

Działalność publicznych funduszy *venture capital* na przykładzie rynku polskiego

Piotr Zasepa*

Streszczenie: Celem artykułu jest wskazanie wpływu funduszy *venture capital* zasilanych publicznymi kapitałami na oddziaływanie na lukę kapitałową oraz poziom inwestycji dokonywanych w Polsce w latach 1998–2012. W szczególności analizowana jest działalność Krajowego Funduszu Kapitałowego na poziom i liczbę inwestycji funduszy *venture capital* w Polsce. Wydaje się, że misja funduszy zasilanych środkami publicznymi jest spełniona i wraz z podjęciem przez nie działalności inwestycyjnej liczba spółek zasilanych funduszami typu *venture capital* wzrasta.

Słowa kluczowe: fundusze *venture capital*

Wprowadzenie

Ważna w gospodarce i finansowaniu rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw jest tematyka luki kapitałowej. Lukę kapitałową można zdefiniować jako trwałą nieciągłość po stronie podażowej rynku, wyrażającą się brakiem możliwości sfinansowania projektów inwestycyjnych z określonego przedziału wielkości lub określonej grupy spółek działających w określonym sektorze. Jednym z ważniejszych podmiotów angażujących się w finansowanie szybko rozwijających się spółek charakteryzujących się wysokim ryzykiem są fundusze typu *venture capital*. Na wielu rynkach w okresie kryzysu, a szczególnie w Europie, jak i w Polsce wystąpił problem braku środków pozyskiwanych przez fundusze *venture capital* i niewielkiej liczby przeprowadzonych inwestycji w spółki znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju. Jednym z systemowych rozwiązań tego problemu są utworzone dzięki pomocy państwa publiczne fundusze funduszy, które angażują swoje środki w prywatne fundusze *venture capital*. Celem artykułu jest wskazanie wpływu funduszy *venture capital*, zasilanych publicznymi kapitałami, na oddziaływanie na lukę kapitałową oraz poziom inwestycji dokonywanych w Polsce w latach 1998–2012.

* dr Piotr Zasepa, Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie, Zbierskiego 2/4 42-200 Częstochowa, e-mail: zasp@cz.onet.pl.

1. Istota funduszy venture capital oraz luki kapitałowej

Światową gospodarkę wyróżnia dynamiczny rozwój rynków finansowych, a wraz z nim tworzące się nowe, specyficzne segmenty tego rynku. Jednym z nich jest rynek funduszy venture capital (VC), który bardzo dynamicznie rozwija się już od ponad 35 lat. Fundusze typu venture capital stały się światowymi dostawcami kapitału dla przedsiębiorstw oraz ważnym segmentem rynków finansowych. Spółki zasilane funduszami „wysokiego ryzyka” stają się siłą napędową rozwoju gospodarczego rozwiniętych krajów oraz katalizatorem zmian w dziedzinach, w których wprowadzają nowe innowacyjne rozwiązania. Fundusze venture capital wspierają rozwój gospodarczy m.in. poprzez tworzenie nowych miejsc pracy oraz finansowanie postępu technologicznego. Wzorcowym przykładem wykorzystania tego typu funduszy jest rynek Stanów Zjednoczonych, będący wyznacznikiem w zakresie korzystania z coraz większego zaangażowania kapitału w innowacyjne przedsiębiorstwa. W obecnej sytuacji makroekonomicznej istnieje wiele spółek, które stanęły przed perspektywą braku kapitału na finansowanie ich szybkiego rozwoju. Brak możliwości jego pozyskania staje się często barierą, która niweczy wszelkie wysiłki przedsiębiorcy. Mimo takich przeszkód, można wskazać wielu przedsiębiorców, którzy zdołali doprowadzić swoje spółki do ekonomicznego sukcesu. Wielką pomocą, zarówno w sferze finansowej, jak i operacyjnej w dążeniu do osiągnięcia tych celów służyły im właśnie fundusze venture capital. Podsumowując powyższe rozważania na temat istoty venture capital można stwierdzić, że do najczęściej powtarzanych cech i określeń tego pojęcia należy zaliczyć:

- finansowanie w oparciu o kapitał właścicielski (udziałowy),
- inwestowanie w młode, innowacyjne niepubliczne przedsiębiorstwa,
- dostarczanie doradztwa biznesowego i wsparcia operacyjnego,
- średnio- i długoterminowy charakter inwestycji,
- dostarczanie finansowania o większym stopniu ryzyka,
- wysokie ryzyko rekompensowane ponadprzeciętnymi zwrotami z inwestycji,
- innowacyjny charakter przedsiębiorstwa.

