycji dokonywanych przez działające w Polsce fundusze wysokiego ryzyka. Stymulowanie rozwoju przedsiębiorstw za pomocą analizowanych funduszy może bowiem odbywać się w ramach rozległej sfery działalności gospodarczej.

Strategie inwestycyjne większości funduszy ujmują takie cechy inwestycji, jak: minimalną wartość wkładu w ujęciu względnym i bezwzględnym, okres trwania, liczbę pracowników, propozycje dezynwestycji oraz przede wszystkim zakładanego adresata oferty finansowej, czyli określony sektor gospodarki. Niektóre z przedstawionych wyżej przedsiębiorstw przeszły już fazę wycofania funduszy wysokiego ryzyka, walory części z nich są już notowane na giełdowym bądź pozagiełdowym rynku publicznym.

### Zaangażowanie funduszy na polskim rynku

W okresie 17 lat fundusze wysokiego ryzyka pozyskały około 6 mld euro, przy czym większość kapitału pochodzi od zagranicznych inwestorów instytucjonalnych. Fundusze te zainwestowały około 3 mld euro w blisko 800 spółek w Polsce. Pozostałe niespełna 3 mld euro zainwestowały w spółki w pozostałych krajach Europy Środkowo-Wschodniej<sup>18</sup>. W Polsce działa około 40 spółek zarzą-

---

<sup>17</sup> A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, dz. cyt., *passim*.

<sup>18</sup> Zob. M. Panfil, *Fundusze...*, dz. cyt., s. 206.

dzających ponad 60 funduszami wysokiego ryzyka. Najwięcej kapitału zaangażowały fundusze zarządzane przez Enterprise Investors (500 mln euro, 40 spółek), następnie Ballinger Capital (200 mln euro, 12 spółek) oraz Advent International (100 mln euro, 6 spółek).

W dotychczasowej historii rozwoju funduszy wysokiego ryzyka najlepszym rokiem okazał się rok 2000, kiedy wartość kapitału zainwestowanego przez fundusze wyniosła 201 mln euro, przy 332 mln euro kapitału pozyskanego. Znaczna część kapitałów pozyskanych przez fundusze działające w Polsce ma zagraniczne pochodzenie (79,6% w 2003 r.). Od 2000 roku systematycznie spada wartość pozyskiwanego kapitału. O ile w 2000 roku kapitał pozyskany przekraczał 330 mln euro, o tyle w 2005 roku była to kwota dziesięciokrotnie niższa<sup>19</sup>.

Zaobserwować można na rynku duże zróżnicowanie branżowe spółek portfelowych – odbiorców inwestycji. Fundusze jednak poszukują spółek z niszowych, ale perspektywicznych branż. W 2005 roku w portfelu inwestycyjnym funduszy dominowały spółki telekomunikacyjne, finansowe i działające w branży dóbr konsumpcyjnych.

Łączna wartość dezinwestycji funduszy wysokiego ryzyka w okresie 2000–2005 wyniosła około 400 mln euro, z czego najbardziej popularna była sprzedaż spółek portfelowych inwestorowi branżowemu (blisko połowa transakcji).

## **Prawne regulacje funduszy wysokiego ryzyka**

Istotnym problemem funduszy wysokiego ryzyka działających na polskim rynku jest brak bezpośrednich uregulowań prawnych w polskim ustawodawstwie. Stąd też istnieje duża różnorodność ich konstrukcji prawnych: od stworzonych na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych, przez Narodowe Fundusze Inwestycyjne, spółki akcyjne, komandytowo-akcyjne, komandytowe, aż po spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Jednak brak jednolitych unormowań prawnych nie hamuje rozwoju polskiego rynku.

Głównym aktem prawnym określającym zasady tworzenia i działania funduszy inwestycyjnych jest Ustawa z 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych<sup>20</sup>. Ustawa przewiduje tworzenie następujących rodzajów funduszy: otwartego, specjalistycznego otwartego oraz zamkniętego. Do tworzenia na rynku polskim funduszy wysokiego ryzyka najbardziej odpowiednią konstrukcją wydaje się fundusz inwestycyjny zamknięty<sup>21</sup>. Fundusz zamknięty może lokować aktywa w papiery wartościowe, wierzytelności, udziały w spółkach z o.o., waluty, instrumenty pochodne, prawa majątkowe oraz instrumenty rynku pieniężnego. Polityka lokacyjna funduszu podlega stosunkowo niewielkim ograniczeniom.

<sup>19</sup> Tamże, s. 214.

