

Piotr Zasepa^{*}

PERSPEKTYWY ROZWOJU RYNKU FUNDUSZY VENTURE CAPITAL ORAZ PRIVATE EQUITY

1. WSTĘP

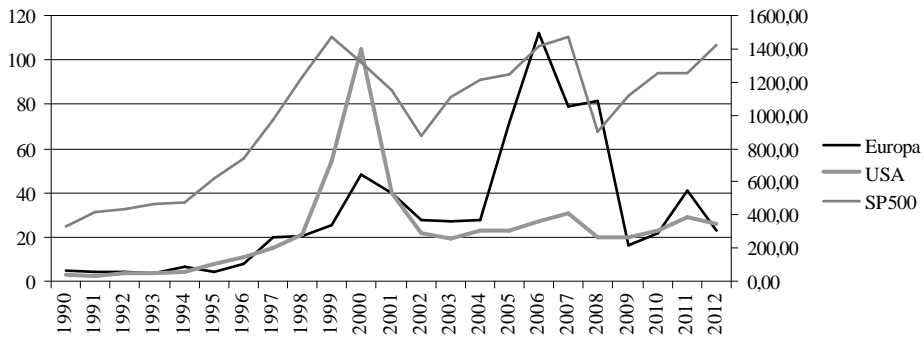
Do 1990 r. fundusze *venture capital* (VC) oraz *private equity* (PE) były mało znaną klasą aktywów, w które angażowali się nieliczni inwestorzy instytucjonalni. Wraz z rozwojem tego rynku i pojawieniem się wysokich stóp zwrotu zainteresowanie tą tworzącą się klasą wykazały większe instytucje finansowe oraz inwestorzy indywidualni. W efekcie zbyt wiele podmiotów zaangażowało zbyt wiele środków, co skutkowało tym, iż fundusze VC angażowały się w spółki których pozycja nie kwalifikowała ich do inwestycji typu *venture capital*. Wyniki inwestycyjne funduszy *venture capital* zaczęły spadać i jakość portfela pogarszać, gdy spółki portfelowe nie były w stanie przełożyć otrzymanych środków na dynamiczny rozwój. Dlatego wielu inwestorów wycofało się z zaangażowania w utworzoną klasę aktywów, a liczba aktywnych funduszy zaczęła spadać. Następuje więc pewna ewolucja w podejściu do inwestycji typu *venture capital* na bardziej kapitałowo efektywne inwestycje oraz nowe modele biznesowe. Branża funduszy *venture capital* oparta jest na rewolucji i ciągłej innowacji dlatego możliwa jest do zaobserwowania zmiana modelu działania funduszy w przyszłości. Celem artykułu jest charakterystyka zmieniających się trendów w sektorze funduszy *venture capital* oraz wskazanie ewentualnego kierunku przyszłych zmian tej klasy aktywów oraz potwierdzenie hipotezy, iż poziomy aktywności inwestycyjnej funduszy będą się zmniejszały i dążyły do poziomów obserwowanych w latach 1996–1998 oraz 2002–2005.

2. ANALIZA RYNKU FUNDUSZY VENTURE CAPITAL ORAZ PRIVATE EQUITY

Fundusze *private equity* oraz *venture capital* w ostatnich latach przekształciły się w ważną klasę aktywów. Funkcjonują one na wielu ważnych rynkach

^{*} Dr, Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie.

takich jak USA, UE czy Chiny. Analizując dane dotyczące procesu inwestycyjnego należy stwierdzić, iż rynek funduszy typu *private equity* oraz *venture capital* charakteryzuje się cyklicznością swojej aktywności. Analiza trendów na najważniejszych rynkach dla funduszy *venture capital* oraz *private equity* wskazuje, iż inwestycje funduszy są zależne od trendów panujących na rynkach kapitałowych a zwłaszcza od liczby dokonywanych transakcji pierwotnej oferty sprzedaży akcji (*initial public offering* – IPO). Analizując dane dotyczące poziomu inwestycji i korelacji z rynkiem kapitałowym należy wskazać, iż taka sytuacja miała miejsce do 2011 r. 2012 r. i początek 2013 r. to dość dynamiczny wzrost wartości indeksów giełdowych w USA oraz UE, co nie przełożyło się na poziom pozyskania środków oraz inwestycji funduszy *private equity* oraz *venture capital* zwłaszcza na rynku amerykańskim oraz rynku europejskim. Zauważalna jest ujemna korelacja poziomu indeksu SP500 oraz inwestycji funduszy w okresie 2011–2012.