Oferowanie pełnego zakresu usług związanych z finansowaniem venture capital wymaga specjalistycznej wiedzy, którą dysponują menedżerowie funduszu – brak takiej kadry powoduje, że realizowane inwestycje tracą walor finansowania kapitałem wysokiego ryzyka, ograniczając się do nabywania mniejszościowych udziałów w przedsiębiorstwie. Takie działanie jest domeną funduszy *private equity*, które nabywają firmy z myślą o konsolidacji branży, a niekoniecznie z myślą o rozwijaniu unikatowego pomysłu na produkt lub usługę.

Jak wskazano, dużym problemem małych przedsiębiorstw jest efekt tzw. luki kapitałowej. Jest to trwała nieciągłość po stronie podażowej rynku, wyrażająca się brakiem możliwości sfinansowania projektów inwestycyjnych z określonego przedziału wielkości i/lub pochodzących od określonej grupy przedsiębiorców (sektorowe ograniczenie w dostępie do kapitału). Generalnie zjawisko to rzadko kiedy jest powodowane przez ogólny niedobór kapitału (z wyjątkiem sytuacji szczególnych, jak głęboka stagnacja gospodarki, racjonowanie

kapitału ze względów politycznych) (Tamowicz 2007). Wśród przyczyn powstawania luki kapitałowej można wyróżnić wiele przyczyn, jednak podstawowe przyczyny jej powstawania to:

- a) ekonomika funkcjonowania funduszy kapitałowych sprawia, że ze względu na konieczność minimalizacji ryzyka i jednocześnie utrzymanie kontroli nad portfelem powstaje ścisła zależność (najprawdopodobniej) liniowa pomiędzy wielkością funduszu a wielkością pojedynczej inwestycji. Im większy jest fundusz (przy założeniu, że liczba spółek w portfelu jest wartością względnie stałą), tym większa musi być pojedyncza inwestycja. Mamy z nią do czynienia dopiero w momencie, gdy na rynek VC zaczyna trafiać duży strumień kapitałów, oznaczający w konsekwencji wzrost wielkości funduszu. Ze zjawiskiem takim mamy do czynienia od lat, głównie za sprawą rozwoju sektora inwestorów instytucjonalnych (fundusze emerytalne, otwarte fundusze inwestycyjne) dysponującego znacznymi zasobami kapitału długoterminowego. Dla tych dużych inwestorów inwestycja w małe spółki staje się administracyjnie nieopłacalna. Małe inwestycje wymagają zbyt dużej uwagi i kosztów w stosunku do wielkości zarządzanych przez te fundusze kapitałów;
- b) zachęta do tworzenia dużych funduszy kapitałowych wynika nie tylko z obfitości kapitału będącego w dyspozycji inwestorów instytucjonalnych, ale także ze sposobu wynagradzania zarządzających funduszami (jest ono określane w relacji do wielkości tego funduszu – na ogół 1,5–5% od zgromadzonych aktywów). Taka formuła stwarza bodziec do konstruowania funduszy o dużej kapitalizacji, umożliwiającą generowanie nominalnie wysokich wynagrodzeń dla zarządzających;
- c) na korzyść tworzenia dużych funduszy przemawia także skokowy (a nie liniowy) wzrost kosztów zarządzania funduszem (np. koszt przygotowania inwestycji za 2 mln euro jest mniej więcej taki sam, jak koszt przygotowania inwestycji za 5 mln euro); stawia to w zdecydowanie gorszej sytuacji fundusze mniejsze, albowiem większa ich część jest przez te koszty konsumowana, co zmniejsza potencjał inwestycyjny funduszu, podnosząc ryzyko inwestorów związane z nieosiągnięciem zakładanej stopy zwrotu z zainwestowanych środków;
- d) projekty inwestycyjne (bez względu na ich wielkość) znajdujące się we wczesnej fazie rozwoju charakteryzują się znacznym ryzykiem i asymetrią informacji na niekorzyść inwestorów. Zniechęca to często inwestorów, gdyż utrudnia możliwości zbudowania racjonalnego (minimalizującego ryzyko) portfela inwestycyjnego.

