

# Jerzy Węclawski

---

## Wpływ kryzysu finansowego na inwestycje private equity

---

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/1,  
21-29

---

2012

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.

JERZY WĘCŁAWSKI

---

*Wpływ kryzysu finansowego na inwestycje private equity*

---

The influence of financial crisis on private equity investments

## **Wprowadzenie**

Inwestycje *private equity* związane są z ponadprzeciętnym ryzykiem. Jego akceptacja przez inwestorów wynika z oczekiwania wysokich stóp zwrotu. Tymczasem w okresie kryzysu finansowego, którego następstwem jest z reguły załamanie koniunktury w całej gospodarce, dochodzi nie tylko do wzrostu ryzyka związanego z inwestycjami, ale także pogorszenia szans na uzyskiwanie z nich wysokich stóp zwrotu. Oddziaływanie załamania koniunktury gospodarczej na inwestycje *private equity* ma charakter wielopłaszczyznowy. Po pierwsze, zniechęca nowych inwestorów do kierowania środków finansowych na tego typu przedsięwzięcia. Szczególne problemy z pozyskaniem finansowania zewnętrznego przeżywają przedsiębiorstwa znajdujące się na etapie tworzenia i wczesnych faz rozwoju. Po drugie, przedsiębiorstwa, które wcześniej pozyskiwały środki od funduszy *private equity* muszą liczyć się z wolniejszym wzrostem w wyniku spadku popytu na ich produkty i usługi. Po trzecie, gorsze warunki i perspektywy rozwoju istotnie spowalniają procesy wykupów, przejęć i fuzji, w których finansowaniu określony udział mają fundusze *private equity*. Wreszcie po czwarte, okres dekoniunktury istotnie utrudnia inwestorom wycofanie się na korzystnych warunkach z finansowanych przedsiębiorstw. Celem niniejszego opracowania jest ocena wpływu kryzysu finansowego, który rozpoczął się we wrześniu 2008 roku, na rynek *private equity* w Europie. Dla uchwycenia zmian, do jakich na nim doszło w wyniku załamania koniunktury gospodarczej, analiza zostanie oparta na danych statystycznych obejmujących lata 2005–2009. Koniec

okresu analizy wyznaczany jest przy tym przez moment dostępności ostatnich pełnych danych. Obejmuje ona działalność instytucjonalnych inwestorów *private equity*, w odniesieniu do których dostępne są dane statystyczne gromadzone przez EVCA.

## 1. Oddziaływanie kryzysu na akwizycję kapitału

Dominującą rolę na rynku *private equity* odgrywają niezależne fundusze inwestycyjne. Jako pośrednicy finansowi pozyskują kapitał na rynku od szerokiego spektrum inwestorów: banków, funduszy emerytalnych, zakładów ubezpieczeń, funduszy funduszy, agencji rządowych, spółek zarządzających aktywami, przedsiębiorstw, osób prywatnych. W okresie kryzysu finansowego wzrost ryzyka inwestycyjnego powoduje realokację przez dawców kapitału pozostających w ich dyspozycji nadwyżek finansowych na bardziej bezpieczne inwestycje. W szczególności podmioty związane regulacjami ustawowymi dotyczącymi składu portfeli inwestycyjnych wykazują większą awersję do ryzyka. Ostatni kryzys finansowy dotknął bezpośrednio część dużych banków i ubezpieczycieli, których kondycja finansowa ucierpiała nie tylko w wyniku ogólnego pogorszenia koniunktury gospodarczej, ale również na skutek ich wcześniejszego zaangażowania w transakcje aktywami o wysokim poziomie ryzyka.

Wszystkie te czynniki sprawiają funduszom *private equity* trudności w okresie załamania koniunktury gospodarczej w utrzymaniu dotychczasowych inwestorów oraz pozyskiwaniu nowych. Stąd typową sytuacją dla rynku *private equity* jest silne powiązanie rozmiarów akwizycji kapitału z ogólną sytuacją w gospodarce. W ujęciu makroekonomicznym wskazuje się tutaj na szczególne znaczenie dwóch czynników: pogorszenie klimatu giełdowego oraz spadek oczekiwanych stóp zwrotu<sup>1</sup>.

