



Kamila Kowynia

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
Wydział Finansów
Katedra Finansów
kamilakwn@gmail.com

KIERUNKI BEZPOŚREDNICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH FUNDUSZY VENTURE CAPITAL W POLSCE

Streszczenie: Celem pracy jest zbadanie geograficznych i branżowych kierunków bezpośrednich inwestycji zagranicznych funduszy *venture capital*, zarejestrowanych w Polsce w poszczególnych latach. Analiza obejmuje trzy zmienne: czas, miejsce oraz branżę gospodarczą. Badania zostały oparte na analizie ilościowej 22 funduszy *venture capital*, zarejestrowanych w Krajowym Rejestrze Sądowym, które w latach 1990-2016 posiadały przynajmniej jedną inwestycję zagraniczną w swoim portfelu. W konsekwencji analiz autorka ocenia trendy, jakie następują w poszczególnych okresach przy wyborze miejsca oraz branży gospodarczej przez polskie fundusze *venture capital*. Swoimi badaniami stara się także wypełnić lukę w literaturze odnośnie polskich inwestycji zagranicznych.

Słowa kluczowe: *venture capital*, *private equity*, bezpośrednie inwestycje zagraniczne.

Wprowadzenie

Pierwsze fundusze *venture capital* (VC) w Polsce zaczęły powstawać w latach 90. XX w. Jednak polskie różniły się od amerykańskich i zachodnioeuropejskich pod kilkoma względami. Zwracał na to uwagę J. Węclawski [Węclawski, 1997], a w późniejszych latach J. Grzywacz i A. Okońska [Grzywacz i Okońska, 2005]. Powstanie funduszy *venture capital* w Polsce było odpowiedzią na lukę kapitałową – problem szczególnie dotyczący małe i średnie przedsiębiorstwa (MSP). Próba rozwiązania tego problemu ze strony państwa było utworzenie Krajowego Funduszu Kapitałowego (KFK) w lipcu 2005 r., którego jedynym akcjonariuszem jest Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK). KFK jest funduszem funduszy *venture capital* i *private equity* (PE), którego działalność polega

na inwestowaniu w fundusze *venture capital*, finansujące małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce [Panfil, 2005]. Wcześniejsze próby powołania funduszy VC, związane były głównie z inicjatywami zagranicznych instytucji publicznych, które dały początek rynkowi funduszy opartemu na kapitałach pomocowych lub rządowych [Tamowicz, 1995].

Większość badań odnośnie VC koncentrowała się zatem na inwestycjach funduszy na rynku polskim. Jednak nie ulega wątpliwości, że ekspansja VC na rynki zagraniczne trwa już od ponad 25 lat. Niniejsza praca ma zatem na celu zbadanie powyższego zagadnienia w kontekście zagranicznych kierunków inwestycji polskich *venture capital*.

Badania zostaną oparte o analizę ilościową 22 funduszy VC zarejestrowanych w KRSie, które to fundusze posiadały przynajmniej jedną zagraniczną inwestycję w swoim portfelu. Analiza obejmie trzy zmienne: rok i miejsce inwestycji oraz branżę gospodarczą.

1. Model *venture capital* w Polsce

Pierwsze fundusze *venture capital* powstały w Stanach Zjednoczonych po II wojnie światowej. Miały na celu wspierać finansowo i merytorycznie żołnierzy wracających z wojny, podczas zakładania przez nich własnych przedsiębiorstw. Z czasem VC ewoluowały w kierunku finansowania młodych, rozwijających się firm o wysokiej potencjalnie stopie zwrotu, które to przedsiębiorstwa nie mogły korzystać z tradycyjnych form finansowania, takich jak kredyty bankowe [Podeworny i Żynel, 2000]. Przyczynami odmowy kredytowania były głównie brak stabilizacji finansowej rozwijającego się przedsiębiorstwa oraz innowacyjna branża, niosąca za sobą zbyt wysokie ryzyko niepowodzenia dla banku.

Obok *venture capital* powstały fundusze *private equity*, które różniły się od VC momentem inwestycji funduszu w przedsiębiorstwo. VC inwestowały bowiem w firmy bardzo młode, często na tzw. etapie załączkowym, natomiast PE inwestowały w firmy już rozwinięte, wchodzące na nowy rynek (geograficzny lub branżowy). Dlatego w anglojęzycznej literaturze przedmiotu często podkreśla się, takie cechy finansowanych przez VC przedsiębiorstw jak: załączkowość, innowacyjność, wysokie ryzyko niepowodzenia, ale też wysoką stopę zwrotu w razie sukcesu [Niosi, 2014].

W Polsce pojęcia *venture capital* i *private equity* często używane są zamiennie [Wrzesiński, 2006]. Oba rodzaje funduszy powstały po transformacji polityczno-gospodarczej i miały na celu wypełnienie luki kapitałowej w finansowaniu małych oraz średnich firm, niekoniecznie firm prezentujących innowacyjny produkt lub usługę [Sobańska i Sieradzan, 2004].