Koincydencja tych czterech czynników prowadzi do znacznego osłabienia strony podażowej rynku w zakresie finansowania projektów znajdujących się na wczesnym etapie rozwoju i poszukujących nominalnie niewielkich środków kapitałowych.

2. Istota publicznych funduszy VC

Przedstawione dane wskazują więc na konieczność zaangażowania instrumentów wspomaganie inwestycji VC przez państwo. Doprowadziło to do wzrostu udziału państwa w promowaniu inwestycji wysokiego ryzyka w przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju. Prywatni inwestorzy, jak wskazują na to dane, nie mają wystarczających środków i nie podejmują ryzyka angażowania się w spółki rozpoczynające swoją działalność. Dlatego środki publiczne pomagają spółkom pokryć omawianą lukę kapitałową. Należy jednak podkreślić, iż instytucje państwowe nie posiadają pracowników z odpowiednim doświadczeniem, wiedzą i motywacją do bezpośredniego angażowania się w spółki we wczesnym etapie rozwoju. Dlatego współdziałanie obu inwestorów może przyczynić się do prawidłowego rozwoju inwestycji typu VC.

Fisher stwierdził, że dostępność kapitału typu VC wpływa pozytywnie na rozwój lokalnych przedsiębiorstw (Fisher 1998: 166–177). Po pierwsze, małe i nowo założone firmy są ważnym czynnikiem generującym nowe miejsca pracy. Po drugie, firmy te charakteryzują się silnymi więziami z lokalnymi strukturami. Takie spółki potrzebują tzw. „cierpliwego kapitału” bardziej niż środków pochodzących z kredytów, które obciążają się koniecznością bieżącej spłaty odsetek i kapitału. Freshwater zaproponował teorię, iż brak funkcjonujących funduszy venture capital w danym segmencie może oznaczać właśnie lukę kapitałową dla młodych firm. Dlatego też tradycyjny model funkcjonowania funduszy venture capital jako grupy zarządzających (*general partner*) oraz inwestorów prywatnych (*limited partner*) może być nieodpowiedni na niektórych rynkach (Freshwater, Barkley, Markley 2001). W szczególności wskazywał on na problem braku zaangażowania tradycyjnego modelu funduszu w takie obszary, jak: rolnictwo, małe obszary miejskie lub odizolowane obszary geograficzne. Ważna w procesie inwestycyjnym funduszy VC jest efektywność inwestycji. Stopa zwrotu uzyskana przez fundusz może zależeć od stopnia zaangażowania się państwa w inwestycje oraz roli, jaką państwo odgrywa wśród lokalnych firm VC. Hochberg (Hochberg, Linguist, Liu 2011: 829–859) wskazuje na fakt, iż fundusze VC inwestujące samodzielnie mają niższe stopy zwrotu niż fundusze działające w porozumieniu z innymi funduszami w tzw. syndykatach. Te obserwacje są niezmiernie istotne w aspekcie zaangażowania się państwa w fundusze funduszy, jakim jest wspomniany Krajowy Fundusz Kapitałowy. Badania nad rynkiem europejskim wskazują, iż instytucje publiczne mają duży wkład w inwestycje w spółki we wczesnym etapie rozwoju, ale nie mają znaczącego wkładu w poziom zebranych przez fundusze kapitałów (Cherif, Gazdar 2009: 8). Badania przeprowadzone przez autorów Lelux i Surlemont wskazują, iż wysokie zaangażowanie państwa w inwestycje venture capital jest negatywnie skorelowane z wielkością danego rynku VV, co oznacza wysokie zaangażowanie państwa przy niewielkim rynku VC. Mimo to, interwencja instytucji publicznych w inwestycje typu venture capital może być uzasadniona z dwóch powodów:

- niewystarczające środki prywatnych funduszy venture capital,

- możliwość publicznych funduszy do identyfikacji inwestycji wpływających na rozwój społeczny (Strenga, Avots, Paalzov 2013: 8).

