

**Piotr Zasepa**

Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie  
e-mail: zasp@cz.onet.pl

---

**WYNIKI FUNDUSZY *VENTURE CAPITAL* –  
TENDENCJE ŚWIATOWE A RYNEK POLSKI**

---

**VENTURE CAPITAL FUNDS RESULTS –  
GLOBAL TRENDS VS. POLISH MARKET**

---

DOI: 10.15611/nof.2015.2.08

JEL Classification: G14, G24

**Streszczenie:** Artykuł przedstawia analizę procesu inwestycyjnego funduszy *venture capital* oraz uzyskiwanych wyników inwestycyjnych. Celem artykułu jest charakterystyka zmieniających się trendów w zachowaniu się stóp zwrotu w sektorze funduszy *venture capital* oraz *private equity* w latach 1998-2012, które obejmują ich pełny cykl inwestycyjny. Analiza obejmuje rynki Polski, USA oraz UE.

**Słowa kluczowe:** *venture capital*, *private equity*, stopy zwrotu, cykl inwestycyjny.

**Summary:** This paper presents an analysis of the investment process of venture capital and obtained investment results. The aim of this paper is to characterize the changing trends in the behaviour of returns in the venture capital and private equity in the period 1998-2012, which includes their full investment cycle. The analysis covers Polish, the U.S. and the EU markets.

**Keyword:** venture capital, private equity, rate of return, investment cycle.

## 1. Wstęp

Do 1990 r. fundusze *venture capital* oraz *private equity* były mało znaną klasą aktywów, w które angażowali się nieliczni inwestorzy instytucjonalni. Wraz z rozwojem tego rynku i pojawieniem się wysokich stóp zwrotu nastąpiło zainteresowanie tym segmentem rynku finansowego przez większe instytucje finansowe oraz osoby fizyczne. W efekcie zbyt wiele podmiotów zaangażowało zbyt wiele środków, co skutkowało tym, iż fundusze *venture capital* oraz *private equity* angażowały się w spółki, których pozycja nie kwalifikowała ich do przeprowadzenia inwestycji. Wyniki inwestycyjne funduszy *venture capital* zaczęły spadać, a jakość portfela się pogarszać, gdy spółki portfelowe nie były w stanie przełożyć otrzymanych środków na dynamiczny rozwój i pozytywne efekty ekonomiczne. Celem artykułu jest charakterystyka zmieniających się trendów w zachowaniu się stóp zwrotu w sektorze fundu-

szy *venture capital* oraz *private equity* w latach 1998-2012, które obejmują ich pełny cykl inwestycyjny. Analiza dotyczy głównych rynków działalności funduszy ze szczególnym uwzględnieniem rynku USA, Europy oraz Polski.

## 2. Istota funduszy *venture capital*

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) oraz *private equity* (pe), który bardzo dynamicznie rozwija się już od ponad 35 lat. Najszybszy okres jego rozwoju przypadł na lata 1990-2008<sup>1</sup>. Fundusze typu *venture capital* oraz *private equity* stały się światowymi dostarczycielami kapitału dla przedsiębiorstw oraz ważnym segmentem rynków finansowych. Na cały cykl inwestycyjny funduszu składa się akwizycja kapitałów, inwestycja i rozwój spółek portfelowych oraz dezinwestycja. Obserwując rynek finansowy, można stwierdzić, iż fundusze o wiele lepiej radzą sobie z akwizycją kapitału oraz jego inwestycją niż z wyjściem z dokonanej inwestycji. W tej mierze są one zależne od sytuacji gospodarczej, a szczególnie od trendów panujących na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Bardzo ważne dla prawidłowego przeprowadzenia procesu dezinwestycji są takie czynniki, jak: rozwój rynku kapitałowego, stadium trendu, w jakim się on obecnie znajduje, dostęp do kapitałów oraz pozostałe uwarunkowania makroekonomiczne. Wyniki, jakie osiągają fundusze z zainwestowanych środków, w dużej mierze zależą od sukcesu przedsiębiorstw znajdujących się w ich portfelu. Sposób przeprowadzenia dezinwestycji wskazuje, jak fundusze radziły sobie z zarządzaniem swoimi spółkami znajdującymi się w ich portfelach. Jest to niezwykle ważny i istotny etap w procesie inwestycyjnym. Dynamiczny rozwój funduszy oraz wielkość pozyskanych przez nie kapitałów sprawił, iż ich inwestycje osiągnęły światowy zasięg oraz zanotowały szybki przyrost wartości aktywów będących pod ich zarządem. W ostatnich latach była to najszybciej rozwijająca się klasa aktywów na globalnym rynku finansowym. Szybki rozwój realnej gospodarki światowej oparty jest obecnie na innowacji, a jej finansowanie to bardzo ryzykowne przedsięwzięcie. Mimo to, ta klasa aktywów przynosi inwestorom ponadprzeciętne zyski, szczególnie w długim horyzoncie czasowym, dlatego jej rozwój pobudzany jest przez dalszą alokację kapitału. Dzięki temu wpływ tych funduszy na stopę zwrotu portfeli inwestycyjnych w większości przypadków pozostaje pozytywny, co pociąga za sobą konieczność pogłębienia wiedzy na temat ich funkcjonowania. Charakterystyczny dla tej klasy aktywów jest długi horyzont czasowy inwestycji, złożone cele inwestycyjne wymagające dogłębnej analizy, skomplikowane struktury przepływów pieniężnych oraz stosowanie wielu hybrydowych instrumentów finansowych, co wymaga dość zaawansowanych technik zarządzania funduszem podwyższonego ryzyka. Aby dobrze zarządzać taką instytucją, należy w pełni

