

Joanna Świderska

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

WYBRANE ASPEKTY KAPITAŁOWEGO ZAANGAŻOWANIA QUASI-FUNDUSZY VENTURE CAPITAL W POLSCE

1. Wstęp

Od początku tworzenia i rozwoju rynku *venture capital* w Polsce wszystkie fundusze *venture capital*, które do końca 2005 r. dokonały w naszym kraju co najmniej jednej inwestycji, zgromadziły ponad 14,2 mld PLN, ok. 67% zgromadzonych środków, inwestując w polskie przedsiębiorstwa¹. Dość znaczne zróżnicowanie rozmiarów i aktywności poszczególnych funduszy pozwala na konstruowanie różnorodnych segmentacji polskiego rynku *venture capital*. Dominujący segment tworzą podmioty, których głównym motywem działalności jest dążenie do osiągnięcia jak największych zysków (aspekt komercyjny). Poza segmentem komercyjnym znajdują się natomiast z reguły niewielkie, przynajmniej częściowo oparte na środkach publicznych lub kapitale instytucji pomocowych fundusze, których oferta skierowana jest przede wszystkim do małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju. Ze względu na quasi-komercyjny charakter działania fundusze zaliczane do drugiego z wymienionych segmentów rynku *venture capital* zostały przeze mnie określone mianem quasi-funduszy *venture capital*². Pierwsze fundusze tego typu zaczęły powstawać na początku lat 90., ale okres ich największej aktywności przypadał na koniec ubiegłej dekady³. Po 2000 r. część z nich za-

¹ Obliczenia własne na podstawie [Rocznik 2002/2003/2004/2005..., s. – odpowiednio – 6, 25-27, 23, 23; *EVCA Yearbook...* 2006, s. 229]. Przeliczenia wartości dla poszczególnych lat wyrażonych w EUR lub USD zostały dokonane według kursów wymiany Eurostat. Por. [http://epp.... 2007].

² Definicja przyjęta przeze mnie obejmuje quasi-komercyjne, z reguły niewielkie fundusze tworzone lub funkcjonujące przy kapitałowym zaangażowaniu czynnika publicznego, prowadzące działalność o charakterze lokalnym lub regionalnym albo nakierowaną na wspieranie przedsiębiorczości, innowacyjności i/lub procesów transformacyjnych zachodzących na ograniczonym terytorialnie obszarze, które oferują relatywnie niewielkie porcje kapitału małym i średnim przedsiębiorstwom znajdującym się najczęściej we wczesnych fazach rozwoju.

³ Szczegółowe wyjaśnienia dotyczące kryteriów klasyfikowania poszczególnych funduszy do segmentu quasi-funduszy *venture capital* zostały przeze mnie przedstawione w opracowaniu [Świderska 2007, s. 166-172]. Od początku 1990 r. kryteria te spełnione zostały przez dwanaście podmiotów, z których ponad połowa – według stanu z 31.03.2007 r. – zakończyła już swoją działalność.

częła wygaszać działalność, a nowe fundusze o podobnym charakterze nie powstawały. Dopiero w 2007 r. pojawiły się inicjatywy związane z tworzeniem funduszy załączkowych (*seed capital*) wspomaganych przez fundusze strukturalne Unii Europejskiej.

Segment quasi-funduszy *venture capital* nie stanowił dotychczas przedmiotu szerszych badań, a w opracowaniach zbiorczych dotyczących rozwoju rynku *venture capital* w Polsce uwzględniane były jedynie cząstkowe dane pochodzące z kilku funduszy zaliczanych do tego segmentu. Ze względu na pewną specyfikę ich tworzenia i funkcjonowania problemem było samo sklasyfikowanie do tej grupy poszczególnych podmiotów, co powodowało, że część z nich pozostawała poza oficjalnymi statystykami rynku *venture capital*. Badania prowadzone przeze mnie w ostatnich latach pokazały jednak dużą aktywność inwestycyjną tych podmiotów od początku lat 90. Przedstawienie w artykule wybranych aspektów ich kapitałowego zaangażowania ma na celu m.in. przybliżenie wiedzy na temat związanego z nimi etapu rozwoju rynku *venture capital* w Polsce.

2. Ilościowa i wartościowa struktura zrealizowanych inwestycji

Dwanaście analizowanych quasi-funduszy *venture capital* dysponujących łącznie kapitałem początkowym na poziomie ok. 780 mln PLN w latach 1990-2005 dokonało 374 inwestycji obejmujących wniesienie kapitału własnego i/lub kapitału dłużnego do spółek prowadzących działalność na terenie Polski (tab. 1).