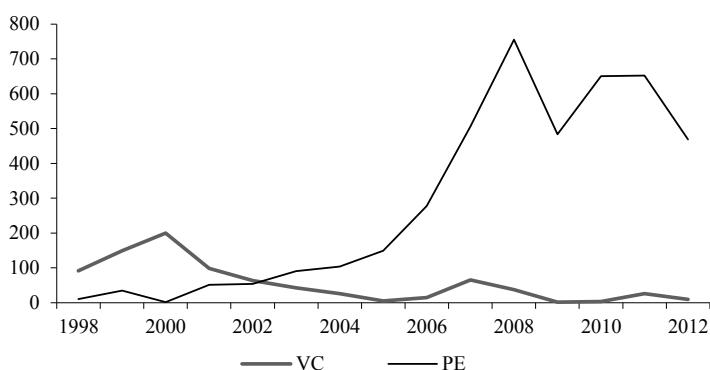
Z drugiej strony występuje również krytyka funkcjonowania publicznych funduszy VC. Cumming i MacIntosh sugerują w swoich badaniach empirycznych, iż wzrost wartości publicznych inwestycji na rynku kanadyjskim spowodował spadek podaży środków od funduszy ogółem. Oznacza to wypieranie prywatnych inwestycji VC publicznym kapitałem. To z kolei prowadzi do niższej jakości monitorowania i procesu inwestycyjnego dokonywanego przez fundusze publiczne, niższego prawdopodobieństwa osiągnięcia ekonomicznego sukcesu czy niższej jakości zarządzania. Oczywiście fundusze VC z kapitałem publicznym mogą zarządzać tego typu ryzykiem poprzez tworzenie odpowiednich organów dla kontroli działalności funduszy, menedżerowie funduszy powinni uzyskać stosunkowo dużą elastyczność w swoich wyborach, np. przy decyzji co do momentu dezinwestycji, tak aby nie przeprowadzano sprzedaży akcji czy udziałów ze zbyt dużym dyskontem. Program zaangażowania się państwa w fundusze VC winien być dobrze zaplanowany, tak aby uniknąć nieodpowiedniej alokacji środków.

3. Inwestycje funduszy *venture capital* na rynku polskim

Inwestycje funduszy VC oraz PE zmieniały się bardzo dynamicznie od czasu pojawienia się tych instytucji na polskim rynku. W początkowych latach działalności funduszy w Polsce (lata 90.) inwestowały w przedsiębiorstwa we wczesnych fazach rozwoju lub będące w fazie startu – głównie dzięki programom rządowym mającym charakter komercyjny. W ramach tej grupy na rynku operowały takie podmioty, jak: Caresbac-Polska, Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości, TISE, Podlaski Fundusz Kapitałowy, Lubelski Fundusz Kapitałowy, Łódzki Regionalny Fundusz Inwestycyjny i Górnośląski Fundusz Restrukturyzacyjny. Działalność inwestycyjna większości z tych podmiotów praktycznie wygasła w pierwszych latach poprzedniej dekady ze względu na wyczerpanie kapitału i/lub wypełnienie swojej misji. Ta tendencja zmieniła się, gdy fundusze przestały być finansowane z rządowych środków pomocowych. Zaczęły powstawać nowe fundusze, o typowo komercyjnym charakterze oraz nowe źródła finansowania w postaci m.in. banków, towarzystw ubezpieczeniowych czy inwestorów korporacyjnych. Nowi inwestorzy zmienili charakter inwestycji i fundusze VC zostały wyparte przez fundusze PE. W Polsce obecnie zaczynają dominować inwestycje lokowane w późniejsze fazy rozwoju spółek oraz wykupy realizowane przez duże fundusze przy pomocy banków. Dzieje się tak, gdyż dostarczycielami kapitału są głównie podmioty zagraniczne, a takie tendencje dominują obecnie na rynkach Europy Zachodniej. Największą siłę i trwałość od kilku ostatnich lat wykazuje więc segment funduszy komercyjnych. Kluczową rolę odgrywa tu grupa Enterprise Investors, Innova, Krokus Management, Advent. Zmiany, z jakimi mieliśmy tu do czynienia to raczej rozbudowa tego segmentu niż zanikanie działalności (tak, jak w dwóch poprzednich). Wraz z poprawą koniunktury ogólnogospodarczej po roku 2003:

- a) do segmentu tego dołączały nowe fundusze (ostatnio np. MID Europa, *Mezzanine*);
- b) pojawiła się niewielka grupa podmiotów o specjalizacji technologicznej (Intel, MCI, 3 TSV, BMP); tym samym uległ też wzmocnieniu płytki rynek *venture capital*, głównie w obszarze inwestycji technologicznych;
- c) pojawiło się zainteresowanie realizacją dużych transakcji (wykupy).