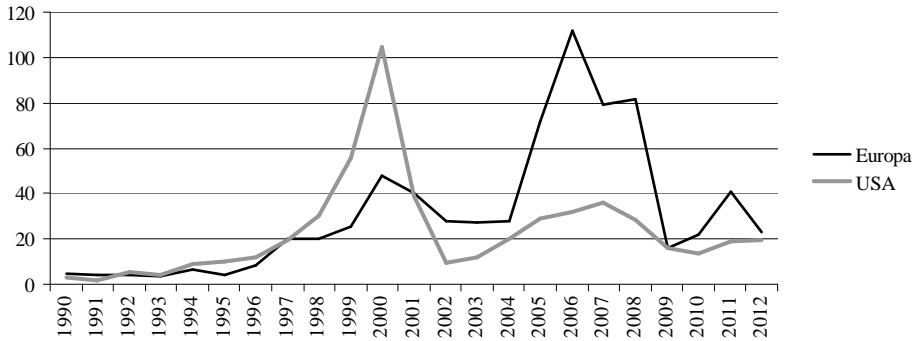
Legenda: skala lewa poziom inwestycji, skala prawa poziom indeksu SP500

Rys. 1. Kwoty inwestycji przeprowadzonych przez fundusze *venture capital* oraz *private equity* na rynku amerykańskim oraz europejskim w okresie 1990–2012 w mld USD oraz poziom indeksu SP500

Źródło: dane stowarzyszenia EVCA oraz NVCA, NYSE.

Warto zauważyć, iż indeks SP500 na koniec 2012 r. zanotował poziomy bliski rekordowych, niestety inwestycje funduszy nie były skorelowane z notowaniami indeksu. Typowy cykl inwestycyjny funduszy wysokiego ryzyka składa się z trzech następujących bezpośrednio po sobie faz: pozyskania funduszy (akwizycja kapitałów), zaangażowania się funduszu w rozwój spółek udziałowych (inwestycji) i wyjścia (dezinwestycji) z inwestycji za pomocą sprzedaży akcji lub udziałów. Jedynym w pełni zależnym od funduszu jest udział jego kadry zarządzającej w procesie wzrostu wartości oraz wielkości przedsiębiorstwa. Akwizycja funduszy oraz dezinwestycja jest w dużym stopniu zależna od warunków rynkowych oraz dostępności kapitału na rynku. Pozyskanie kapitałów

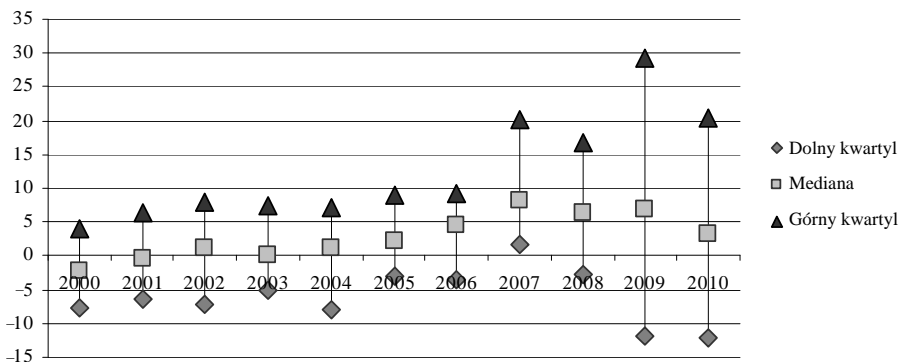
jest jednym z ważniejszych wyzwań stojących przed zarządzającymi szczególnie w okresach kryzysu, w którym inwestorów charakteryzuje wysoka awersja do ryzyka. Rysunek 2 prezentuje poziomy środków jakie udało się zgromadzić funduszom w okresie 1990–2012.