Odbudowa zaufania do inwestycji *private equity* po załamaniu rynku na początku ubiegłej dekady w wyniku pęknięcia „bańki spekulacyjnej” związanej z branżą internetową spowodowała szybki wzrost dopływu środków do funduszy *private equity*. Kryzys finansowy, który wybuchł pod koniec 2008 roku, spowodował silne załamanie akwizycji nowego kapitału przez fundusze. Łączna wartość pozyskanych w 2009 roku środków stanowiła zaledwie 20 % kwoty z roku poprzedniego (por. tab. 1). Największe spadki akwizycji wystąpiły w odniesieniu do funduszy emerytalnych, funduszy funduszy, osób indywidualnych oraz zakładów ubezpieczeń. Bardziej stabilnym investorem okazały się banki i agencje rządowe.

<sup>1</sup> T. Knauer, J. Marx, *Fundraising im deutschen Private Equity-Markt – Der Einfluss des Finanzmarktes*, „Finanz Betrieb“ 2009, nr 2, s. 94–95.

Tabela 1. Akwizycja kapitału przez fundusze *private equity* w Europie w latach 2005–2009

Rodzaj inwestora	2005		2006		2007		2008		2009	
	mld EUR	%	mld EUR	%	mld EUR	%	mld EUR	%	mld EUR	%
Banki	11,9	17,6	15,5	14,4	8,6	10,5	5,9	7,3	2,9	18,4
Fundusze emerytalne	16,8	24,8	29,2	27,1	12,3	15,1	22,5	27,7	2,3	14,4
Fundusze funduszy	8,9	13,1	19,6	18,2	8,0	9,9	11,2	13,8	2,1	13,5
Zakłady ubezpieczeń	7,5	11,1	10,9	10,1	4,8	6,0	5,2	6,5	1,5	9,3
Agencje rządowe	6,7	9,9	9,4	8,7	4,0	4,9	4,4	5,4	1,9	11,8
Przedsiębiorstwa	3,4	5,1	4,0	3,7	1,8	2,2	2,4	2,9	1,0	6,3
Osoby prywatne	4,1	6,0	9,6	8,9	3,7	4,6	3,8	4,6	0,5	3,5
Pozostali	8,5	12,9	9,7	8,9	38,4	46,8	25,7	31,8	3,6	22,8
Lącznie	67,8	100,0	107,9	100,0	81,6	100,0	81,1	100,0	15,8	100,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie 2010 EVCA Yearbook, June 2010, s. 32.

Charakterystyczna była również zmiana kierunków pochodzenia kapitału wysokiego ryzyka. W 2009 roku 72 % *private equity* pochodziło z Europy i aż 50 % z kraju, w którym dokonywano inwestycji. Tymczasem w roku poprzednim, a więc przed wybuchem kryzysu, tylko 41 % środków było pochodzenia europejskiego, a 22 % pozyskiwano od inwestorów krajowych. Kryzys finansowy spowodował zatem utratę zaufania w skali ponadnarodowej i ograniczył transgraniczną alokację kapitałów<sup>2</sup>.

Tego typu silne uzależnienie zasobów funduszy *private equity* od wahań koniunktury gospodarczej wywiera znaczny wpływ na model finansowania oparty na kapitale wysokiego ryzyka. Biorąc pod uwagę, że inwestycje *private equity* mają w większości przypadków charakter długoterminowy, a kapitał często dostarczany jest przedsiębiorstwom w transzach, zmniejszenie środków pozostających do dyspozycji kapitałodawców może wywierać niekorzystny wpływ na zapewnienie ciągłości finansowania.

## 2. Luka finansowa dla innowacyjnych firm w okresie kryzysu

*Venture capital*, stanowiący jeden z elementów *private equity*, jest ważnym instrumentem finansowania komercjalizacji rezultatów badań naukowych, wpro-

<sup>2</sup> 2010 EVCA Yearbook, June 2010, s. 32.

wadzenia na rynek innowacyjnych produktów, technologii i usług. Dysponenci tego typu projektów z reguły nie dysponują dostatecznymi środkami własnymi, a często i wiedzą niezbędną do powołania i prowadzenia przedsiębiorstwa. Wysokie ryzyko inwestycyjne związane z innowacyjnymi przedsięwzięciami uniemożliwia im dostęp do kredytów bankowych bądź rynku kapitałowego. Stąd charakterystyczne dla tego segmentu rynku jest zjawisko luki finansowej, którą w określonym zakresie wypełniają bądź przynajmniej zmniejszają inwestorzy *venture capital*. Kryzys finansowy prowadzący do ogólnego wzrostu ryzyka inwestycyjnego powoduje pogłębienie się tej luki. Wyrazem tego jest nie tylko wskazany wcześniej spadek akwizycji kapitału przez fundusze *private equity*, ale i powstrzymanie się przez nie od inwestowania pozyskanych środków w oczekiwaniu na poprawę koniunktury gospodarczej bądź do momentu znalezienia projektów inwestycyjnych obciążonych mniejszym ryzykiem.