<sup>20</sup> Dz. U. 2004, nr 146, poz. 1546.

<sup>21</sup> Por. S. Antkiewicz, *Innowacyjne zmiany regulacji prawnych polskiego rynku funduszy inwestycyjnych po wejściu Polski do Unii Europejskiej*. „Prawo Bankowe” 2005, nr 10, s. 109.

Analizowana ustawa wprowadziła również podtypy funduszy inwestycyjnych, przy czym z punktu widzenia funduszy wysokiego ryzyka największe znaczenie ma fundusz aktywów niepublicznych, mogący lokować co najmniej 80% wartości swoich aktywów w aktywa inne niż papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu oraz instrumenty rynku pieniężnego<sup>22</sup>.

Istotną niedogodnością ustawy z 2004 roku jest fakt, że ustawodawca zdecydował, iż rynek funduszy wysokiego ryzyka będzie rynkiem regulowanym, nadzorowanym przez Komisję Nadzoru Finansowego<sup>23</sup>. Dawcy kapitału będą musieli tworzyć towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI), co podnosi koszty działalności oraz ogranicza elastyczność funkcjonowania. Lista wymogów formalnych, które trzeba spełnić, tworząc towarzystwo, jest długa, co w połączeniu z wysokimi kapitałami własnymi TFI ogranicza wykorzystanie formy prawnej funduszu inwestycyjnego zamkniętego. W innych krajach bowiem fundusze wysokiego ryzyka działają na rynku niepublicznym i nie podlegają nadzorowi, gdyż rynek ten w założeniu winien być rynkiem samoregulującym się, charakteryzującym się kontraktową odpowiedzialnością zarządzających funduszem wobec inwestorów.

Biorąc pod uwagę możliwość tworzenia funduszy wysokiego ryzyka na podstawie kodeksu spółek handlowych<sup>24</sup>, uwzględnić należy spółki kapitałowe (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółka akcyjna) oraz spółki osobowe (spółka komandytowa i spółka komandytowo-akcyjna). Występują tutaj jednak poważne wady: podwójne opodatkowanie (sp. z o.o., spółka akcyjna) oraz forma spółki osobowej, a tym samym niemożność inwestowania przez OFE (pozostałe spółki).

Analiza powyższych barier przez spółki zarządzające funduszami wysokiego ryzyka spowodowała, że większość działających w Polsce funduszy jest zarejestrowana poza granicami Polski.

## **Koncepcja Programu Narodowych Funduszy Inwestycyjnych jako funduszy wysokiego ryzyka**

Dzięki Programowi Narodowych Funduszy Inwestycyjnych ponad 500 spółek Skarbu Państwa znalazło się w sektorze prywatnym i stworzone zostały mechanizmy pozwalające na ich restrukturyzację. Każdy pełnoletni obywatel, przez odbiór Powszechnego Świadczenia Udziałowego oraz zamiany go na akcje każdego z 15 Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (NFI), stał się współwłaścicielem pewnej części majątku państwowego.

---

<sup>22</sup> Szerzej P. Sieradzan, K. Sobańska, *Inwestycje private equity/venture capital*. Warszawa 2004, s. 286.

<sup>23</sup> Por. P. Miller, *Reputacja ważniejsza niż regulacje*. „Gazeta Bankowa” 26.04.2004 r., nr 17, s. 15.

<sup>24</sup> Ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych, Dz. U. 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

Idea Narodowych Funduszy Inwestycyjnych znalazła urzeczywistnienie w Ustawie z 30 kwietnia 1993 roku o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych i ich prywatyzacji<sup>25</sup>. Próbując zaklasyfikować NFI w normatywnym systemie klasyfikacji osób prawnych występujących w polskim prawie, możemy przyjąć, że NFI, jako szczególny rodzaj spółek akcyjnych, są wyodrębnionym normatywnie typem osoby prawnej. Stanowią one typ osoby prawnej tego samego rzędu co, na przykład, towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Charakter prawny NFI ma swoją specyfikę, przez co odróżniają się one od innych rodzajów osób prawnych. Ich specyficzną cechą jest to, że w miarę upływu czasu status funduszu ulega zmianie i coraz bardziej upodabnia się on do typowego funduszu wysokiego ryzyka.