Według danych European Venture Capital Association (EVCA), największymi dawcami kapitału dla funduszy *venture capital* w Polsce są inwestorzy instytucjonalni, którzy traktują rynek kapitału podwyższonego ryzyka jako inwestycje alternatywne, dywersyfikujące portfel inwestycji i obniżające ryzyko. W polskim modelu *venture capital* przeważa inwestowanie w przedsiębiorstwa o stabilnej sytuacji rynkowej. W 2015 r. wysokość inwestycji w tego typu przedsiębiorstwa wyniosła prawie 1/3 wszystkich inwestycji VC, w 2014 r. – ponad 40% [Raport *European Private Equity Data 2007-2015*]. Ma to wpływ na sektory gospodarcze, w jakie VC najczęściej inwestują. Przedsiębiorstwa o stabilnej sytuacji rynkowej często są bowiem powiązane z tradycyjnymi sektorami gospodarki. W ostatniej dekadzie najczęściej, pod względem wysokości inwestycji, lokowano w branżę energetyczną, dobra i usługi konsumenckie oraz transport i komunikację. W dalszym ciągu polskie fundusze *venture capital* inwestują więcej na rynku krajowym niż zagranicznym. W latach 2007-2015 inwestycje VC na rynku krajowym stanowiły ok. 80% wszystkich inwestycji polskich VC. Wyjątkiem był jedynie 2009 r., w którym wysokość inwestycji VC na rynku krajowym wyniosła 55% ogólnej wartości inwestycji [Raport *European Private Equity Data 2007-2015*]. Zatem bezpośrednie inwestycje zagraniczne polskich *venture capital* stanowią ok. 1/5 wszystkich inwestycji polskich funduszy VC. Według badań G. Goławskiej-Witkowskiej i A. Rzeczyckiej [2013] źródła kapitału funduszy *venture capital* w Polsce pochodzą w większości z innych europejskich państw. Oznacza to, że zagraniczne VC inwestują na rynku polskim więcej niż ich polskie odpowiedniki¹. Goławska-Witkowska i Rzeczycka dokonały również typologii funduszy VC, zarejestrowanych w Polskim Stowarzyszeniu Inwestorów Kapitałowych (PSIK) [www 1] według limitu inwestycyjnego². Według nich w polskim modelu *venture capital* przeważają fundusze o niższych limitach inwestycyjnych. Z drugiej strony przytoczone limity wykluczają często VC jako metodę finansowania małych i średnich przedsiębiorstw, ponieważ dla sektora MSP są to limity zbyt wysokie [Przybylska-Kapuścińska i Mozalewski, 2011]. Menadżerowie funduszy VC dowodzą, że cały proces inwestycyjny, obejmujący dokładną analizę potencjalnego przedsiębiorstwa³, długoterminowe finansowanie firmy, a następnie proces wykupu jest na tyle kosztowny, iż zejście poniżej podanych przez nich minimalnych limitów inwestycyjnych jest dla funduszu nieopłacalne.

¹ Na przykład w 2011 r. wysokość kapitału VC na rynku polskim wyniosła 442 590 euro, z czego 267,5 zł pochodziło z krajów europejskich (poza Polską), 140 480 zł z państw pozaeuropejskich, a jedynie 34 610 zł z Polski.

² Wyodrębniono: megafundusze (limit inwestycyjny powyżej 100 mln euro), *mainstream funds* (20-100 mln euro) i fundusze niszowe (poniżej 20 mln euro). Na 39 zbadanych funduszy 8 znalazło się w kategorii megafundusze, 9 – *mainstream funds*, 18 – fundusze niszowe, 4 – brak ram inwestycyjnych.

³ Jest to tzw. analiza *due diligence*.

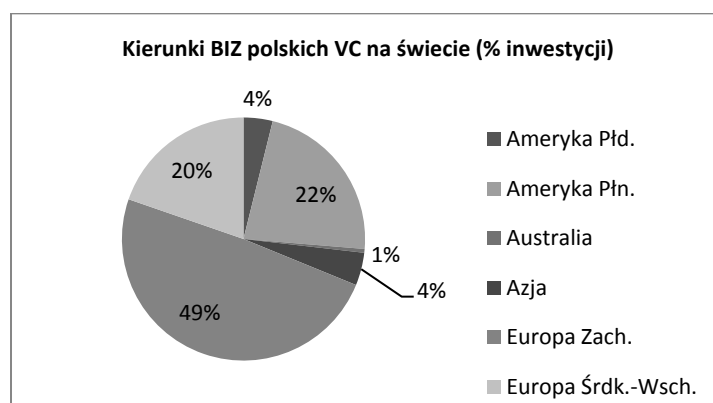
Specyfika rynku funduszy VC w Polsce wynika zatem z następujących jego cech: VC w Polsce inwestują głównie w tradycyjne branże i firmy o względnie stabilnej sytuacji finansowej, inwestycje polskich VC w krajowe spółki są znacznie wyższe niż w spółki zagraniczne, mimo to głównymi dostawcami kapitału dla VC w Polsce są instytucjonalni inwestorzy zagraniczni, wysokość minimalnych limitów inwestycyjnych zawęża liczbę potencjalnych beneficjentów finansowania typu VC, takich jak przedsiębiorstwa sektora MSP.