Analiza załamania europejskiego rynku finansowego pod koniec ubiegłej dekady pozwala na zaobserwowanie kilku charakterystycznych zjawisk. Stosunkowo stabilne było finansowanie wczesnych faz rozwoju przedsiębiorstwa, których wartość obniżyła się o 1/4. Stosunkowo najmniej spadły nakłady na finansowanie fazy startu. Natomiast bardziej ucierpiały inwestycje w późniejsze fazy finansowania *venture capital*, które odnotowały spadek wartości nakładów o połowę (por. tab. 2).

Tabela 2. Inwestycje *private equity* w Europie w latach 2005–2009 według faz finansowania

Faza finansowania	2005		2006		2007		2008		2009	
	mld EUR	%	mld EUR	%	mld EUR	%	mld EUR	%	mld EUR	%
Faza zasiewów	0,096	0,2	0,198	0,3	0,177	0,2	0,321	0,6	0,151	0,6
Faza startu	2,3	5,0	5,7	8,0	2,3	3,1	2,5	4,7	2,0	8,7
Późniejsze fazy venture	10,3	21,8	11,4	16,0	3,9	5,4	3,9	7,3	1,9	8,2
Fazy wzrostu	0	0,0	0	0,0	5,8	8,0	7,7	14,2	4,5	19,3
Turnaround	0	0,0	0	0,0	0,134	0,2	0,323	0,6	0,683	2,9
Reinwestycje kapitału	2,3	4,8	3,6	5,0	1,9	2,6	1,6	2,9	1,6	6,9
Buyout	32,1	68,2	50,3	70,7	58,6	80,4	37,7	69,7	12,5	53,3
Łącznie	47,1	100,0	71,2	100,0	72,9	100,0	54,0	100,0	23,4	100,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie 2010 EVCA *Yearbook*, June 2010, s. 56.

Większą skłonność inwestorów *venture capital* do finansowania w okresie kryzysu finansowego przedsiębiorstw znajdujących się we wczesnych fazach roz-

woju niż przedsiębiorstw, które działają dłużej i otrzymywały już wsparcie od funduszy, zaobserwowano zarówno na rynku europejskim, jak i amerykańskim<sup>3</sup>. Tego typu zachowania inwestorów *venture capital* wydają się na pierwszy rzut oka zaskakujące, gdyż to z firmami znajdującymi się we wczesnych fazach rozwoju związane jest większe ryzyko. Wydawałoby się zatem, że kryzys finansowy powinien dotknąć przede wszystkim młode przedsiębiorstwa. Zjawisko to można wytłumaczyć w ten sposób, że przedsiębiorstwa znajdujące się na późniejszym etapie rozwoju dokonały pierwszych inwestycji przed kryzysem finansowym i ten doprowadził do przewartościowania tych nakładów. Inwestorzy *venture capital* chcieliby w niedługiej już perspektywie sprzedać swoje udziały w tych przedsiębiorstwach, tymczasem stan rynku nie pozwala na ich wysoką wycenę. W wyniku tego maleje skłonność do dostarczania tym firmom dalszego kapitału. Tymczasem podejmowanie nowych zaangażowań kapitału, a należy wziąć pod uwagę, że są to we wczesnych fazach finansowania kwoty niewielkie, rokuje jeszcze długą perspektywę możliwości rozwoju przedsiębiorstwa. Wyjście z inwestycji podejmowanych w trakcie kryzysu będzie z dużym prawdopodobieństwem przypadło już na okres dobrej koniunktury i wysokich wycen przedsiębiorstw, zapewniając satysfakcjonujące stopy zwrotu. Tego typu strategii funduszy można interpretować jako inwestowanie w przyszłość. Tym samym inwestycje *venture capital*, zwiększając popyt na nowe produkty i usługi, prowadząc do wzrostu efektywności ekonomicznej oraz tworząc nowe miejsca pracy, mają określone oddziaływanie antycykliczne<sup>4</sup>.