Rys. 2. Poziom akwizycji kapitałów przez fundusze *venture capital* oraz *private equity* na rynku amerykańskim i europejskim w okresie 1990–2012 w mld USD

Źródło: dane stowarzyszenia EVCA oraz NVCA.

Jednym z rozwiązań problemu braku kapitałów może być zmiana struktury finansowania funduszy. Wydawać się może, iż najlepiej funkcjonujące fundusze nie będą miały problemów z pozyskaniem inwestorów, ale ich liczba maleje. Spowodowane jest to wynikami jakie prezentują poszczególne fundusze gdyż podejmowane ryzyko inwestorów jest wysokie a mediana stóp zwrotu za okres 2000–2010 kształtuje się na stosunkowo niskich poziomach zarówno dla rynku amerykańskiego jak i europejskiego.

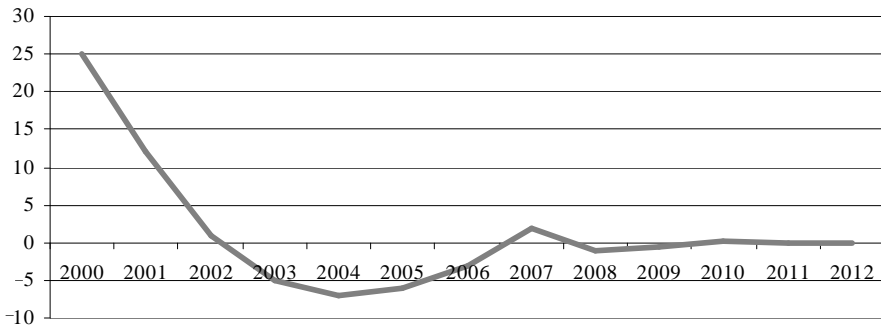


Rys. 3. Dyspersja stóp zwrotu *IRR* netto dla inwestorów funduszy *venture capital* na rynku USA w okresie 2000–2011 (w %) na dzień 30 września 2012 r.

Źródło: Cambridge Associates LCC, US Venture Capital Index, wrzesień 2012.

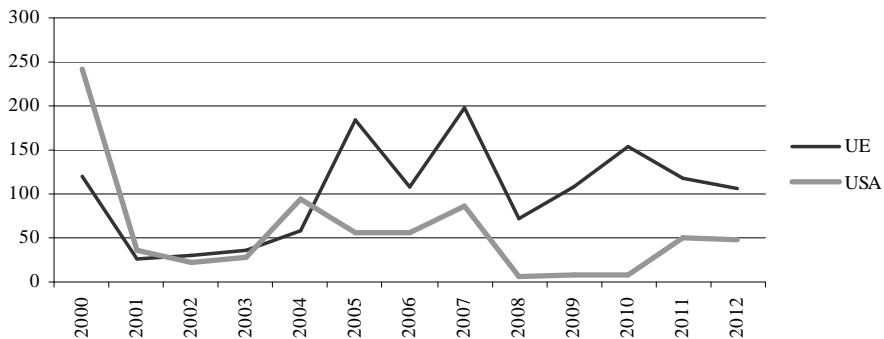
Analizując stopy zwrotu funduszy VC w USA należy wskazać, iż mediana stopy *IRR* dla funduszy w okresie 2000–2004 kształtowała się na poziomach bliskich 0%. Dopiero wyższe wyceny spółek w okresie 2006–2007 spowodowały wzrost wartości stopy zwrotu funduszy, które w latach 2009–2010 charakteryzowały się największą dyspersją w badanym okresie. Dla funduszy europejskich stopy zwrotu kształtowały się również na bardzo niskich poziomach.

Wyniki osiągnięte przez fundusze świadczą o dużej niestabilności stóp zwrotu funduszy i problemach z poprawnym i efektywnym procesem dezinvestycji, który staje się coraz większym wyzwaniem w okresie spowolnienia na rynku transakcji IPO. Liczba transakcji M&A również spada dlatego fundusze często nie mogą efektywnie zakończyć inwestycji. Rysunek 4 wskazuje na spadającą liczbę transakcji IPO przeprowadzaną przez fundusze VC oraz PE. Wiąże się to z niskim popytem na nowe oferty mimo tego, iż poziomy indeksów a tym samym wyceny spółek notują rekordowe wyniki.