2. Geograficzne kierunki bezpośrednich inwestycji zagranicznych polskich funduszy *venture capital*

Przed przedstawieniem wyników badań należałoby nadmienić, że wszystkie jednostki w grupie badawczej musiały spełnić dwa podstawowe kryteria:

- posiadać w swoim portfelu przynajmniej jedną inwestycję zagraniczną,
- być zarejestrowane w Krajowym Rejestrze Sądowym.

Na potrzeby badań za reprezentację funduszy *venture capital* w Polsce przyjęto fundusze zrzeszone w Polskim Stowarzyszeniu Inwestorów Kapitałowych, które liczy obecnie 56 członków⁴. Spośród nich 22 fundusze spełniły powyższe dwa kryteria, dokonując w sumie 802 inwestycji zagranicznych w latach 1990-2016.



Rys. 1. Kierunki bezpośrednich inwestycji zagranicznych polskich funduszy *venture capital* w latach 1990-2016 na świecie

Źródło: Na podstawie listy funduszy *venture capital* zamieszczonej przez PSIK oraz portfeli inwestycyjnych opublikowanych przez VC na swych stronach internetowych.

⁴ Dane z października 2016 r.

Warto także nadmienić, że w niniejszej analizie pod pojęciem „polskich funduszy *venture capital*” będą rozumiane fundusze *venture capital* zarejestrowane w Krajowym Rejestrze Sądowym w Polsce. Niekoniecznie będą to więc fundusze powstałe w Polsce bądź posiadające wyłącznie polski kapitał.

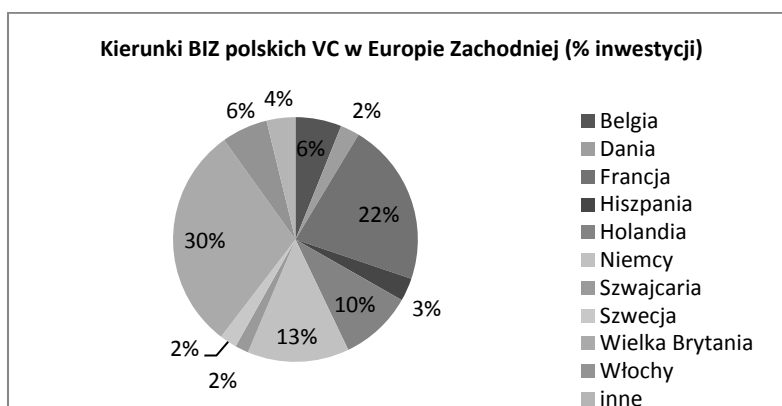
Tabela 1. Liczba bezpośrednich inwestycji zagranicznych polskich funduszy *venture capital* na świecie

Regiony	Lata						bd.*	suma
	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2009	2010-2014	2015-3Q 2016		
Ameryka Płd.	0	4	6	9	7	5	0	31
Ameryka Płn.	9	35	20	24	63	29	0	180
Australia	0	0	0	0	3	1	0	4
Azja	7	7	5	4	6	6	0	35
Europa Zach.	29	56	46	79	117	65	2	394
Europa Śrdk.-Wsch.	7	16	13	53	45	21	3	158
Suma	52	118	90	169	241	127	5	802

* Brak danych.

Źródło: Na podstawie listy funduszy *venture capital* zamieszczonej przez PSIK oraz portfeli inwestycyjnych opublikowanych przez VC na swych stronach internetowych.

Według zbiorczych danych przedstawionych na rys. 1, polskie *venture capital* najbardziej zainteresowane były inwestycjami w krajach Europy Zachodniej (prawie połowa wszystkich inwestycji). Europa Środkowo-Wschodnia i Ameryka Północna były kierunkami co piątej decyzji inwestycyjnej polskich VC. Procentowo najniższą liczbę inwestycji odnotowano w Ameryce Południowej, Azji oraz Australii.



Rys. 2. Kierunki bezpośrednich inwestycji zagranicznych polskich funduszy *venture capital* w latach 1990-2016 w państwach Europy Zachodniej

Źródło: Na podstawie listy funduszy *venture capital* zamieszczonej przez PSIK oraz portfeli inwestycyjnych opublikowanych przez VC na swych stronach internetowych.

Analizując powyższe dane, według przyjętych 5-letnich przedziałów czasowych⁵, można zauważyć niewielką, lecz stabilną politykę inwestycyjną polskich VC wobec Ameryki Płd. i Azji. Około 5 lat temu doszło również do pierwszych zagranicznych inwestycji w Australii, jednak ich ilość jest wciąż zbyt skromna, by stały się podstawą do formułowania dalszych prognoz.

Z dużym przekonaniem można stwierdzić rosnące zainteresowanie polskich *venture capital* Europą Zachodnią, Środkowo-Wschodnią i Ameryką Północną. W każdej z tych trzech kierunków liczba bezpośrednich inwestycji zagranicznych dynamicznie rośnie w poszczególnych przedziałach czasowych. Najbardziej owocne, pod względem liczby inwestycji, były dla Ameryki Płn. i Europy Zachodniej lata 2010-2014. Jednak w ciągu ostatnich niecałych 2 lat (2015-3Q 2016) ilość inwestycji w te regiony w przypadku Europy Zachodniej przekroczyła, a w przypadku Ameryki Płn. jest bardzo blisko przekroczenia połowy liczby inwestycji z wcześniejszego okresu.