<sup>1</sup> NVCA, *Industry overview*, [nvca.org](http://nvca.org).

zrozumieć specyficzne ryzyko, które jest ponoszone przy inwestycji w tego typu przedsięwzięcie. Fundusze *venture capital* oraz *private equity* to skomplikowana klasa aktywów, co angażuje wiele aspektów ryzyka na wielu płaszczyznach ich funkcjonowania, które powinny zostać zidentyfikowane, opisane i zarządzane w odpowiedni sposób<sup>2</sup>. Aby odpowiednio oszacować ryzyko towarzyszące tym inwestycjom, należy również zidentyfikować interesariuszy mających wpływ na inwestycje funduszy. Należy podkreślić, iż od 2000 r. mediana stóp zwrotu funduszy *venture capital* oraz *private equity* oscyluje w granicach 0%, co podkreśla bardzo ważny aspekt konieczności przeprowadzenia dokładnej analizy funkcjonowania poszczególnych funduszy typu *venture capital* oraz *private equity*.

### 3. Cykl inwestycyjny funduszu *venture capital*

Inwestycje *venture capital* obarczone są ponadprzeciętnym ryzykiem. Minimalizowanie ryzyka przez fundusz jest możliwe dzięki dywersyfikacji inwestycji, która równoważy określone przez fundusz ryzyko. Dla przykładu fundusze PE w ciągu pięciu lat dokonują średnio 8-12 inwestycji w przedsiębiorstwa na różnym etapie rozwoju, tak aby uchwycić różne cykle rozwoju koniunkturalnego. Fundusze *venture capital* w ciągu pierwszych pięciu lat funkcjonowania dokonują średnio od 20 do 40 inwestycji<sup>3</sup>. W funduszu *venture capital*, w celu zapewnienia zrównoważonego poziomu ryzyka dywersyfikacji, przedsiębiorstwa we wczesnych fazach rozwoju powinny stanowić większy udział w liczbie inwestycji. Dla innych typów funduszy dywersyfikacja może mieć charakter sektorowy lub geograficzny. Bardzo ważnym czynnikiem w procesie inwestycyjnym funduszu *venture capital* jest możliwość pozostawania w posiadaniu udziałów spółki portfelowej w okresie spowolnienia gospodarczego i oczekiwanie na lepszą koniunkturę i możliwość późniejszej sprzedaży spółki z zyskiem. Fundusz w większości przypadków nie jest zmuszony do sprzedaży swoich udziałów w celu spłaty umarżanych udziałów jego uczestników. Aktywa funduszu nigdy nie są przedmiotem zastawu lub zabezpieczenia, dlatego może on wyczekiwać na polepszającą się koniunkturę gospodarczą, co zapewni im wyższą wycenę.