Rys. 4. Kształtowanie się pięcioletniej stopy *IRR* dla europejskich funduszy *venture capital* w okresie 2000–2012

Źródło: dane stowarzyszenia EVCA.



Rys. 5. Liczba transakcji IPO przeprowadzanych przez fundusze VC oraz PE na rynku europejskim i amerykańskim w okresie 2000–2012

Źródło: dane EVCA oraz NVCA.

Analizując dane funduszy VC oraz PE należy stwierdzić, iż rynek ten pozostaje nadal w stagnacji. Kwoty inwestowanych środków pozostają na niskich poziomach i nie charakteryzuje ich wysoka dynamika przyrostów. Inwestorzy funduszy mają problemy z zaangażowaniem swoich kapitałów. Kłopotu przysparza również proces dezinwestycji, który charakteryzuje się problemami sprzedaży dojrzałych spółek lub całych portfeli. Można więc wskazać na podstawowe fakty dotyczące inwestycji funduszy:

- spadają liczba oraz kwoty akwizycji, inwestycji oraz dezinwestycji funduszy,
- większość funduszy nie osiąga stóp zwrotu możliwych do osiągnięcia na rynku publicznym, tylko niewielka liczba funduszy dostarcza wysokich stóp zwrotu,
- duże zdywersyfikowane fundusze nie przynoszą pożądanych stóp zwrotu częściej niż mniejsze wyspecjalizowane fundusze,
- długie okresy inwestycyjne funduszy charakteryzują się niższymi efektami, fundusze utrzymujące swoje udziały w spółkach krócej osiągają wyższe wyniki inwestycyjne,
- okres funkcjonowania funduszy wydłuża się, ich cykl ich funkcjonowania przekracza często dziesięć lat i zdarza się, iż fundusze funkcjonują 12–15 lat,
- wiek spółek przeprowadzających IPO wydłuża się,
- spada wiek spółek przeprowadzających transakcję M&A,
- zmniejsza się liczba aktywnych funduszy,
- inwestorzy instytucjonalni wybierają ograniczoną liczbę funduszy, które mają ustabilizowaną pozycję, wysoką jakość kadry zarządzającej i udowodniły możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu,
- mniejsza liczba funduszy daje większe prawdopodobieństwo zidentyfikowania wysokiej jakości spółki portfelowej.

3. ANALIZA MOŻLIWOŚCI ROZWOJU RYNKU FUNDUSZY VENTURE CAPITAL ORAZ PRIVATE EQUITY

Obserwowane obecnie drastyczne ograniczenie płynności na rynkach globalnych i kryzys zaufania do instytucji finansowych, stanowi również ograniczenie dla funduszy *private equity* oraz *venture capital*. Jedną z głównych tendencji na rynku *venture capital* jest eliminacja mniej efektywnych funduszy, dlatego można wskazać na wzrost mediany pozyskiwanych przez fundusze kapitałów. Należy zaznaczyć, iż fundusze o różnych profilach inwestycyjnych w różny sposób odczuwają ograniczenia dostępności kapitału. Ucierpią przede wszystkim fundusze typu *buyout*, specjalizujące się w transakcjach wykorzystujących wysoką dźwignię finansową oraz fundusze *venture capital* inwestujące w spółki znajdujące się na wczesnych etapach rozwoju firm. Kryzys finansowy