Tabela 2. Liczba bezpośrednich inwestycji zagranicznych polskich funduszy *venture capital* w państwach Europy Zachodniej

Państwa	Lata						bd.	suma
	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2009	2010-2014	2015-3Q 2016		
Belgia	0	1	0	1	14	8	0	24
Dania	0	0	2	3	3	2	0	10
Francja	0	5	11	19	41	7	2	85
Hiszpania	3	3	1	2	2	1	0	12
Holandia	0	4	4	10	11	9	0	38
Niemcy	6	3	6	16	10	12	0	53
Szwajcaria	0	3	1	0	0	3	0	7
Szwecja	0	1	0	3	3	2	0	9
Wielka Brytania	14	32	17	19	19	16	0	117
Włochy	3	2	3	5	8	3	0	24
Inne	3	2	1	1	6	2	0	15
Suma	29	56	46	79	117	65	2	394

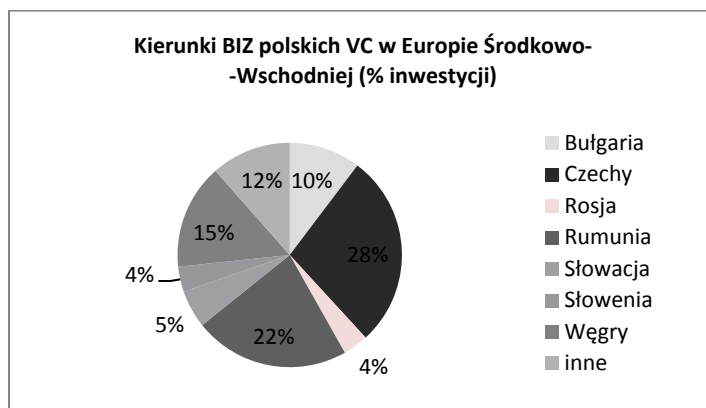
Źródło: Na podstawie listy funduszy *venture capital* zamieszczonej przez PSIK oraz portfeli inwestycyjnych opublikowanych przez VC na swych stronach internetowych.

Jeżeli zatem ta dynamika się utrzyma, liczba inwestycji w latach 2015-2019 na tych obszarach powinna być wyższa. Wysokim wzrostem charakteryzują się również inwestycje w państwach Europy Środkowo-Wschodniej, których, co ciekawe, zarówno dynamika, jak i liczba jest zbliżona do BIZ w Ameryce Płn.

⁵ Z wyjątkiem ostatniego przedziału obejmującego 2015 r. i 3 kwartały 2016 r.

Przechodząc z poziomu regionów na poziom inwestycji w poszczególnych państwach, dokonano pogłębionej analizy regionów najbardziej popularnych dla polskich VC, czyli Europy Zachodniej, Środkowo-Wschodniej i Ameryki Północnej⁶.

W Europie Zachodniej procentowo najwięcej inwestowano w spółki znajdujące się w Wielkiej Brytanii (prawie 1/3 wszystkich inwestycji). Na kolejnych miejscach znalazła się Francja (ponad 1/5 wszystkich inwestycji) oraz Niemcy (ponad 1/10).



Rys. 3. Kierunki bezpośrednich inwestycji zagranicznych polskich funduszy *venture capital* w latach 1990-2016 w państwach Europy Środkowo-Wschodniej

Źródło: Na podstawie listy funduszy *venture capital* zamieszczonej przez PSIK oraz portfeli inwestycyjnych opublikowanych przez VC na swych stronach internetowych.

W Wielkiej Brytanii liczba polskich bezpośrednich inwestycji zagranicznych *venture capital* utrzymuje się od lat 90. na podobnym poziomie (ok. 20 inwestycji w każdym z badanych okresów). Poza Wielką Brytanią polskie VC zaczęły inwestować częściej w inne państwa w Europie Zachodniej dopiero na początku XXI w. Jednak dalej to Wielka Brytania dominuje jako kierunek BIZ dla polskich funduszy w Europie Zachodniej.

Głównymi kierunkami BIZ w Europie Środkowo-Wschodniej są Czechy i Rumunia (połowa wszystkich inwestycji). Polskie fundusze zainteresowane są również inwestycjami w Bułgarii i na Węgrzech (1/4 inwestycji). W latach 1990-1994 polskie fundusze inwestowały jedynie w spółki czeskie⁷. W kolej-

⁶ W Azji na 35 inwestycji w latach 1990-2016 najwięcej miało miejsce w częściowo leżącej w Europie Turcji (9), Hongkongu (7) i Singapurze (5). Reszta były to pojedyncze inwestycje w poszczególnych państwach azjatyckich. W Ameryce Południowej dokonano 31 bezpośrednich inwestycji zagranicznych: w Brazylii (20), Argentynie (5), Kolumbii (4), Urugwaju (2). W Australii odnotowano jedynie 4 inwestycje w badanym okresie.