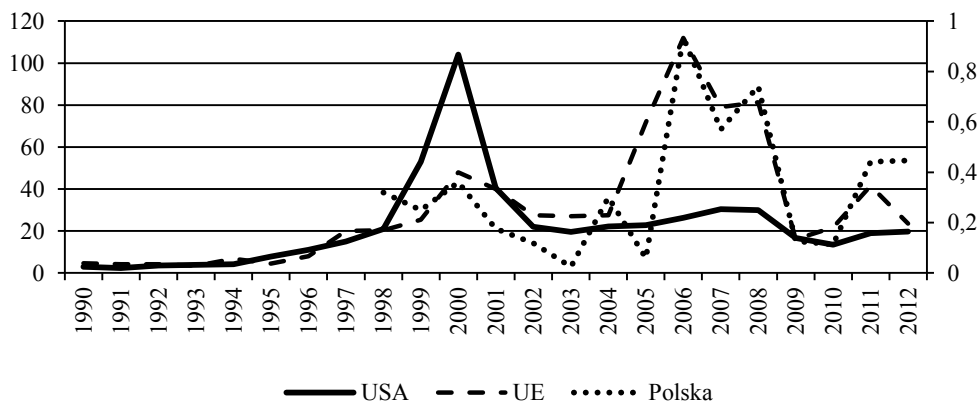
Analizując większość funduszy *venture capital*, można stwierdzić, iż przypadki ich likwidacji przed terminem zakończenia cyklu inwestycyjnego zdarzają się bardzo rzadko. Częściej inwestorzy mają do czynienia z sytuacją, w której efektywność inwestycji jest na tyle słaba, że otrzymują oni zwrot wszystkich wniesionych kapitałów lub ich większej części. W takich przypadkach należy wskazać utratę wartości zaangażowanych kapitałów w stosunku do inwestycji wolnych od ryzyka (wartość pieniądza w czasie) lub inwestycji alternatywnych (koszty utraconych możliwości).

Na efektywność inwestycji funduszu wpływa moment pozyskania środków oraz decyzja funduszu co do momentu dokonania inwestycji. Analizując każdy z podsta-

<sup>2</sup> J.M. Mendoza, E.P.M. Vermeluen, *The New Venture Capital Cycle*, Lex reaserch LTD, 2011, s. 2.

<sup>3</sup> P.A. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, 1999, s. 23.

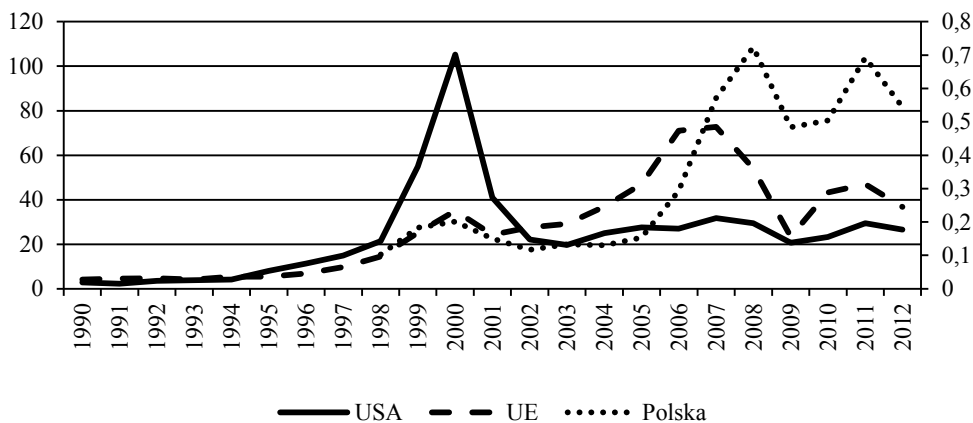
wowych procesów cyklu inwestycyjnego funduszy, tj. akwizycji kapitałów, inwestycji i momentu dezinvestycji, należy stwierdzić, iż są one uzależnione od pewnego schematu charakterystycznego dla kształtowania się pewnego cyklu. Kumulacja poziomów poszczególnych aktywności przypada na szczególne okresy powiązane z rynkiem kapitałowym. Obrazują to wykresy na rys. 1, 2 oraz 3.



Legenda: inwestycje USA oraz UE – lewa skala, inwestycje Polski – prawa skala.