Fundusze *private equity*, dostosowując się do aktualnych potrzeb przedsiębiorstwa, nie angażują z reguły kapitału w sposób jednorazowy, ale rozkładają go na transze. Jest to postępowanie szczególnie powszechne w przypadku występowania dłuższego cyklu inwestycyjnego, gdy inwestor pozostaje w przedsiębiorstwie od jego utworzenia, przez kolejne fazy rozwoju, aż do wejścia na nowe rynki zbytu i ewentualnego upublicznienia spółki. Jest to jednocześnie rozwiązanie pozwalające na ograniczenie ryzyka inwestycyjnego, gdyż umożliwia przerwanie finansowania w przypadku nieosiągnięcia przez przedsiębiorstwo zakładanych efektów. Tego typu strategia inwestycyjna ma istotne znaczenie w szczególności w okresie zmiennej koniunktury gospodarczej. W okresie pomyślnej koniunktury fundusze *private equity* zdecydowanie więcej środków inwestują w ramach pierwszego zaangażowania w przedsiębiorstwie, gdy ryzyko jest większe, niż w ramach następnych rund finansowania o mniejszym ryzyku inwestycyjnym. W okresie dekonunktury udział nowych zaangażowań wyraźnie spada na rzecz finansowania następnych rund. Na rynku europejskim w okresie 2005–2009 na finansowanie inicjalne (pierwsze zaangażowanie kapitału w przedsiębiorstwie) przy-

<sup>3</sup> J. Block, P. Sandner, *Wie wirkt die Finanzkrise auf Venture-Capital-Finanzierungen aus?*, „Finanz Betrieb” 2009, nr 7–8, s. 431.

<sup>4</sup> *Private equity and generational change*, EVCA, march 2005, s. 4.

padalo odpowiednio w kolejnych latach: 79,1, 84,4, 58,9, 53,3 i 47,8 proc. inwestycji *private equity*<sup>5</sup>.

Wzrost ryzyka w okresie gorszej koniunktury gospodarczej powoduje również zwiększenie udziału inwestycji realizowanych przez fundusze *private equity* w ramach syndykatów. Na rynku europejskim w okresie 2005–2009 na finansowanie w ramach syndykatów przypadalo odpowiednio w kolejnych latach: 22,3, 26,6, 40,3, 43,8 i 35,9 proc. inwestycji *private equity*<sup>6</sup>. Inwestowanie w ramach syndykatów ma przy tym tę zaletę, że nie tylko pozwala inwestorom na obniżenie ryzyka, ale i na zgromadzenie większych środków finansowych.

### 3. Ograniczenie możliwości rozwojowych w warunkach dekonunktury

Fundusze *private equity* koncentrują się w swojej działalności inwestycyjnej na przedsiębiorstwach o dużym potencjale rozwojowym. Warunkiem jego wykorzystania jest akceptacja oferowanych przez nie wyrobów bądź usług przez rosnącą grupę odbiorców oraz duży potencjał rynku. Szybka ekspansja przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym projektem jest niezbędna dla uzyskania przewagi nad konkurentami i zajęcia silnej pozycji na rynku.

Tymczasem spowolnienie bądź załamanie wzrostu gospodarczego znajduje swoje odbicie w kondycji ekonomicznej odbiorców, którzy ograniczają swoje zamówienia bądź przesuwają je na późniejsze terminy. Niweczy to najczęściej szanse przedsiębiorstw, w tym wprowadzających innowacyjne produkty i technologie, na szybki rozwój.

Kryzys finansowy z ostatnich lat, który doprowadził do recesji w większości krajów europejskich, odbił się siłą rzeczy także na przedsiębiorstwach finansowanych przez *private equity*. Wartość środków przeznaczanych na inwestycje przez fundusze *private equity* spadła w wyniku kryzysu prawie dwukrotnie, ale w różnej mierze przełożyła się na poszczególne branże. Relatywnie największy spadek odnotowano w produkcji wyrobów przemysłowych oraz dobrach i usługach konsumpcyjnych. Silnie odczuła kryzys finansowy także ta część przedsiębiorstw, która inwestuje w nowe technologie (por. tab. 3).