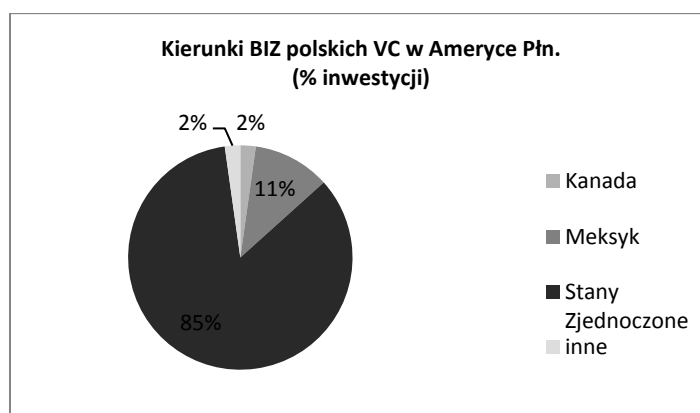
⁷ Wówczas czechosłowackie. 1 stycznia 1993 r. Czechosłowacja została podzielona na Czechy i Słowację.

nych latach rozszerzyły swoje inwestycje również na Węgry i Rumunię, choć Czechy pozostały dominującym kierunkiem polskich inwestycji zagranicznych do 2014 r. W ciągu ostatnich dwóch lat coraz bardziej interesującym celem staje się Rumunia. Następuje również otwieranie się polskich funduszy na rynek rosyjski i słoweński. Wśród państw Ameryki Północnej dominują Stany Zjednoczone (4/5 wszystkich inwestycji).

Tabela 3. Liczba bezpośrednich inwestycji zagranicznych polskich funduszy *venture capital* w państwach Europy Środkowo-Wschodniej

Państwa	Lata						bd.	suma
	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2009	2010-2014	2015-3Q 2016		
Bułgaria	0	1	2	9	4	0	1	17
Czechy (od 1993)	7	4	2	11	18	3	1	46
Rosja	0	0	0	2	0	4	0	6
Rumunia	0	4	4	11	7	11	0	37
Słowacja	bd.	0	1	4	3	0	1	9
Słowenia (od 1991)	0	0	0	3	1	2	0	6
Węgry	0	7	4	8	5	1	0	25
Inne	0	0	0	5	7	7	0	19
Suma	7	16	13	53	45	28	3	165

Źródło: Na podstawie listy funduszy *venture capital* zamieszczonej przez PSIK oraz portfeli inwestycyjnych opublikowanych przez VC na swych stronach internetowych.



Rys. 4. Kierunki bezpośrednich inwestycji zagranicznych polskich funduszy *venture capital* w latach 1990-2016 w państwach Ameryki Północnej

Źródło: Na podstawie listy funduszy *venture capital* zamieszczonej przez PSIK oraz portfeli inwestycyjnych opublikowanych przez VC na swych stronach internetowych.

Trochę ponad 1/10 wszystkich inwestycji w Ameryce Płn. ma miejsce w Kanadzie. Pozostałe państwa są kierunkami polskich *venture capital* w mniej niż 2% przypadków⁸.

Tabela 4. Liczba bezpośrednich inwestycji zagranicznych polskich funduszy *venture capital* w państwach Ameryki Północnej

Państwa	Lata						bd.	suma
	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2009	2010-2014	2015-3Q 2016		
Kanada	0	1	0	0	3	0	0	4
Meksyk	0	6	5	6	1	2	0	20
Stany Zjednoczone	9	28	14	16	58	27	0	152
Inne	0	0	1	2	1	0	0	4
Suma	9	35	20	24	63	29	0	180

Źródło: Na podstawie listy funduszy *venture capital* zamieszczonej przez PSIK oraz portfeli inwestycyjnych opublikowanych przez VC na swych stronach internetowych.

W każdym ze zbadanych powyżej regionów leży państwo zdecydowanie wyróżniające się pod względem liczby dokonywanych w nim inwestycji przez polskie fundusze *venture capital*. W przypadku Ameryki Północnej są to Stany Zjednoczone (152 inwestycje w badanym okresie), w Europie Zachodniej – Wielka Brytania (117 inwestycji), w Europie Środkowo-Wschodniej – Czechy i Rumunia (83 inwestycje łącznie). Suma inwestycji w tych czterech państwach wynosi ok. 44% wszystkich bezpośrednich inwestycji zagranicznych polskich funduszy VC.

3. Branżowe kierunki bezpośrednich inwestycji zagranicznych polskich funduszy *venture capital*

Branże, w jakie polskie VC najczęściej inwestują zostały podzielone w oparciu o Polską Klasyfikację Działalności (PKD). Na podstawie danych zamieszczonych w tab. 5 można dostrzec, że pośrednictwo finansowe i przetwórstwo przemysłowe są jednymi z głównych sektorów w czterech regionach na świecie, w jakie inwestują polskie VC.

⁸ Meksyk – 2%, Dominikana, Kostaryka, Portoryko – mniej niż 1%.