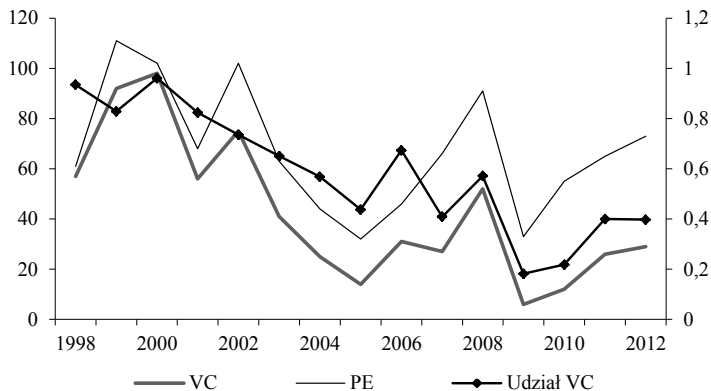
Analizując dane dotyczące inwestycji, można wyciągnąć wnioski, iż Polska stała się dynamicznie rozwijającym się rynkiem dla funduszy *private equity*. Zabrakło jednak funduszy dostarczających inwestycji firmom będącym we wczesnych fazach rozwoju. Pod koniec dekady lat 90. rynek PE zasadniczo składał się z trzech segmentów: grupy funduszy skapitalizowanych na środkach instytucji pomocowych (np. *Know-HowFund*) i działających głównie w obszarze VC, kilku funduszy tworzonych przez krajowe banki, także działających w obszarze VC oraz funduszy *stricte* komercyjnych skapitalizowanych na środkach instytucji zagranicznych (inwestorzy instytucjonalni), nakierowanych na segment PE. Analiza historii poszczególnych funduszy wskazuje na dużą zmienność (nietrwałość) w obszarze *venture capital* i zasadniczą stabilność segmentu PE i jego kapitałowy rozwój. Obecnie rynek polski jest największym rynkiem skupiającym inwestycje VC oraz PE w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Wartość zrealizowanych inwestycji w latach 2003–2013 przekraczała 50% wartości we wskazanym regionie. Ważnym czynnikiem wpływającym na poziom i liczbę inwestycji typu VC było powołanie w 2007 roku Krajowego Funduszu Kapitałowego (KFK). Prawnie został on utworzony 1 lipca 2005 roku na podstawie Ustawy o Krajowym Funduszu Kapitałowym przez rząd polski w celu ograniczania zjawiska luki kapitałowej, polegającego na niskiej podaży kapitału VC w segmencie małych i średnich przedsiębiorstw. Sytuację na rynku funduszy VC oraz PE w okresie 1998–2012 przedstawiono na rysunku 1.



Rysunek 1. Inwestycje PE oraz VC na rynku polskim w okresie 1998–2012

Źródło: obliczenia własne na podstawie EVCA YEARBOOKS 1999–2013.

Analizując udział inwestycji PE w stosunku do inwestycji funduszy VC należy stwierdzić, iż w okresie 1998–2001 udział inwestycji VC wynosił średnio około 89%. Po tym okresie udział inwestycji PE znacznie wzrósł i w 2012 roku wynosił już 98% wartości całego segmentu. Jest to jasny sygnał do tego, iż inwestycje typu VC w Polsce nie przyciągają inwestorów. Inaczej prezentuje się udział liczby inwestycji typu VC w ogólnej liczbie inwestycji PE. Sytuację tę zaprezentowano na rysunku 2.