Charakterystyczną właściwością statusu prawnego NFI jest możliwość ich tworzenia wyłącznie przez Skarb Państwa. Nie można jednak zakwalifikować NFI do kategorii państwowych osób prawnych, na przykład przedsiębiorstw państwowych, gdyż wspomniana już zmiana statusu prawnego tych funduszy powoduje, że docelowo staną się one podmiotami prywatnymi. Zasady działania NFI oparte są nie tylko na normach prawnych, lecz również na postanowieniach ich statutów. Istotne znaczenie dla określenia prawnego charakteru działalności funduszy mają także postanowienia umów zawartych przez NFI z firmami zarządzającymi majątkiem funduszy.

Po dopuszczeniu świadectw udziałowych do publicznego obrotu oraz wymianie ich na akcje w 1997 roku nastąpiło wprowadzenie akcji NFI do obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW)<sup>26</sup>.

### **Założenia Programu NFI**

Program Narodowych Funduszy Inwestycyjnych zgodnie z założeniami miał przede wszystkim umożliwić obywatelom kraju udział w prywatyzacji majątku narodowego, a przez to uzyskać korzyści ze wzrostu wartości przedsiębiorstw włączonych do tego programu. W celu realizacji tych założeń do programu miały być skierowane przedsiębiorstwa duże i średnie, wymagające wprowadzie restrukturyzacji, lecz głównie w celu zwiększenia efektywności ich funkcjonowania, a nie ratowania przed bankructwem. Według stanowiska ministra przekształceń własnościowych z 1991 roku miała to być tak zwana lepsza część polskiego przemysłu.

Dobór spółek oraz ich potencjał ekonomiczny miały być podstawowymi czynnikami decydującymi o osiągnięciu celów założonych w programie NFI<sup>27</sup>.

<sup>25</sup> Dz. U. 1994, nr 44, poz. 202 z późn. zm.

<sup>26</sup> Szerzej A. Kostrz-Kostecka, *Świadectwa udziałowe i akcje funduszy na giełdzie*. „Rzeczpospolita” 16.04.1997 r., nr 89.

<sup>27</sup> W. Kaczmarek, *Słowo o NFI i przyszłości prywatyzacji*. „Nasz Rynek Kapitałowy” 1998, nr 11, s. 19.

## Ocena i perspektywy Programu Narodowych Funduszy Inwestycyjnych

Całościowa ocena Programu Narodowych Funduszy Inwestycyjnych nie jest jednoznaczna. Odnotować można szereg pozytywów: we wszystkich spółkach programu opracowane zostały strategiczne biznesplany, została wprowadzona rachunkowość zarządcza, udoskonalono sieć dystrybucyjną. W większości spółek przeprowadzono oddłużenie, wprowadzono nowe technologie i nowe asortymenty oraz profile produkcji, uporządkowano stan własności, sprzedano zbędne nieruchomości, wydzielono nowe podmioty prawne, wprowadzono nowe systemy motywacyjne, wymieniono wielu członków zarządów, przeprowadzono szereg szkoleń. Wreszcie podkreślić warto, że wiele spółek wprowadzono do publicznego obrotu, jak również sprzedano inwestorom strategicznym.

Spółki nieefektywne ekonomicznie zostały w wielu przypadkach postawione w stan upadłości lub zlikwidowane<sup>28</sup>. Pozytywną cechą programu była także wartość edukacyjna, zarówno w zakresie zarządzania spółkami, jak i zasad funkcjonowania rynku papierów wartościowych.

Powyższe wyliczenie pozwala uzmysłwić ogrom pracy wykonanej przez spółki zarządzające i NFI. Bez przeprowadzonych działań większość spółek programu byłaby obecnie w sytuacji niesprzedawalnych przedsiębiorstw państwowych z nawisem nadmiernego zadłużenia<sup>29</sup>.

Odnotować jednak należy, że Program Narodowych Funduszy Inwestycyjnych charakteryzował się również cechami negatywnymi<sup>30</sup>:

- wpływy polityczne na realizację programu oddziaływały negatywnie na decyzje inwestycyjne poszczególnych inwestorów,
- kapitalizacja funduszy była zbyt mała, aby NFI stały się atrakcyjne dla poważnych inwestorów finansowych,
- konstrukcja programu była wysoce złożona; utrudniało to wycenę akcji poszczególnych funduszy,
- okazało się, że występują różnice pomiędzy interesem firm zarządzających i interesem NFI,
- często niemożliwe było jednoznaczne określenie grup kapitałowych, które przejęły kontrolę nad poszczególnymi funduszami; nabywanie akcji odbywało się przez podmioty zależne i stowarzyszone, często rejestrowane w rajach podatkowych, stąd w wielu przypadkach trudne było określenie ich rzeczywistego właściciela,

---

<sup>28</sup> S. Antkiewicz, *Narodowe fundusze inwestycyjne – istota programu i jego negatywne konsekwencje*. [W:] *Wybrane problemy współczesnej gospodarki rynkowej*. Studia i Materiały Master of Business Administration Uniwersytetu Gdańskiego. Nr 3. Red. R. Orłowska. Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego. Gdańsk 2004, s. 68.