**Rys. 1.** Poziom środków pozyskanych przez fundusze typu *private equity/venture capital* w latach 1990-2012 na rynku USA, UE oraz Polski

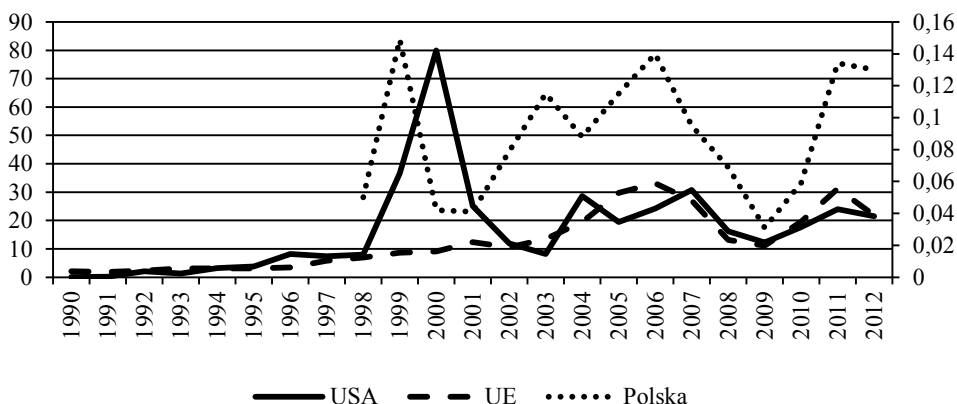
Źródło: opracowanie na podstawie danych organizacji NVCA, EVCA oraz PSIK.



Legenda: inwestycje USA oraz UE – lewa skala, inwestycje Polski – prawa skala.

**Rys. 2.** Poziom inwestycji funduszy typu *private equity/venture capital* w latach 1990-2012 na rynku USA, UE oraz Polski

Źródło: opracowanie na podstawie danych organizacji NVCA, EVCA oraz PSIK.



Legenda: inwestycje USA oraz UE – lewa skala, inwestycje Polski – prawa skala.

**Rys. 3.** Poziom dezinvestycji funduszy typu *private equity/venture capital* w latach 1990-2012 na rynku USA, UE oraz Polski

Źródło: opracowanie na podstawie danych organizacji NVCA, EVCA oraz PSIK.

Wysokość środków pozyskiwanych przez fundusze na omawianych rynkach osiągnęła maksimum w latach 1999-2000 oraz 2006-2007, a następnie zdecydowanie spadła. Sytuacja ta może być skorelowana z sytuacją na rynkach kapitałowych, gdzie mieliśmy do czynienia z maksymalnymi notowaniami indeksów giełdowych w latach 2000 oraz 2007. Mimo wzrostu indeksów giełdowych w latach 2012-2013 poziom akwizycji kapitałów przez fundusze nie notował dynamicznych przyrostów pozyskanych kapitałów w latach 2007-2012. Tabela 1 przedstawia dynamikę środków pozyskanych przez fundusze działające na rynku USA, UE oraz Polski w latach 1990-2012.

Analizując dane zawarte w tab. 1, należy stwierdzić, iż rynek USA oraz UE charakteryzuje się pewnymi trendami, ale dynamika w poszczególnych latach jest dość stabilna w porównaniu z rynkiem polskim. Na tym rynku wzrosty pozyskiwanych kapitałów w latach 2004 oraz 2006 przekraczają ponad 1000%. Takie wzrosty pozyskiwanych kapitałów nie występują na rozwiniętych rynkach kapitałowych.

Poziom inwestycji przeprowadzany przez fundusze *venture capital* oraz *private equity* i jego trend również jest skorelowany z poziomami indeksów rynku publicznego. Charakterystyczny w przypadku rynku amerykańskiego i europejskiego wydaje się wzrost poziomu inwestycji w latach 2000 oraz 2007 i ich dalsze dynamiczne spadki. Na tym tle rynek polski wydaje się charakteryzować niższym poziomem korelacji z rynkiem publicznym akcji i choć poziom inwestycji funduszy zanotował w roku 2008 spadek, to nie był on na tyle wyraźny, jak w przypadku dwóch omawianych w artykule rynków. Dynamikę inwestycji na rynku USA, Europy oraz Polski przedstawia tab. 2.