w mniejszym stopniu wpłynie natomiast na działanie funduszy niszowych, specjalizujących się w inwestycjach w spółki działające we wzrostowych lub defensywnych segmentach rynku. Obecny kryzys płynności powoduje, że finansowanie jest bardzo trudno dostępne. W takiej sytuacji fundusze stanowią jedną z niewielu alternatyw. Można spodziewać się sporej aktywności funduszy w najbliższych latach w Polsce i na świecie, zwłaszcza funduszy, które dysponują dużym kapitałem na inwestycje oraz mają długą historię działalności i międzynarodowy zespół, który pamięta poprzednie kryzysy i na każdą potencjalną inwestycję patrzy w szerszej perspektywie. Co więcej firmy, w których inwestorami są fundusze *private equity*, zakładają aktywne angażowanie się w spółki portfelowe, powinny sobie radzić zdecydowanie lepiej niż spółki konkurencyjne. Dla funduszy skutki kryzysu zależą od tego w jakiej fazie cyklu inwestycyjnego się znajdują. Fundusze, w stadium szukania inwestorów, inwestowania, podnoszenia wartości spółek czy w fazie wychodzenia z inwestycji staną wobec różnych wyzwań, ale i szans. Niepewność, która ciągle dominuje na rynkach finansowych sprawia, że potencjalni inwestorzy, z którymi współpracują fundusze, są ostrożniejsi. Proces decyzyjny jest dłuższy a wybór firm zarządzających bardziej konserwatywny. Fundusze, w okresie inwestowania, skorzystają zapewne dzięki niższym wycenom, ale mogą się też spotkać z trudnościami w wyegzekwowaniu zobowiązań ze strony niektórych inwestorów, bo również oni mogą doświadczyć poważnych problemów z płynnością. W okresie podnoszenia wartości, spółki portfelowe będą wymagały więcej czasu, kreatywności i zdecydowania ze strony funduszy w trakcie możliwych procesów restrukturyzacji, czy cięcia kosztów. Zarządzanie długiem, którym finansowane były przejęcia będzie poważnym wyzwaniem dla wielu firm *private equity* i zapewne zdarzą się restrukturyzacje zadłużenia, a nawet bankructwa. Może to spowodować wzrost negatywnego nastawienia inwestorów do całej branży. Wreszcie fundusze w fazie wyjścia będą się zmagaly z ograniczoną ilością potencjalnych kupców i niskimi wycenami. Możliwe będą przymusowe wyprzedaje, które jednak stworzą szansę dla kupujących. Fundusze działające na rynku wykupów lewarowanych mogą przy biesie odczuć problem braku kapitałów i zaniechać transakcji *buyout*. Fundusze typu *buyout* mogą przekształcać się w fundusze tzw. *specail sitation* czy *spin off*, czyli odkupu od firm ich części z którymi nie wiążą one perspektyw bądź firmy które są zagrożone upadłością. Wiąże się to także z ograniczeniem liczby inwestycji i koncentracją na większej pracy z przedsiębiorstwami podczas ich rozwoju. Innowacje staną się poszukiwane, gdyż to one wspomagają efektywność działania przedsiębiorstw i obniżają koszty ich funkcjonowania.

Ważne są również wskazania dla potencjalnych inwestorów funduszu. Jeśli nie mają oni dostępu do funduszy, które osiągają stopy zwrotu znajdujące się w górnym kwartyle, nie powinni angażować swoich kapitałów w fundusze. Alternatywą dla nich mogą być akcje małych spółek lub ich indeksy, co w długim okresie może przynieść lepsze efekty inwestycyjne oraz nie ogranicza w poważ-

ny sposób płynności inwestora w porównaniu z inwestycją w fundusz VC [Sitek 2009: 50]. Ponadto sami zarządzający powinni jasno przedstawiać plany inwestycyjne, związane z tym koszty oraz strukturę podziału zysków. Ważną cechą w pomiarze wyników funduszu powinno stosować się specyficzne mierniki efektywności, które będą dawały prawidłowe wyniki mogące porównać je z *benchmarkiem* publicznym. Należy w tym celu wybrać odpowiedni indeks rynku publicznego, który będzie charakteryzował się wyższą zmiennością stóp zwrotu, wyższym wskaźnikiem beta oraz silniejszą wrażliwością wycen spółek w powiązaniu z fazami cyklu ekonomicznego niż spółki wchodzące w skład głównego indeksu danego rynku. Jedną z prób oceny funduszy i porównania ich ze stopami stóp zwrotu ze spółek z rynku publicznego jest metoda ekwiwalentu rynku publicznego (*Public Market Equivalent – PME* lub *index method*). Jest to miara zwrotu pewnego indeksu, która jest skorygowana w taki sposób aby odzwierciedlać nieregularnie pojawiające się przepływy pieniężne funduszy VC. Jest ona powiązana ze stopą ważoną pieniądzem (tak jak w przypadku *IRR*) w taki sposób, iż taka stopa byłaby osiągnięta z inwestycji w indeks w okresie, gdy fundusz zrywa inwestorów do dostarczenia środków i sprzedaży indeksu w momencie, kiedy fundusz dystrybuuje środki z inwestycji do jego inwestorów. Taka strategia ma na celu replikację nieregularnych inwestycji oraz dezinvestycji funduszu *venture capital* w taki sposób, aby najwierniej porównać osiągnięte stopy zwrotu. Ten wskaźnik odpowiada na bardzo proste pytanie: ile (w wartości bieżącej netto) inwestor będzie musiał zainwestować w indeks publiczny aby na koniec okresu inwestycyjnego wygenerować 1 jednostkę pieniężną otrzymana z inwestycji w fundusz VC lub PE. Jest to wskaźnik umożliwiający porównanie uzyskanego zwrotu z zainwestowanych środków w przypadku rynku publicznego oraz inwestycji VC lub PE. W taki sposób możemy uzyskać pełne porównanie efektów dokonanych inwestycji z odpowiednim *benchmarkiem*. Matematycznie model ten przedstawia się następująco [Kaserer i Diller 2004: 22]:

$$PME = \frac{\sum_{t=1}^T cf_t \prod_{i=t+1}^T (1 + R_{it})}{\prod_{t=1}^T (1 + R_{it})}$$

gdzie:

- R_{it} – zwrot netto z indeksu rynku publicznego w okresie t ,
- cf_t – znormalizowany pozytywny przepływ pieniężny funduszu VC w okresie t ¹.

¹ W tym kontekście, pozytywne przepływy pieniężne są znormalizowane poprzez podzielenie każdego pojedynczego przepływu pieniężnego uzyskanego w okresie 1 lub późniejszym przez wartość bieżącą wszystkich przepływów pieniężnych np. wartość bieżącą wszystkich negatywnych przepływów pieniężnych. W takim przypadku przepływy pieniężne są znormalizowane do wartości bieżącej z obecnej wartości np. 1 PLN.

Jak można zauważyć stopy zwrotu z indeksu publicznego są stopami brutto zawierające opłaty za zarządzanie. Jeśli wskaźnik PME przekracza 1 wtedy inwestycje w fundusze VC lub PE są efektywniejsze od swojego *benchmarku* i ich stopy zwrotu są wyższe od stóp osiąganych na rynku publicznym. Odwrotnie, jeśli wskaźnik notuje wartości mniejsze od 1 wtedy rynki publiczne są efektywniejsze od inwestycji VC oraz PE. Z punktu widzenia inwestora ważnym jest stwierdzenie, czy efektywność inwestycji w fundusze *venture capital* jest wyższa od inwestycji na rynku publicznym.

Jednym z wyzwań sektora *venture capital* jest również spadająca liczba aktywnych inwestorów. Zarówno na rynku USA jak i Europy ich liczba spada od 2000 r. Mimo tego głównego trendu istnieją również inne trendy poboczne. Jednym z nich jest wzrost liczby inwestycji funduszy w spółki z branży inwestującej w czystą energię. Problemem jest wielkość zaangażowania kapitałowego przez fundusze emerytalne, które ograniczają inwestycje w fundusze VC z przyczyny niesatysfakcjonujących wyników inwestycyjnych. Jednym z postulatów inwestorów jest zmiana struktury podziału zysków funduszy *venture capital* pomiędzy inwestorów a zarządzających, a w szczególności okres i warunki zwrotu środków przez zarządzających. Inwestorzy postulują również o wdrażanie rocznych budżetów przez fundusze i uzależnienie wielkości opłat za zarządzanie od osiągnięcia określonych celów inwestycyjnych przez spółki portfelowe.