<sup>29</sup> H. Bochniarz, A. Wiśniewski, *Godzina prawdy*. „Rzeczpospolita” 5.02.1999 r., nr 30.

<sup>30</sup> Zob. E. Żemła, *Dożynanie skompromitowanego programu NFI*. „Gazeta Finansowa” 5.04.2003 r., nr 14; E. Szweda, *NFI zrobiły swoje, NFI mogą odejść*. „Magazyn Finansowy Prawa i Gospodarki” 2.11.1999 r., nr 41.

– wynagrodzenie firm zarządzających było zbyt wysokie w stosunku do wartości zarządzanego majątku, a zwłaszcza do wartości kapitalizacji NFI.

Program NFI stopniowo wkracza w nowy etap, w którym pewne podstawowe założenia, takie jak powszechne uwłaszczenie, narodowy charakter czy wpływ czynników politycznych, przechodzą do historii. Poszczególne Narodowe Fundusze Inwestycyjne ewoluują ku tradycyjnym funduszom wysokiego ryzyka.

## **Fundusze wysokiego ryzyka w świetle programu „Agenda Warsaw City 2010”**

W 2004 roku Ministerstwo Finansów opublikowało strategię rozwoju rynku kapitałowego pod tytułem „Agenda Warsaw City 2010”. Był to projekt skierowany do środowisk opiniotwórczych, na podstawie którego – po wielu konsultacjach – winna powstać właściwa strategia rozwoju tego segmentu rynku. Dokument mówi, że jednym z istotnych elementów rozwoju krajowego rynku kapitałowego powinno być wzmocnienie infrastruktury (GPW, Krajowy Depozyt) i przygotowanie jej do działania w warunkach zwiększonej konkurencji ze strony państw członkowskich UE, a także zapobieżenie marginalizacji naszego rynku przez dokonywanie takich zmian, by rynek i instytucje na nim działające stworzyły efektywny, bezpieczny i stabilny segment polskiego rynku finansowego<sup>31</sup>.

Jako główny cel opublikowanej strategii nakreślono stworzenie warunków, które spowodują, że nadwyżki krajowego kapitału nie będą inwestowane za granicą. Szczególną uwagę zwraca się na rozwój sektora kapitału wysokiego ryzyka, niezbędnego do wspierania innowacyjności polskiej gospodarki, oraz sektora OFE i funduszy inwestycyjnych, które potrzebują poszerzonych możliwości lokowania, aby skutecznie inwestować krajowe oszczędności.

Po kilkumiesięcznej dyskusji z udziałem instytucji rynku kapitałowego, administracji, inwestorów i emitentów Rada Ministrów 27 kwietnia 2004 roku przyjęła ostateczną wersję dokumentu, zakładającego, że w 2010 roku kapitalizacja polskiego rynku kapitałowego powinna odpowiadać średniej w Unii Europejskiej, to jest około 60% PKB.

Strategia ta, o ile będzie realizowana przez władze wykonawcze, może przyczynić się do dynamicznego rozwoju sektora funduszy wysokiego ryzyka w Polsce w perspektywie 2010 roku.

## **Bariery rozwoju funduszy wysokiego ryzyka**

Niepokojącym zjawiskiem jest stosunkowo ograniczona możliwość korzystania z funduszy wysokiego ryzyka przez sektor małych i średnich przedsię-

---

<sup>31</sup> S. Antkiewicz, *Proces prywatyzacji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w świetle kontrowersji wokół strategii rozwoju rynku kapitałowego*. „Pieniądze i Więź. Kwartalnik Naukowy” 2006, nr 2–3, s. 72.

biorstw. Najważniejszą przeszkodę stanowi określona minimalna potencjalna kwota zaangażowania funduszy w dane przedsięwzięcie. Według szacunków nakierowane jedynie na ten sektor fundusze dysponują kwotą około 100 mln euro<sup>32</sup>. Główną przyczyną, dla której większość funduszy preferuje większe inwestycje, jest istota ich działalności, sprowadzająca się do chęci osiągnięcia zysku. Ważny jest również fakt istnienia wysokiego, w przypadku dużych podmiotów, prawdopodobieństwa znalezienia nabywcy posiadanych przez fundusz akcji i udziałów.