**Tabela 1.** Dynamika akwizycji funduszy VC w USA, UE oraz Polsce w latach 1991-2012

| Rok  | USA     | UE      | Polska   |
|------|---------|---------|----------|
| 1991 | -20,69% | -8,70%  | bd       |
| 1992 | 56,52%  | 0,00%   | bd       |
| 1993 | 5,56%   | -19,05% | bd       |
| 1994 | 10,53%  | 97,06%  | bd       |
| 1995 | 88,10%  | -34,33% | bd       |
| 1996 | 39,24%  | 81,82%  | bd       |
| 1997 | 36,36%  | 150,00% | bd       |
| 1998 | 40,00%  | 1,50%   | bd       |
| 1999 | 152,38% | 25,12%  | -21,88%  |
| 2000 | 96,23%  | 88,98%  | 44,00%   |
| 2001 | -61,06% | -16,67% | -51,11%  |
| 2002 | -45,68% | -31,25% | -32,95%  |
| 2003 | -10,91% | -1,82%  | -78,81%  |
| 2004 | 12,76%  | 1,85%   | 1100,00% |
| 2005 | 2,71%   | 161,09% | -80,33%  |
| 2006 | 15,86%  | 55,99%  | 1486,44% |
| 2007 | 15,59%  | -29,46% | -39,10%  |
| 2008 | -1,32%  | 2,91%   | 30,00%   |
| 2009 | -44,33% | -80,32% | -83,00%  |
| 2010 | -19,76% | 35,63%  | -9,52%   |
| 2011 | 41,04%  | 91,71%  | 287,72%  |
| 2012 | 4,23%   | -43,27% | 0,90%    |

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 2.** Dynamika inwestycji *venture capital* oraz *private equity* w USA, Europie oraz Polsce w latach 1991-2012

| Rok  | USA     | UE      | Polska |
|------|---------|---------|--------|
| 1    | 2       | 3       | 4      |
| 1991 | -20,69% | 12,20%  | bd     |
| 1992 | 52,17%  | 2,17%   | bd     |
| 1993 | 8,57%   | -12,77% | bd     |
| 1994 | 10,53%  | 31,71%  | bd     |
| 1995 | 90,48%  | 1,85%   | bd     |
| 1996 | 41,25%  | 23,64%  | bd     |
| 1997 | 31,86%  | 42,65%  | bd     |
| 1998 | 43,62%  | 49,48%  | bd     |
| 1999 | 156,54% | 73,10%  | 79,41% |

| 1    | 2       | 3       | 4       |
|------|---------|---------|---------|
| 2000 | 91,62%  | 39,44%  | 9,84%   |
| 2001 | -61,12% | -30,57% | -25,37% |
| 2002 | -45,97% | 13,58%  | -22,00% |
| 2003 | -11,31% | 5,43%   | 13,68%  |
| 2004 | 27,55%  | 26,80%  | -2,26%  |
| 2005 | 10,40%  | 27,37%  | 17,69%  |
| 2006 | -2,17%  | 51,06%  | 91,50%  |
| 2007 | 17,78%  | 2,54%   | 94,88%  |
| 2008 | -7,23%  | -25,82% | 26,80%  |
| 2009 | -29,83% | -56,67% | -33,15% |
| 2010 | 12,56%  | 85,04%  | 4,13%   |
| 2011 | 26,18%  | 8,55%   | 37,30%  |
| 2012 | -9,52%  | -21,70% | -21,39% |

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 3.** Dynamika poziomu dezinwestycji funduszy w USA, Europie oraz Polsce w latach 1991-2012

| Rok  | USA      | UE      | Polska  |
|------|----------|---------|---------|
| 1991 | 58,33%   | -9,52%  | bd      |
| 1992 | 1005,26% | 21,05%  | bd      |
| 1993 | -38,10%  | 34,78%  | bd      |
| 1994 | 146,15%  | 0,00%   | bd      |
| 1995 | 18,75%   | 0,00%   | bd      |
| 1996 | 115,79%  | 12,90%  | bd      |
| 1997 | -9,76%   | 65,71%  | bd      |
| 1998 | 8,11%    | 18,97%  | bd      |
| 1999 | 357,50%  | 24,64%  | 198,00% |
| 2000 | 118,31%  | 5,81%   | -71,81% |
| 2001 | -68,59%  | 36,26%  | -2,38%  |
| 2002 | -52,59%  | -14,52% | 92,68%  |
| 2003 | -31,09%  | 27,36%  | 45,57%  |
| 2004 | 248,78%  | 44,44%  | -23,48% |
| 2005 | -31,82%  | 52,31%  | 30,68%  |
| 2006 | 24,10%   | 11,45%  | 21,74%  |
| 2007 | 26,86%   | -18,43% | -32,14% |
| 2008 | -47,23%  | -51,48% | -27,37% |
| 2009 | -24,07%  | -15,27% | -55,07% |
| 2010 | 43,90%   | 76,58%  | 90,32%  |
| 2011 | 35,59%   | 59,18%  | 127,12% |
| 2012 | -10,42%  | -30,13% | -2,99%  |

Źródło: opracowanie własne.