Wolniejszy rozwój przedsiębiorstw finansowanych przez *private equity* w okresie kryzysu finansowego prowadzi do wzrostu ryzyka inwestycyjnego. Istnieje zagrożenie, że spółka może nie przetrwać sytuacji kryzysowej bądź utraci przewagę czasową nad konkurencją we wprowadzaniu nowych rozwiązań. W tym ostatnim przypadku jej wartość rynkowa może nie być satysfakcjonująca dla inwestorów *private equity*.

<sup>5</sup> 2010 EVCA Yearbook, June 2010, s. 56.

<sup>6</sup> *Ibid.*, s. 56.

Tabela 3. Inwestycje *private equity* w Europie w latach 2005–2009 według branż

Branża	2005		2006		2007		2008		2009	
	mld EUR	%	mld EUR	%	mld EUR	%	mld EUR	%	mld EUR	%
Wyroby przemysłowe	8,2	17,5	11,5	16,2	10,3	14,1	8,3	15,4	2,4	10,1
Usługi przemysłowe	2,6	5,5	10,9	15,3	8,3	11,4	5,0	9,2	2,0	8,5
Telekomunikacja	7,2	15,4	9,8	13,8	10,6	14,5	5,5	10,2	3,0	12,8
Komputery	3,1	6,5	6,3	8,9	3,5	4,8	4,0	7,3	1,9	8,1
Dobra konsumpcyjne	13,0	27,6	11,0	15,4	9,4	12,9	7,4	13,8	3,0	12,7
Usługi konsumpcyjne	0	0,0	0	0,0	8,4	11,5	3,2	6,0	1,7	7,4
Ochrona zdrowia	4,4	9,2	7,6	10,7	6,7	9,2	5,9	11,0	3,6	15,2
Pozostałe	8,6	18,3	14,1	19,7	15,7	21,6	14,7	27,1	5,8	25,2
Łącznie	47,1	100,0	71,2	100,0	72,9	100,0	54,0	100,0	23,4	100,0
– w tym high-tech	8,1	17,1	13,1	18,5	6,7	9,2	4,6	8,5	2,7	11,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie 2010 EVCA, *Yearbook*, June 2010, s. 56.

#### 4. Spowolnienie procesów restrukturyzacyjnych finansowanych przez *private equity*

Znaczącym segmentem rynku *private equity* jest finansowanie procesów związanych ze zmianą stosunków własnościowych oraz ratowaniem przedsiębiorstw przeżywających problemy finansowe. Szczególnie duży udział w rynku mają transakcje wykupów przedsiębiorstw od obecnych właścicieli (*buyout*). Mniejsze środki angażują przedsięwzięcia zmierzające do restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw (*turnaround*). W zależności od okresu transakcje tego typu angażują łącznie nawet do 80 % całego wolumenu kapitału wysokiego ryzyka (por. tab. 2).

Na tle całego rynku *private equity* kryzys finansowy najsilniej dotknął inwestycje *buyout*. Spowodował zmniejszenie dostępności środków na finansowanie tego typu przedsięwzięć i podniósł koszt zastosowania dźwigni finansowej. Rosnąca w latach 2005–2007 wartość (łącznie wartość transakcji wynosiła odpowiednio 32,1, 50,3, 58,6 mld EUR) została gwałtownie zahamowana w kolejnych dwóch latach (odpowiednio 37,7 i 12,5 mld EUR) – por. tab. 2.

W odniesieniu do największych transakcji rynek w zasadzie uległ niemal całkowitemu załamaniu. W 2009 roku przeprowadzono w Europie przy wsparciu *private equity* jedynie 3 megatransakcje i 9 dużych, podczas gdy w 2007 roku mega i dużych transakcji było 84, a w 2008 roku jeszcze 45. Jednocześnie aktywność inwestycyjna



w tym segmencie rynku przesunęła się na transakcje mniejsze i o średniej wielkości. Na małe transakcje przypadało w 2009 roku aż 78 % ich ogólnej liczby i 1/5 wartości, a na transakcje średnie 19,8 % liczby i połowa łącznej wartości *buyouts*<sup>7</sup>.

## 5. Utrudnienia w wyjściu z inwestycji

Istota inwestycji *private equity* sprowadza się do finansowania przedsiębiorstw stwarzających szansę na osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków w wyniku wzrostu ich wartości rynkowej. Fundusze inwestycyjne z góry zakładają wycofanie się z inwestycji w najbardziej dogodnym momencie dla realizacji tego celu. Sposoby tego wycofania są różne i zależą od skali osiągniętego sukcesu, ale także od aktualnej sytuacji rynkowej. Sukces rynkowy spółki finansowanej przez fundusz *private equity* pozwala na wprowadzenie jej do obrotu giełdowego, co traktowane jest jako najkorzystniejszy sposób dezinwestycji bądź sprzedaż inwestorowi branżowemu.