Tabela 5. Branżowe kierunki BIZ polskich VC na świecie

Branża	Ameryka Płd.		Ameryka Płn.		Australia		Azja		Europa Zach.		Europa Śrdk.-Wsch.	
	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%
E-commerce	0	0,0	13	1,6	3	0,4	2	0,2	37	4,6	14	1,7
Edukacja	0	0,0	4	0,5	0	0,0	1	0,1	5	0,6	1	0,1
Handel hurtowy i detaliczny	11	1,4	29	3,6	0	0,0	6	0,7	27	3,4	6	0,7
IT i nowe technologie	3	0,4	29	3,6	0	0,0	3	0,4	50	6,2	22	2,7
Ochrona zdrowia	4	0,5	24	3,0	1	0,1	3	0,4	43	5,4	18	2,2
Pośrednictwo finansowe	11	1,4	22	2,7	0	0,0	7	0,9	61	7,6	16	2,0
Przetwórstwo przemysłowe	2	0,2	47	5,9	0	0,0	12	1,5	86	10,7	48	6,0
Sport i rozrywka	0	0,0	2	0,2	0	0,0	0	0,0	21	2,6	7	0,9
Telekomunikacja	0	0,0	1	0,1	0	0,0	0	0,0	5	0,6	9	1,1
Transport	0	0,0	4	0,5	0	0,0	1	0,1	17	2,1	5	0,6
Usługi*	0	0,0	4	0,5	0	0,0	0	0,0	33	4,1	6	0,7
Inne	0	0,0	1	0,1	0	0,0	0	0,0	9	1,1	6	0,7

* Usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.

Źródło: Na podstawie listy funduszy *venture capital* zamieszczonej przez PSIK oraz portfeli inwestycyjnych opublikowanych przez VC na swych stronach internetowych.

E-commerce, IT i nowe technologie oraz ochrona zdrowia również są popularnymi sektorami dla polskich inwestycji, ale jedynie w wybranych regionach (Ameryka Płn. i Europa). Zarówno w Europie, jak i w innych regionach świata, polskie fundusze inwestują najchętniej w branże bardziej tradycyjne – przetwórstwo przemysłowe jest najbardziej popularną gałęzią gospodarki dla inwestycji VC w Europie, Azji i Ameryce Płn. W Ameryce Płd. najczęstszymi branżami inwestycyjnymi jest pośrednictwo finansowe oraz handel hurtowy i detaliczny.

Wśród państw Europy Zachodniej dominują inwestycje w przetwórstwo przemysłowe (ponad 20% wszystkich inwestycji w tym regionie) oraz pośrednictwo finansowe (prawie 15% inwestycji). Inwestycje w e-commerce oraz IT i nowe technologie stanowią ok. 18% inwestycji łącznie. Co ciekawe, pierwsze inwestycje w IT i nowe technologie polskich funduszy *venture capital* rozpoczęły się już na początku lat 90., a ich liczba rosła do 2004 r. Branża e-commerce w Europie Zachodniej odnotowała pierwsze inwestycje polskich VC w 2005 r. Od tego momentu z każdym rokiem inwestycji w tę branżę przybywa, choć nadal polskie fundusze preferują w Europie Zachodniej inwestycje w pośrednictwo finansowe i przemysł.

Tabela 6. Branżowe kierunki BIZ polskich VC w Europie Zachodniej

Branża	Belgia		Dania		Francja		Hiszpania		Holandia		Niemcy		WB*		Włochy		Inne	
	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%
E-commerce	8	2,0	0	0,0	0	0,0	1	0,3	8	2,0	10	2,5	5	1,3	0	0,0	5	1,3
Edukacja	1	0,3	0	0,0	2	0,5	0	0,0	0	0,0	0	0,0	2	0,5	0	0,0	1	0,3
Handel hurtowy i detaliczny	0	0,0	1	0,3	5	1,3	1	0,3	0	0,0	4	1,0	10	2,5	5	1,3	1	0,3
IT i nowe technologie	0	0,0	4	1,0	8	2,0	3	0,8	7	1,8	3	0,8	15	3,8	4	1,0	6	1,5
Ochrona zdrowia	1	0,3	1	0,3	10	2,5	1	0,3	2	0,5	7	1,8	16	4,1	2	0,5	3	0,8
Pośrednictwo finansowe	0	0,0	3	0,8	8	2,0	4	1,0	4	1,0	4	1,0	26	6,6	5	1,3	7	1,8
Przetwórstwo przemysłowe	8	2,0	0	0,0	24	6,1	2	0,5	3	0,8	18	4,6	21	5,3	6	1,5	4	1,0
Sport i rozrywka	2	0,5	0	0,0	7	1,8	0	0,0	3	0,8	5	1,3	2	0,5	1	0,3	1	0,3
Telekomunikacja	0	0,0	0	0,0	1	0,3	0	0,0	1	0,3	1	0,3	0	0,0	1	0,3	1	0,3
Transport	0	0,0	0	0,0	7	1,8	0	0,0	0	0,0	0	0,0	10	2,5	0	0,0	0	0,0
Usługi	3	0,8	0	0,0	12	3,0	0	0,0	9	2,3	1	0,3	7	1,8	0	0,0	1	0,3
Inne	1	0,3	1	0,3	1	0,3	0	0,0	1	0,3	0	0,0	3	0,8	0	0,0	1	0,3

Źródło: Na podstawie listy funduszy *venture capital* zamieszczonej przez PSIK oraz portfeli inwestycyjnych opublikowanych przez VC na swych stronach internetowych.