Analizując dane zawarte w tab. 2, można stwierdzić, iż dynamika inwestycji nie jest tak zmienna jak poziomy odnoszące się do kategorii środków pozyskiwanych przez fundusze *venture capital* oraz *private equity*. Rynek polski w badanym okresie nie charakteryzuje się już najwyższą dynamiką, gdyż inwestycje na rynku USA, poprzedzające tzw. *dotcom bubble*, notowały 150-procentowe przyrosty. Rynek polski poziomu dynamiki zbliżające się do 100% charakteryzowały w latach 2006 oraz 2007, kiedy to polski rynek giełdowy notował najwyższe poziomy indeksów.

Analizując dane zawarte w tab. 3, dotyczące poziomu dynamiki, należy stwierdzić, iż jest ona najwyższa na rynku USA. Wiąże się to z tym, iż rynek kapitałowy oraz rynek IPO jest tam mocno rozwinięty i fundusze VC oraz PE stanowią ważne źródło podmiotów wprowadzających spółki na giełdę papierów wartościowych. Polski rynek jest mocno zróżnicowany pod względem dynamiki poziomu dezynwestycji.

#### 4. Wyniki osiągnięte przez fundusze *venture capital* oraz *private equity*

Wyniki dezynwestycji są fundamentalnym narzędziem oceny działalności funduszy. Podstawowym miernikiem mającym zastosowanie w wynikach funduszy *venture capital* oraz *private equity* w USA i Europie jest wewnętrzna stopa zwrotu IRR. Jest to stopa dyskontowa, która użyta do zdyskontowania przepływów pieniężnych spowoduje, że suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyniesie zero. Podstawową zaletą IRR jest prostota i łatwość porównywania z alternatywnymi inwestycjami. Wewnętrzna stopa zwrotu uwzględnia bowiem wartość pieniądza w czasie. W literaturze można spotkać różne rodzaje wewnętrznej stopy zwrotu. W przypadku inwestycji *venture capital* oraz *private equity* IRR może być liczona na wielu poziomach i przy wykorzystywaniu różnej metodologii. Poza stopami IRR używane są inne wskaźniki mierzące efektywność działania funduszu. Używane przez NVCA oraz EVCA mnożniki to: wskaźnik dystrybucji – DPI, wskaźnik wartości rezydualnej na zaangażowanym kapitale – RVPI oraz wskaźnik wartości całkowitej zaangażowanego kapitału – TVPI.

Wskaźnik dystrybucji na zaangażowanym kapitale stanowi stosunek zysków wypłaconych przez fundusz swoim uczestnikom (po potrąceniu wszelkich uregulowanych opłat) w określonym czasie do zaangażowanego kapitału. Wskaźnik wartości rezydualnej na zaangażowanym kapitale (RVPI) jest stosunkiem wartości rezydualnej funduszu (wartości kapitału utrzymywanego w funduszu po pomniejszeniu opłat i odsetek) do zaangażowanego kapitału. Wartość rezydualną stanowi wartość aktywów netto funduszu pomniejszona o opłaty i odsetki, które fundusz zobowiązany jest wypłacić firmie zarządzającej bądź innym podmiotom niebędącym uczestnikami. Wskaźnik wartości całkowitej do zaangażowanego kapitału (TVPI) stanowi sumę obu wskaźników pomniejszoną o koszty i odsetki<sup>4</sup>. Dodatkowo można wymie-

<sup>4</sup> Pan-European Survey of Performance – from Inception to 31st December 2004, s. 15.