Na polskim rynku zaobserwować można również zjawisko tak zwanej luki kapitałowej (*equity gap*), przejawiającej się w trudnościach pozyskania kapitału ryzyka poniżej miliona euro<sup>33</sup>. W krajach UE problem ten jest niwelowany przez wspieranie funduszy wysokiego ryzyka środkami pochodzącymi z budżetu Unii Europejskiej<sup>34</sup>.

4 marca 2005 roku uchwalono Ustawę o Krajowym Funduszu Kapitałowym (KFK)<sup>35</sup>, który otrzymał zadanie wsparcia finansowego funduszy wysokiego ryzyka inwestujących w małe podmioty<sup>36</sup>. Mimo że weszła ona w życie 7 sierpnia 2005 roku, wciąż występują braki w rozporządzeniach wykonawczych, mających usprawnić działania KFK.

### Propozycje zmian

Rozpowszechnienie funduszy wysokiego ryzyka w Polsce wymaga zmian instytucjonalnych, prawnych i podatkowych na wzór krajów o rozwiniętych rynkach finansowych<sup>37</sup>. Dla zbudowania mechanizmów tego rynku, opierając się na polskich realiach, trzeba by uwzględnić następujące propozycje zmian:

- umożliwienie krajowym inwestorom instytucjonalnym (otwarte fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe) inwestowania w fundusze wysokiego ryzyka,
- zdefiniowanie nowej formy prawnej dla funduszy wysokiego ryzyka (m.in. ze względów podatkowych),
- promocja rynku wśród doradców inwestycyjnych,
- stymulowanie rozwoju alternatywnych dawców kapitału wysokiego ryzyka, jakimi są fundusze funduszy (byłyby one pośrednikami finansowymi pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi a funduszami wysokiego ryzyka),

---

<sup>32</sup> J. Rogoziński, *Bariery rozwoju rynku private equity/venture capital w Polsce*. „Nasz Rynek Kapitałowy” 2003, nr 7, s. 15.

<sup>33</sup> Zob. P. Tamowicz, *Wspieranie rozwoju rynku venture capital przez władze publiczne*. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową. Gdańsk 1999, s. 15.

<sup>34</sup> J. Fila, *Rynek venture capital w Niemczech – podmioty i formy wsparcia ze środków publicznych*. [W:] *Finanse przedsiębiorstwa*, dz. cyt., s. 188.

<sup>35</sup> Dz. U. 2005, nr 57, poz. 491.

<sup>36</sup> I. Morawski, *Małe firmy czekają na wsparcie*. „Rzeczpospolita” 10.07.2006 r., nr 159.

<sup>37</sup> M. Panfil, *Fundusze...*, dz. cyt., s. 242.

- rozwój publicznych programów kapitałowych w celu zmniejszenia luki kapitałowej we wczesnej fazie rozwoju przedsiębiorstw,
- zwolnienie z podatku VAT z tytułu opłat za zarządzanie funduszami,
- zniesienie podwójnego opodatkowania dla funduszy działających w formie spółek kapitałowych.

Fundusze wysokiego ryzyka, będące istotnym źródłem finansowania restrukturyzacji polskich przedsiębiorstw, mają szansę dalszego rozwoju, pod warunkiem wprowadzenia postulowanych zmian. Sądzić można, że ta elastyczna z punktu widzenia biorców kapitału forma finansowania działalności zapewniac będzie stałą możliwość rozwoju krajowych podmiotów, zwłaszcza tych, które należą do sektora małych i średnich przedsiębiorstw.