W Europie Środkowo-Wschodniej preferencje branżowe polskich *venture capital* są zbliżone do zachodnioeuropejskich. Ponad 27% wszystkich inwestycji jest nakierowanych na branżę przemysłową, a na pośrednictwo finansowe prawie 13%. Inwestycje w e-commerce oraz IT i nowe technologie stanowią ok. 21% inwestycji łącznie. Około 9% inwestycji, zarówno w Europie Zachodniej, jak i Środkowo-Wschodniej obejmuje inwestycje w ochronę zdrowia. W obu regionach wzrost liczby BIZ w ochronę zdrowia zaczął następować od 2005 r.

Kierunki branżowe bezpośrednich inwestycji zagranicznych polskich VC są porównywalne dla Europy Środkowo-Wschodniej i Zachodniej. W obu przypadkach polskie VC koncentrują się bardziej na inwestycjach w branżę tradycyjne, jednak nowe technologie również zaczynają nabierać dla nich większego znaczenia. Coraz bardziej atrakcyjna inwestycyjnie staje się szeroko rozumiana ochrona zdrowia⁹.

⁹ Pod pojęciem „ochrony zdrowia” rozumiana jest nie tylko opieka medyczna, ale również wszelkie zabiegi zdrowotno-kosmetyczne oraz opieka nad starzejącym się społeczeństwem. Z dużym prawdopodobieństwem można spodziewać się dalszego rozwoju tejże branży w kolejnych dekadach.

Tabela 7. Branżowe kierunki BIZ polskich VC w Europie Środkowo-Wschodniej

Branża	Bulgaria		Czechy		Rosja		Rumunia		Słowacja		Słowenia		Węgry		Inne	
	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%
E-commerce	0	0,0	4	2,5	4	2,5	2	1,3	1	0,6	0	0,0	0	0,0	3	1,9
Edukacja	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	1	0,6	0	0,0
Handel hurtowy i detaliczny	1	0,6	0	0,0	0	0,0	2	1,3	0	0,0	0	0,0	3	1,9	0	0,0
IT i nowe technologie	3	1,9	5	3,2	0	0,0	4	2,5	3	1,9	1	0,6	2	1,3	4	2,5
Ochrona zdrowia	1	0,6	4	2,5	0	0,0	6	3,8	2	1,3	1	0,6	3	1,9	1	0,6
Pośrednictwo finansowe	2	1,3	2	1,3	0	0,0	4	2,5	0	0,0	4	2,5	6	3,8	2	1,3
Przetwórstwo przemysłowe	4	2,5	20	12,7	1	0,6	11	7,0	2	1,3	0	0,0	4	2,5	2	1,3
Sport i rozrywka	0	0,0	2	1,3	1	0,6	1	0,6	0	0,0	0	0,0	1	0,6	2	1,3
Telekomunikacja	4	2,5	2	1,3	0	0,0	1	0,6	0	0,0	0	0,0	1	0,6	1	0,6
Transport	0	0,0	1	0,6	0	0,0	0	0,0	1	0,6	0	0,0	2	1,3	1	0,6
Usługi	1	0,6	0	0,0	0	0,0	2	1,3	0	0,0	0	0,0	1	0,6	2	1,3
Inne	1	0,6	5	3,2	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0

Źródło: Na podstawie listy funduszy *venture capital* zamieszczonej przez PSIK oraz portfeli inwestycyjnych opublikowanych przez VC na swych stronach internetowych.

Tabela 8. Branżowe kierunki BIZ polskich VC w Ameryce Północnej

Branża	Kanada		Meksyk		Stany Zjednoczone		Inne	
	ilość	%	ilość	%	ilość	%	ilość	%
E-commerce	0	0,0	0	0,0	13	7,2	0	0,0
Edukacja	0	0,0	0	0,0	4	2,2	0	0,0
Handel hurtowy i detaliczny	2	1,1	7	3,9	19	10,6	1	0,6
IT i nowe technologie	0	0,0	2	1,1	26	14,4	1	0,6
Ochrona zdrowia	0	0,0	0	0,0	24	13,3	0	0,0
Pośrednictwo finansowe	0	0,0	6	3,3	16	8,9	0	0,0
Przetwórstwo przemysłowe	2	1,1	5	2,8	38	21,1	2	1,1
Sport i rozrywka	0	0,0	0	0,0	2	1,1	0	0,0
Telekomunikacja	0	0,0	0	0,0	1	0,6	0	0,0
Transport	0	0,0	0	0,0	4	2,2	0	0,0
Usługi	0	0,0	0	0,0	4	2,2	0	0,0
Inne	0	0,0	0	0,0	1	0,6	0	0,0

Źródło: Na podstawie listy funduszy *venture capital* zamieszczonej przez PSIK oraz portfeli inwestycyjnych opublikowanych przez VC na swych stronach internetowych.