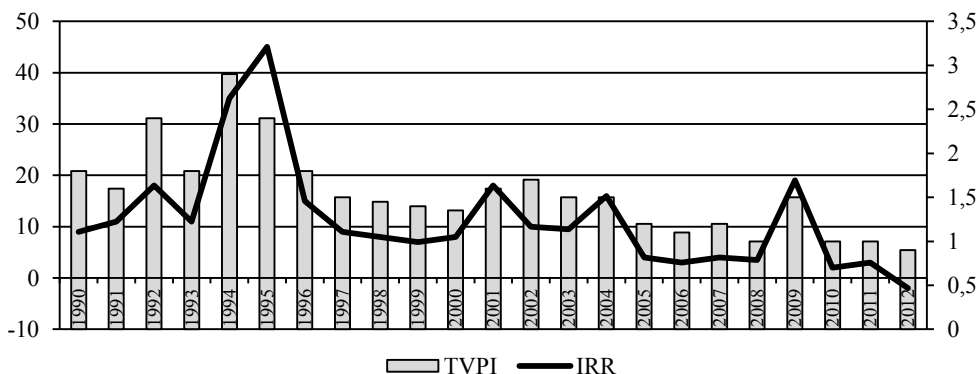


nić wskaźnik określający stosunek kapitału wpłaconego do kapitału zadeklarowanego przez uczestników (*PIC paid-in capital to committed capital*), mówiący, jaka część środków zadeklarowanych w drodze *commitment* została wpłacona przez inwestorów do funduszu.

Wyniki funduszy *private equity* są w USA oceniane na podstawie wskaźnika PEPI publikowanego przez Thomson Venture Economics. Wskaźnik ten obliczany jest dla USA na bazie wyników ponad 1800 amerykańskich funduszy *venture capital*. Bazą do obliczeń są stopy zwrotu netto dla inwestorów po uwzględnieniu opłat za zarządzanie i innych wydatków.

Stopa zwrotu IRR jest najczęściej stosowanym miernikiem wyników funduszy *private equity*. W badaniach rynku często stosowana jest zagregowana wewnętrzna stopa zwrotu – *pooled IRR*. Jest to stopa zwrotu obliczana dla wszystkich funduszy objętych badaniem. Do obliczenia jej wyniku używa się wartości rezydualnej z każdego pojedynczego funduszu i agreguje stopę wspólnie tak, jakby to był jeden fundusz. Zarówno przepływy pieniężne, jak i wartości aktywów są sumowane, jakby dotyczyły jednego wspólnego funduszu. Stopa *pooled IRR* daje nam obraz całego rynku funduszy *private equity* oraz *venture capital*. Nie jest to średnia arytmetyczna wszystkich stóp IRR dla funduszy. Nie jest ona również średnią ważoną aktywami stóp osiągniętych przez fundusze, nieuwzględniającą w swojej wartości takich czynników, jak zmiany aktywów funduszy, oraz tego, że inwestycje nie są dokonywane przez fundusze w jednym momencie. Kolejnym miernikiem jest okresowa wewnętrzna stopa zwrotu – *horizon IRR*. Wynik jej to stopa liczona za wyznaczony okres. Jest to stopa netto uwzględniająca wpłaty i wypłaty inwestorów, np. wszystkie koszty funduszu. Do jej obliczenia wykorzystuje się wartość aktywów netto funduszu na początku okresu (traktowaną jako początkowy przepływ ujemny w momencie zero), przepływy gotówkowe dokonywane podczas trwania okresu i wartość rezydualną aktywów netto funduszu na koniec okresu (traktowaną jako przepływ dodatni). Ta stopa jest kalkulowana po uwzględnieniu wymienionych przepływów oraz wspomnianych wpłat i wypłat dla inwestorów. Uwzględnia ona dokładny okres, na jaki została obliczona (horyzont czasowy), np. trzyletnia stopa zwrotu na koniec 2010 r. będzie mierzona od końca 2007 r. Dodatkowo stosowana jest stopa zwrotu *rolling IRR* odnosząca się do okresów rocznych, 3- i 5-letnich. Jest to stopa przedstawiająca rozwój stopy *horizon IRR* mierzonej na koniec każdego roku.

Analizując dane zawarte na rys. 4, można stwierdzić, iż poziom stopy IRR ma tendencję spadkową i wraz z nią spada poziom mnożnika TVPI dla europejskich funduszy. Świadczy to o coraz trudniejszym rynku dla inwestycji podwyższonego ryzyka oraz o tym, iż fundusze nie wybierają do swoich portfeli odpowiedniej jakości spółek portfelowych. Podobna sytuacja miała miejsce w przypadku rynku amerykańskiego. Można zauważyć, iż w latach 1990-2000 fundusze *venture capital* były znacznie bardziej efektywne w USA w porównaniu z funduszami europejskimi. Średnia stopa zwrotu była wyższa i kształtowała się w latach 1990-1998 na średnim poziomie 36%, podczas gdy fundusze europejskie zanotowały w tym okresie średnią