Kolejnym czynnikiem mającym wpływ na wyniki funduszy jest ich rozmiar. Badania wskazują, iż fundusze o aktywach przekraczających 500 mln USD nie osiągają pozytywnych wyników inwestycyjnych [Marion 2012]. Przeprowadzone przez E&Y badania inwestorów wskazują, iż 54% respondentów określa optymalną wielkość portfela funduszu na poziomie poniżej 300 mln USD, 41% wskazuje na przedział 300–500 mln USD, a jedynie 4% wskazuje na konieczność posiadania przez fundusz aktywów większych niż 500 mln USD [E&Y *Venture capital...*, 2010]. Zmniejszanie skali działania funduszy VC oraz PE może okazać się pożyteczne, gdyż o wiele łatwiej jest zarządzać mniejszym funduszem, dokładniej angażować się w rozwój spółek portfelowych i osiągać satysfakcjonujące stopy zwrotu. Z drugiej strony zbyt małe spółki portfelowe mogą być zbyt drogie w procesie monitoringu, dlatego w przypadku dużej liczby małych inwestycji niezbędna może okazać się wysoka efektywność inwestycji, która pozwoli pokryć stosunkowo wysokie koszty administracyjne.

Jednym z trendów charakteryzujących nowe podejście funduszy może być dywersyfikacja w strategiach inwestycyjnych w kierunku bardziej specyficznego podejścia do pewnych nietypowych branż. Możliwe jest zwiększenie okresu inwestycyjnego w niektórych branżach do ponadstandardowego 10-letniego okresu inwestycji (co jednak może mieć wpływ na obniżenie stopy zwrotu). Ważnym aspektem kreującym trendy w inwestycjach VC oraz PE mogą być czynniki rozwoju makroekonomicznego w takich dziedzinach jak: energia, ochrona zdrowia oraz IT. Oczywiście branże te są już wykształcone i dojrzała,

ale mimo to będą się w nich kształtowały pewne tendencje rozwojowe, które powinny być zidentyfikowane przez zarządzających funduszami. Preferowane obszary działalności powinny być kapitałowo efektywne i umożliwiać szybkie i poprawne wyjście z inwestycji. Kolejnym ważnym punktem zmieniającym podejście do zarządzania funduszem może być aktywność funduszy w zakresie tworzenia lokalnych oddziałów w celu lepszej komunikacji ze spółkami portfelowymi poprzez budowanie lokalnych zespołów zarządzających inwestycjami w określonym regionie geograficznym. Takie podejście do inwestycji umożliwi objęcie działalności kilku pełnych cykli inwestycyjnych przeprowadzonych przez fundusz. Pomoże to również spółkom portfelowym, które będą miały możliwość globalnej ekspansji za pomocą globalnych funduszy *venture capital*. Fundusze są jednym z ważniejszych źródeł finansowania innowacyjnych *start-upów*. Banki bardzo rzadko wspomagają małe przedsiębiorstwa w fazie startu [Trojanowski 2011: 29]. Ważne jest również, aby zmiany podatkowe oraz zmiany dotyczące zachęt dla zarządzających nie zmieniły podejścia do inwestycji i nie ograniczały zaangażowania funduszy w spółki w początkowych fazach rozwoju.

4. PODSUMOWANIE

Fundusze *venture capital* oraz *private equity* dostarczają środków finansowych przedsiębiorstwom znajdującym się w początkowych fazach rozwoju i charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem. Celem inwestycji jest stworzenie silnej międzynarodowej korporacji, która będzie notowana na giełdzie papierów wartościowych i jej marka będzie szeroko rozpoznawana. Korzyści dla gospodarki wiążące się z funkcjonowaniem funduszy *venture capital* to tworzenie miejsc pracy, innowacji i wpływ na szybki rozwój gospodarczy. Oczywiście same fundusze nie są panaceum na problemy gospodarcze jednak jeśli zostaną odpowiednio pokierowane sprzyjają wzrostowi przedsiębiorczości. Branża ta oczekuje globalnego podejścia do jej działalności i likwidacji barier inwestycyjnych. Najważniejsze organizacje zrzeszające fundusze *venture capital* takie jak European Venture Capital Association oraz National Venture Capital Association sugerują, iż nie należy wprowadzać drastycznych zmian w modelu działalności funduszy, gdyż mogłoby to zdestabilizować i tak będącej w nienajlepszej kondycji branżę. EVCA pragnie ujednoczyć rynek funduszy w Europie, gdyż jest on zbyt rozdrobniony usuwając bariery inwestycji pomiędzy poszczególnymi krajami, ograniczać obciążenia podatkowe dla funduszy inwestujące w młode spółki czy wprowadzić ujednoczone prawa dotyczące wartości niematerialnych i prawnych. Bardzo ważnym wyzwaniem staje się pozyskanie kapitałów przez nowe fundusze aby rozpocząć nową fazę cyklu inwestycyjnego. Innowacyjne

fundusze VC powinny wyznaczać nowe trendy i kreować nowe podejście związane z kształtowaniem struktury funduszy. Ważnym aspektem wpływającym na efektywność funduszy będzie stan rynku M&A oraz IPO na głównych giełdach publicznych. Przyspieszenie możliwości wyjścia z inwestycji prowadzić będzie do wzrostu efektywności funduszy.