W Ameryce Północnej zdecydowanie przeważają inwestycje w przetwórstwo przemysłowe (26% wszystkich inwestycji), handel hurtowy i detaliczny (16%) oraz IT i nowe technologie (16%). Ochrona zdrowia i pośrednictwo finansowe

zajmują odpowiednio 13% i 12% ogółu inwestycji. Wiele branż inwestycyjnych w Ameryce Północnej zostało zdominowanych przez Stany Zjednoczone. Tak stało się m.in. z e-commerce, edukacją, ochroną zdrowia, transportem oraz usługami. W Ameryce Południowej, jak wspomniano, liczba inwestycji była dosyć niska w porównaniu z innymi regionami, podobna sytuacja jest w Azji¹⁰.

Podsumowanie

Polskie fundusze *venture capital* nadal najchętniej inwestują na rynku krajowym. Zaledwie ok. 20% inwestycji to inwestycje zagraniczne. W ciągu ostatniego ćwierćwiecza, można jednak zauważyć stopniowy wzrost zainteresowania polskich VC inwestycjami zagranicznymi, szczególnie w Europie Zachodniej, Ameryce i Europie Środkowo-Wschodniej. Największa liczba polskich BIZ występuje w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, a w Europie Środkowo-Wschodniej na Czechach oraz w Rumunii. Najczęściej polskie fundusze inwestują w przemysł, handel i usługi finansowe, jednak w ciągu ostatniej dekady coraz liczniej wchodzi w spółki, z takich sektorów jak IT i nowe technologie, e-commerce oraz ochrona zdrowia. W niniejszym artykule zostały zaprezentowane najbardziej popularne kierunki geograficzne i branżowe, w jakie w poszczególnych latach fundusze VC zarejestrowane w Polsce najchętniej inwestowały. Dla firm planujących ekspansję zagraniczną badania te mogą stanowić ogólną przesłankę do inwestycji w dany rynek lub branżę, jednak wymagają one pogłębienia chociażby o porównawczą analizę ekonomiczną sprawozdań finansowych VC.

Literatura

Golawska-Witkowska G., Rzeczycka A. (2013), *Venture capital w finansowaniu inwestycji podwyższonego ryzyka w warunkach kryzysu* [w:] A. Uziębło (red.), *Aktywność finansowa w okresie podwyższonej niepewności*, Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku, Gdańsk, s. 29-42.

¹⁰ 31 inwestycji w Ameryce Południowej i 35 inwestycji w Azji w latach 1990-2016. W Ameryce Południowej 3/4 wszystkich polskich inwestycji VC to inwestycje w handel hurtowy i detaliczny oraz pośrednictwo finansowe. Państwem dominującym pod względem ilości inwestycji jest tam Brazylia (2/3 łącznej liczby inwestycji). W Azji ok. 2/3 inwestycji jest nakierowanych na handel, przemysł i pośrednictwo finansowe. Najwięcej inwestycji przypada na leżącą częściowo w Europie Turcję, a poza nią – na Singapur i Hongkong (łącznie ok. 60%).

- Grzywacz J., Okońska A. (2005), *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Niosi J. (2014), *Venture Capital in Canada* [w:] A. Pyka, H.-P. Burghof (eds.), *Innovation and Finance*, Routledge, Stany Zjednoczone, s. 172-183.
- Panfil M. (2005), *Fundusze Private Equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa.
- Podedworny H., Żynel M. (2000), *Venture capital – kapitał wysokiego ryzyka w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Wyższa Szkoła Ekonomiczna w Białymstoku, Białystok.
- Przybylska-Kapuścińska W., Mozalewski M. (2011), *Kapitał wysokiego ryzyka*, PWE, Warszawa.
- Sobańska K., Sieradzan P. (2004), *Inwestycje Private equity/Venture capital*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa.
- Tamowicz P. (1995), *Fundusze inwestycyjne typu venture capital. Narodziny i rozwój. Warunki rozwoju venture capital w Polsce*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
- Węclawski J. (1997), *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa.
- Wrzesiński M. (2006), *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Raport European Private Equity Activity Data 2007-2015*, European Venture Capital Association, <http://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/> (dostęp: 1.11.2016).
- [www 1] www.psik.pl (dostęp: 5.11.2016).

DESTINATIONS OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT VENTURE CAPITAL FUNDS IN POLAND

Summary: The aim of this study is to investigate what were in different years geographical and sectoral destinations of foreign direct investment venture capital funds registered in Poland. Analysis of the author assesses the trends that occur in different periods in the selection of the place and the economic sector by the Polish venture capital funds. Also examines whether there is a connection between the region/country and industry during the investment process. In other words, if you say the dominance of certain regions/country when choosing a particular industry. In the article the author characterizes the specificity of venture capital as an alternative form of financing enterprises in Poland. Marked differences between Western European and American model of venture capital and private equity and Polish model.

Keywords: venture capital, private equity, foreign direct investment.