### Bibliografia

- Antkiewicz S., *Innowacyjne zmiany regulacji prawnych polskiego rynku funduszy inwestycyjnych po wejściu Polski do Unii Europejskiej*. „Prawo Bankowe” 2005, nr 10.
- Antkiewicz S., *Narodowe fundusze inwestycyjne – istota programu i jego negatywne konsekwencje*. [W:] *Wybrane problemy współczesnej gospodarki rynkowej*. Studia i Materiały Master of Business Administration Uniwersytetu Gdańskiego. Nr 3. Red. R. Orłowska. Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego. Gdańsk 2004.
- Antkiewicz S., *Proces prywatyzacji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w świetle kontrowersji wokół strategii rozwoju rynku kapitałowego*. „Pieniądze i Więź. Kwartalnik Naukowy” 2006, nr 2–3.
- Antkiewicz S., *Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce. Instrumenty. Innowacje. Perspektywy*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego 2006.
- Bochniarz H., Wiśniewski A., *Godzina prawdy*. „Rzeczpospolita” 5.02.1999 r., nr 30.
- Fila J., *Rynek venture capital w Niemczech – podmioty i formy wsparcia ze środków publicznych*. [W:] *Finanse przedsiębiorstwa*. Pod red. P. Karpusia. Lublin: Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej 2006.
- Gryko J., *Asymetria informacji i konflikty agencji w kontraktach z funduszami venture capital*. [W:] *Finanse przedsiębiorstwa*. Pod red. P. Karpusia. Lublin: Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej 2006.
- Kaczmarek W., *Słowo o NFI i przyszłości prywatyzacji*. „Nasz Rynek Kapitałowy” 1998, nr 11.
- Kornasiewicz A., *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*. Warszawa: CeDeWu 2004.
- Kostrz-Kostecka A., *Świadectwa udziałowe i akcje funduszy na giełdzie*. „Rzeczpospolita” 16.04.1997 r., nr 89.
- Lerner J., Hardyman F., *Venture Capital and Private Equity. A Casebook*. New York: John Wiley & Sons 2002.
- Miller P., *Reputacja ważniejsza niż regulacje*. „Gazeta Bankowa” 26.04.2004 r., nr 17.
- Morawski I., *Małe firmy czekają na wsparcie*. „Rzeczpospolita” 10.07.2006 r., nr 159.
- Panfil M., *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*. Warszawa: Difin 2005.
- Pellin J., *A Guide to Venture Capital*. London: British Venture Capital Association 1994.



- Rogoziński J., *Bariery rozwoju rynku private equity/venture capital w Polsce*. „Nasz Rynek Kapitałowy” 2003, nr 7.
- Sieradzan P., Sobańska K., *Inwestycje private equity/venture capital*. Warszawa: Key Text 2004.
- Sławiński A., *Rycerze alfy. Globalizacja sprzyja rozwojowi rynków finansowych*. „Rzeczpospolita” 11.08.2006 r., nr 187.
- Szweda E., *NFI zrobiły swoje, NFI mogą odejść*. „Magazyn Finansowy Prawa i Gospodarki” 2.11.1999 r., nr 41.
- Świdarska J., *Wpływ inwestycji venture capital na rozwój gospodarczy w Europie*. [W:] *Finanse przedsiębiorstwa*. Pod red. P. Karpusia. Lublin: Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej 2006.
- Tamowicz P., *Fundusze inwestycyjne typu venture capital*. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową. „Transformacja Gospodarki” 1995, nr 60.
- Tamowicz P., *Rynek venture capital w Polsce*. [W:] T. Brodzicki, M. Dzierżanowski, P. Rot, P. Tamowicz, *Analiza rynku venture capital w Polsce*. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową. Gdańsk 2001.
- Tamowicz P., Stola D., *Rynek Venture Capital/Private Equity*. Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych. Warszawa 2002.
- Tamowicz P., *Wspieranie rozwoju rynku venture capital przez władze publiczne*. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową. Gdańsk 1999.
- Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN 1997.
- Wright M., Robbie K., *Venture Capital and Private Equity: a review and synthesis*. „Journal of Business Finance and Accounting” 1998, vol. 25.
- Zawisza M., *Venture capital – istota zjawiska*. „Bank” 1998, nr 4.
- Żemła E., *Dożnywanie skompromitowanego programu NFI*. „Gazeta Finansowa” 5.04.2003 r., nr 14.

### **Akty prawne**

- Ustawa z 04.03.2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym, Dz. U. 2005, nr 57, poz. 491.
- Ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych, Dz. U. 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
- Ustawa z 27.05.2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U. 2004, nr 146, poz. 1546.
- Ustawa z 30.04.1993 r. o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych i ich prywatyzacji, Dz. U. 1994, nr 44, poz. 202 z późn. zm.

## **Summary**

### **Venture capital in Poland on the example of Polish National Investment Funds**

Venture capital (VC) provide a way of financing a company development through outside capital in response to the needs of business entities. They gain in popularity on many world markets. They can be defined as medium- or long-term capital provided by outside investors for a limited time as an investment in equity securities (shares, stocks).

Nowadays the concept of financing through venture capital appears in various branches of economy. The article discusses the functioning of venture funds on the Polish capital market concentrating on the program of Polish National Investment Funds.