BIBLIOGRAFIA

- Closing gaps and moving up a gear: The next stage of venture capital's evolution in Europe*, 2010, Marzec.
- E&Y *Globalizing Venture capital*, Global venture capital insight 2011.
- E&Y *Venture capital global trends*, 2010.
- Kaserer Ch., Diller Ch., 2004, *European Private Equity Funds – A Cash Flow Based Performance*, CEFS, Monachium.
- Marion E., 2012, *Kaufman Foundation Report*, maj.
- Sitek M., 2009, *Wpływ wybranych czynników na rozwój małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, [w:] M. Okręglička i O. Ławinska (red.), *Determinanty rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa.
- Trojanowski T., 2011, [w:] A. Pabian (red.), *Zarządzanie działalnością marketingową w skali krajowej, międzynarodowej i globalnej*, Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa.

Piotr Zasepa

PERSPEKTYWY ROZWOJU RYNKU FUNDUSZY VENTURE CAPITAL ORAZ PRIVATE EQUITY

Do 1990 r. fundusze *venture capital* oraz *private equity* były mało znanym aktywem, w które angażowali się nieliczni inwestorzy. Wraz z rozwojem tego rynku i pojawieniem się wysokich stóp zwrotu zainteresowanie tą tworzącą się klasą aktywów wykazały większe instytucje finansowe. W efekcie zbyt wiele podmiotów zaangażowało zbyt wiele środków, co skutkowało tym, iż fundusze VC angażowały się w spółki których pozycja nie kwalifikowała ich do inwestycji typu *venture capital*. Wyniki inwestycyjne funduszy *venture capital* zaczęły spadać i jakość portfela pogarszać, gdy spółki portfelowe nie były w stanie przełożyć otrzymanych środków na dynamiczny rozwój. Dlatego wielu inwestorów wycofało się z zaangażowania w utworzoną klasę aktywów, a liczba aktywnych funduszy zaczęła spadać. Następuje więc pewna ewolucja w podejściu do inwestycji typu *venture capital* na bardziej kapitałowo efektywne inwestycje oraz nowe modele biznesowe. Branża funduszy *venture capital* oparta jest na rewolucji i ciągłej innowacji dlatego możliwe jest do zaobserwowania zmiana modelu działania funduszy w przyszłości. Celem artykułu jest charakterystyka zmieniających się trendów w sektorze funduszy *venture capital* oraz potwierdzenie hipotezy, iż poziomy aktywności inwestycyjnej funduszy będą się zmniejszały i dążyły do poziomów obserwowanych w latach 1996–1998 oraz 2002–2005.

PROSPECTS FOR DEVELOPMENT OF THE VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY MARKET

By 1990, venture capital (VC) and private equity (PE) were little known class of assets in which engaged a few institutional investors. With the development of this market and the emergence of high rates of return interest in forming a class showed larger financial institutions and individual investors. As a result, too many investors involved too many resources, which resulted in the fact that VC funds engaged in the company in a position that does not qualify them to investment. Performance of venture capital funds started to decline and impair the quality of the portfolio. The portfolio companies were not able to translate the received funds for dynamic development. That is why many investors withdrew from involvement in established asset class, and the number of active funds began to fall. There is then an evolution in the approach to venture capital investment to more capital efficient investment and new business models. Venture capital industry is based on continuous innovation revolution and therefore it is possible to observe the change of funds business model in the future. The aim of the paper is to characterize the changing trends in the venture capital funds and an indication of the possible direction of future changes in the asset class and the confirmation of the hypothesis that the levels of investment activity funds will be reduced and sought to levels observed in 1996–1998 and 2002–2005.