Rysunek 2. Liczba inwestycji PE oraz VC w Polsce w latach 1998–2012 oraz udział inwestycji VC w ogólnej liczbie przeprowadzonych inwestycji

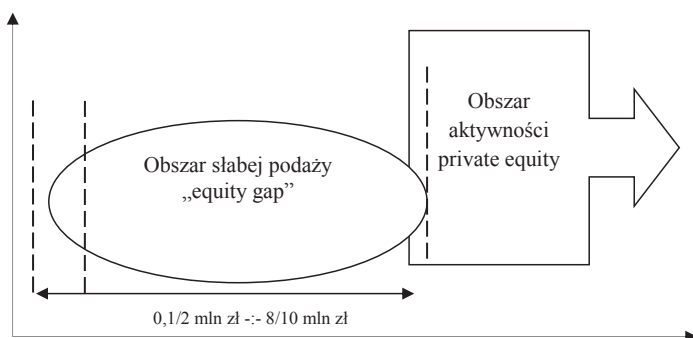
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych PSIK oraz EVCA YEARBOOKS 1999–2013.

Analizując dane zawarte na rysunku 2 należy stwierdzić, iż udział inwestycji VC w ogólnej liczbie inwestycji PE w okresie 1998–2010 malał, aby ostatecznie zanotować jedynie 18% udział w 2010 roku. Lata działalności Krajowego Funduszu Kapitałowego i jego aktywność w latach 2011–2012 charakteryzują się wzrostem udziału liczby inwestycji do 40% całkowitego sektora PE. Ich wolumen nie jest jednak wysoki, co prowadzi do ciągle niskiego ich udziału w kwotach inwestycji.

4. Ocena redukcji luki kapitałowej na rynku polskim przez fundusze *venture capital*

Do czasu rozpoczęcia finansowania funduszy przez Krajowy Fundusz Kapitałowy (2007 r.) w Polsce luka kapitałowa określona przez KFK kształtowała się w przedziale finansowania {0,1–2 mln zł} do {8–10 mln zł}. Jej kształtowanie się związane było z generalną słabością segmentu małych funduszy VC i systematycznym wzrostem siły kapitałowej funduszy PE, co skutkowało wzrostem wielkości funduszy i średniej wartości inwestycji. Badania przeprowadzone przez Instytut Badań Strukturalnych (Zawistowski 2013) wskazują, iż dla mikroprzedsiębiorstw luka kapitałowa wynosiła 0,5 mln PLN i zgłaszało ją ponad

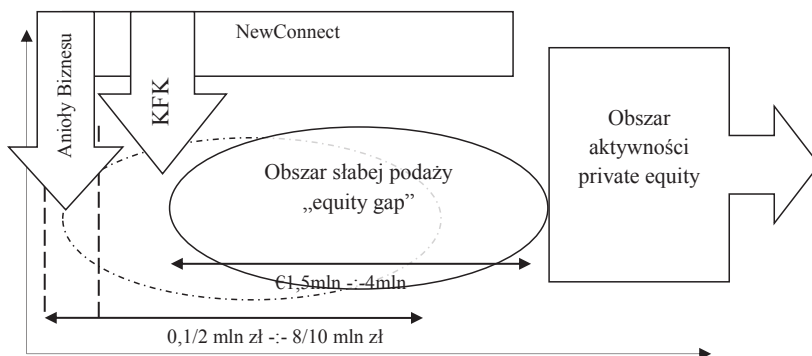
77% objętych badaniem przedsiębiorstw. Dla małych przedsiębiorstw poziom luki wynosił 4,1 mln PLN i zgłaszało ją 74% przedsiębiorstw. Z kolei badania KFK wskazują, iż 80% małych i średnich przedsiębiorstw rozwija się tylko i wyłącznie bazując na kapitałach własnych, co, w połączeniu z niskim poziomem zamożności społeczeństwa, znacząco ogranicza ich rozwój.



Rysunek 3. Kształtowanie się luki kapitałowej w Polsce przez rok 2007

Źródło: Tamowicz (2007): 12.

Analizując dane inwestycji dokonywanych przez fundusze VC należy stwierdzić, iż były one dokonywane głównie w spółki znajdujące się w fazie ekspansji. Inwestycje w przedsiębiorstwa w fazie zasiewu lub startu stanowiły średnio w okresie 1998–2007 30% liczby inwestycji. W okresie aktywności KFK w latach 2010–2012 był to udział na poziomie 65%. Oznacza to ponad dwukrotny wzrost udziału inwestycji w przedsiębiorstwa znajdujące się w fazie zasiewu i startu. Można zatem stwierdzić, iż fundusze VC zasilane środkami publicznymi zapewniły przedsiębiorstwom na rynku polskim dodatkowe źródło kapitału.