W okresie pogorszenia koniunktury gospodarczej, a w rezultacie i giełdowej, pojawiają się trudności w znalezieniu inwestorów chętnych do odkupienia udziałów (akcji) od funduszy i wartość dezinwestycji maleje. Szczególnie trudno jest przeprowadzić pierwszą emisję akcji spółki i korzystnie sprzedać je za pośrednictwem rynku giełdowego. Rośnie natomiast wartość umarzanych przez inwestorów udziałów i likwidacja spółek (por. tab. 4).

Tabela 4. Dezinwestycje *private equity* w Europie w latach 2005–2009 według rodzaju

Rodzaj dezinwestycji	2005		2006		2007		2008		2009	
	mld EUR	%	mld EUR	%	mld EUR	%	mld EUR	%	mld EUR	%
Sprzedaż inwestorowi branżowemu	6,7	22,6	7,5	22,7	7,4	26,9	5,3	37,8	3,3	30,0
Sprzedaż w ofercie publicznej	2,7	8,9	5,3	16,2	2,4	8,8	0,7	4,9	0,8	7,6
Likwidacja spółki	1,4	4,7	1,3	3,8	0,9	3,3	0,9	6,2	4,0	36,1
Pozostałe rodzaje	19,0	63,8	19,0	57,3	16,9	60,9	7,1	51,0	2,9	26,3
Łącznie	29,8	100,0	33,1	100,0	27,6	100,0	14,0	100,0	11,0	100,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie 2010 EVCA *Yearbook*, June 2010, s. 95.

W roku 2009 fundusze zdołały przeprowadzić dezinwestycje na kwotę o 2/3 mniejszą od najlepszego w tym aspekcie dla rynku roku 2006. Szczególnie znacznie

<sup>7</sup> 2010 EVCA *Yearbook*, June 2010, s. 54.

spadła wartość sprzedaży w ramach IPO i do obrotu publicznego trafiło w 2009 roku jedynie 6 spółek finansowanych przez *private equity*. Jednocześnie wzrosły straty inwestorów w wyniku konieczności umorzenia udziałów i likwidacji spółki, które stanowiły ponad 1/3 wyjść z inwestycji.

### Zakończenie

Kryzys finansowy, który rozpoczął się we wrześniu 2008 roku na rynku amerykańskim szybko przeniósł się na gospodarki europejskie i wywarł silny wpływ na rynek *private equity*. Istotnemu ograniczeniu uległa ilość środków pozyskiwanych przez fundusze, a tym samym i alokacyjna funkcja tych podmiotów na rynku finansowym. Zmniejszone zasoby finansowe funduszy oraz większe ryzyko inwestycyjne miały niewątpliwie wpływ na wspieranie przez nie procesów innowacyjnych i restrukturyzacyjnych. W szczególności dotknęło to przedsiębiorstwa znajdujące się w fazie wzrostu oraz podmioty planujące fuzje i przejęcia. Optymistyczny jest relatywnie mniejszy spadek aktywności funduszy *venture capital* finansujących wczesne fazy rozwoju przedsiębiorstwa. Może to oznaczać, że fundusze zakładały względnie krótki okres trwania kryzysu finansowego i przygotowywały podstawy do ekspansji i odrobienia strat w okresie powrotu dobrej koniunktury gospodarczej. Potwierdza to przekonanie o antycyklicznym oddziaływaniu innowacji produktowych, technologicznych czy usługowych. Rola funduszy *venture capital* w ich finansowaniu jest przy tym nie do przecenienia, gdyż małe i średnie przedsiębiorstwa napotykały na problem luki kapitałowej utrudniającej im wprowadzanie innowacyjnych rozwiązań.

### The influence of financial crisis on private equity investments

Private equity investments are by nature connected with higher risks. At the time of financial crisis the risk of running a business grows and this fact highly influences private equity market. The last financial crisis led to strong reduction in acquisition of capital by private equity investments, which was particularly connected with investing less financial means by financial agents. The consequences of this situation affected companies seeking external capital in order to finance their growth as well as entities interested in buy-outs. Financial crisis made private equity investors redeem the shares and suffer losses.