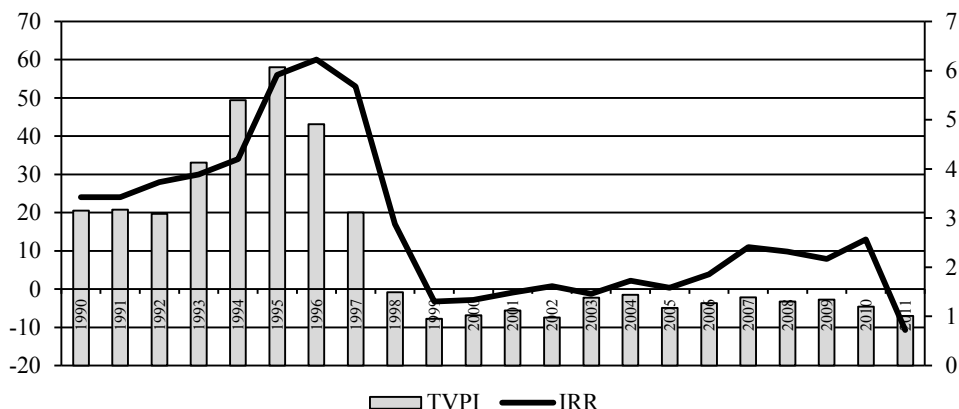
Legenda: lewa skala – poziom IRR, prawa skala – poziom wskaźnika TVPI.

**Rys. 4.** Kształtowanie się stopy zwrotu IRR oraz wskaźnika TVPI dla europejskich funduszy *private equity* w latach 1990-2012

Źródło: 2012 Pan-European Private Equity Performance Benchmark Study, Thompson Reuters, 2012, s. 14.

na poziomie 17%. Sytuacja dla lat 2000-2011 była odmienna, gdyż fundusze europejskie zanotowały średnią dla tego okresu na poziomie 8,3%, podczas gdy fundusze amerykańskie to jedynie wynik na poziomie 2,7%.

Analizując wyniki funduszy w ostatnich latach, należy zaznaczyć, iż długookresowy charakter cyklu inwestycyjnego funduszy i częściowo niezrealizowane inwe-



Legenda: lewa skala – poziom IRR, prawa skala – poziom wskaźnika TVPI.

**Rys. 5.** Kształtowanie się stopy zwrotu IRR oraz wskaźnika TVPI dla amerykańskiego rynku funduszy *venture capital* w latach 1990-2011

Źródło: U.S. venture capital index, Cambridge Associates LCC, marzec 2013, s. 7.

stycje mają wpływ na poziom IRR oraz wskaźnika TVPI. Należy jednak podkreślić, iż poziomy IRR dla okresu 2000-2012 kształtują się na bardzo niskich poziomach i fundusze osiągają niższe stopy zwrotu w porównaniu z indeksami rynków publicznych. Tylko umiejętność wyboru i analizy funduszy znajdujących się w górnym kwartylu gwarantuje osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu przez dostarczenie kapitałów.

## 5. Zakończenie

Inwestycje typu *venture capital* oraz *private equity* są obciążone wysokim ryzykiem straty. Dyspersja stóp zwrotu jest niezwykle duża. W przypadku tej klasy aktywów żadna inna tzw. inwestycja alternatywna nie charakteryzuje się taką rozpiętością stóp zwrotu. Menedżerowie funduszy są więc kluczowym narzędziem i to na nich spoczywa konieczność przeprowadzenia odpowiedniej analizy inwestycji. Wyniki funduszy *venture capital* na rynku zarówno amerykańskim, jak i europejskim świadczą o bardzo niskich ich poziomach. Wydaje się, iż fundusze wysokiego ryzyka odczuwają spowolnienie gospodarcze i brak transakcji IPO na głównych rynkach giełdowych.

## Literatura

- 2012 Pan-European Private Equity Performance Benchmark Study, Thompson Reuters, 2012.  
Gompers P.A., Lerner J., *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, 1999.  
Mendoza J.M., Vermeluen E.P.M., *The New Venture Capital Cycle*, Lex reaserch LTD, 2011.  
NVCA, *Industry overview*, nvca.org.  
Pan-European Survey of Performance – from Inception to 31st December 2004.  
U.S. venture capital index, Cambridge Associates LCC, marzec 2013.