Rysunek 4. Sytuacja w zakresie kształtowania się podaży kapitału i kształtowaniu się luki kapitałowej w okresie 2007–2013

Źródło: opracowanie własne.

Od około 2010 roku można wskazać na systematycznie poprawiającą się sytuację w zakresie podaży kapitału, a w tym i VC. Złożyło się na to kilka grup czynników. Pierwszym czynnikiem jest operacyjne rozpoczęcie działalności przez zasilane przez KFK fundusze VC, które dokonały już (na dzień 1.03.2014 r.) 31 inwestycji. Po drugie, znaczne ożywienie koniunktury ogólnogospodarczej przyczyniło się do aktywizacji inwestycyjnej aniołów biznesu poprzez poprawę dostępu do atrakcyjnych projektów inwestycyjnych. Po trzecie, wzmocniona została infrastruktura rynku poprzez uruchomienie programów wsparcia (poddziałanie 1.2.3 SPO WKP), jak też powstanie platformy inwestycyjnej w postaci alternatywnego systemu obrotu na GPW w Warszawie – segment NewConnect. Jednak oddziaływanie tych dwóch ostatnich czynników nie do końca wiąże się z rynkiem VC. Można nawet wskazać, iż platforma NewConnect może być konkurencyjna w procesie pozyskiwania kapitału w stosunku do funduszy VC.

Uwagi końcowe

Działalność publicznych funduszy VC powinna wspierać małe i średnie przedsiębiorstwa, często w dziedzinach, w które nie chcą inwestować komercyjne fundusze. Wydaje się, iż KFK na rynku polskim realizuje swoją misję i zauważalny jest wzrost aktywności inwestorów typu VC. Problemowe jest jednak dokładne określenie wielkości zapotrzebowania ze strony krajowych przedsiębiorstw na kapitał oferowany przez fundusze. Dane statystyczne na temat rynku polskiego publikowane są dopiero od roku 1999, co przy tak krótkim szeregu czasowym uniemożliwia zbudowanie modelu opisującego zachowanie się rynku. Na dodatek rynek w ostatnich latach wykazywał dużą zmienność ze względu na ogólne wahania koniunktury, co również znacznie utrudnia interpretację trendu. Sama tylko wielkość inwestycji VC/PE do PKB wahała się od 0,059 do 0,19% na przestrzeni pięciu ostatnich lat. Dodatkowo inwestycje dokonane przez fundusze wspomagane przez KFK są w fazie realizacji i o ich efektywności będzie świadczył proces dezinwestycji.

Literatura

EVCA YEARBOOKS 1999–2013.

Fisher P.S., *State venture capital funds as economic development strategy*, „Journal of APA”.

Freshwater D., Barkley D., Markley J. (2001), *National Venture Capital Institutions: Filling a financial market gap*, Rural policy market institute, Columbia.

Hochberg Y.V., Linguist A., Liu Y. (2011), *Networking as a barrier to entry and the competitive supply of venture*, „The Journal of finance”, 65 (3).

Cherif M., Gazdar K. (2009), *Public institutions and venture capital in Europe*, „International Journal Public Sector Performance Management”, vol. 1, no. 3.

Strenga R., Avots K., Paalzov A. (2013), *Public venture capital in Latvia*, Central and Eastern European Online Library, „Baltic Journal of Economics”, issue 1.

Tamowicz P. (2007), *Zapotrzebowanie mikro i małych przedsiębiorstw na finansowanie kapitałem private equity oraz venture capital*, Gdańsk.

Zawistowski J. (2013), *Ocena luki finansowej w zakresie dostępu przedsiębiorstw do finansowania zewnętrznego*, Instytut Badań Strukturalnych.

ACTIVITIES OF PUBLIC VENTURE CAPITAL FUNDS ON THE EXAMPLE OF THE POLISH MARKET

Abstract: The aim of this article is to show the impact of public venture capital funds to the equity gap and the level of investments made in Poland in the years 1998–2012. In particular, analyzes the activities of the National Capital Fund level and the number of venture capital investments in Poland. It seems that the mission of public venture funds is satisfied at the Polish market.

Keywords: public venture capital funds

Cytowanie

Zasępa P. (2014), *Działalność publicznych funduszy venture capital na przykładzie rynku polskiego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 871–880; www.wneiz.pl/frfu.