Tabela 1. Średnie wartości inwestycji oraz liczba nowych inwestycji zrealizowanych przez quasi-fundusze *venture capital* w latach 1990-2005

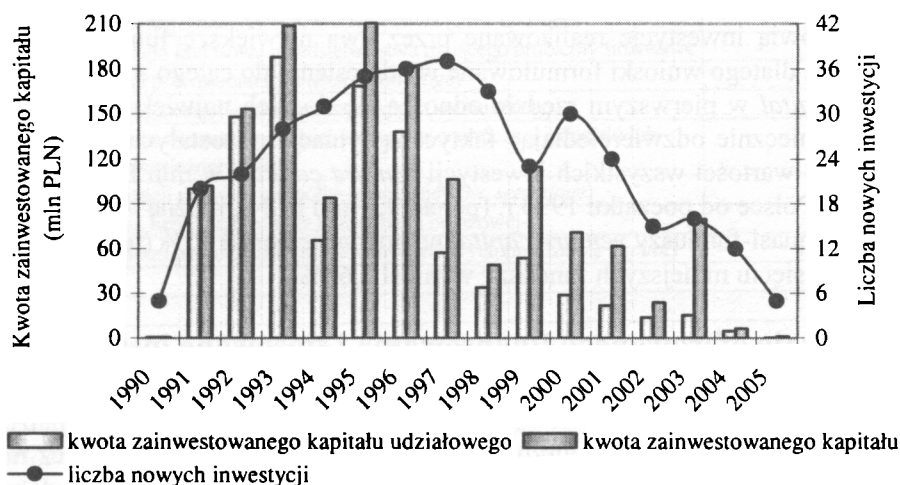
Nazwa quasi-funduszu <i>venture capital</i>	Kapitał zaangażowany (mln PLN)		Liczba nowych inwestycji
	łącznie	udziałowy	
CARESBAC SEAF-Polska Sp. z o.o. SKA	1,24	0,69	52
Towarzystwo Inwestycyjne Dolmel Sp. z o.o.	4,07	3,71	17
Gómośląski Fundusz Restrukturyzacyjny SA	4,34	2,61	13
HALS – Fundusz Kapitałowy Sp. z o.o.	3,82	2,24	9
<i>The Investment Fund for Central and Eastern Europe (IØ)</i>	4,44	2,77	148
Lubelski Fundusz Kapitałowy Sp. z o.o.	0,55	0,34	11
Fundusz Północny SA (NF)	0,55	0,32	8
<i>Polish-American Enterprise Fund (PAEF)</i>	13,63	bd	49
Podlaski Fundusz Kapitałowy Sp. z o.o.	0,53	0,22	20
Regionalne Fundusze Inwestycji Sp. z o.o. (Katowice)	1,00	1,00	1
Regionalne Fundusze Inwestycji Sp. z o.o. (Łódź)	1,76	1,47	3
Towarzystwo Inwestycji Społeczno-Ekonomicznych SA	0,32	0,24	43

Źródło: obliczenia własne na podstawie przeprowadzonych badań oraz [*The Investment Fund*..., 2006, s. 53-55].

Przeciętna wartość inwestycji wynosiła 4,33 mln PLN, w tym kapitał udziałowy wnoszony do przedsiębiorstwa kształtował się na średnim poziomie 3,64 mln PLN.

Równocześnie z badań wynika, że 25% wszystkich inwestycji obejmujących zarówno kapitał udziałowy, jak i dłużny nie przekraczało wartości 0,80 mln PLN (1Q), połowa nie przekroczyła 1,63 mln PLN (2Q), natomiast 25% przekroczyło wartość 12,97 mln PLN (3Q)⁴. Dane te wskazują na znaczenie quasi-funduszy *venture capital* wynikające z możliwości oferowania przez nie niewielkich porcji kapitału i elastycznego dostosowywania się do potrzeb kapitałowych zgłaszanych przez małe i średnie przedsiębiorstwa.

Najwięcej, bo aż 39,6% inwestycji zostało zrealizowanych przez IFCEE. Następny w kolejności CARESBAC SEAF-Polska Sp. z o.o. SKA wyprzedził liczbą zrealizowanych inwestycji (13,9%) amerykański PAEF (13,1%), dysponując kapitałem 10-krotnie od niego mniejszym, co daje wyobrażenie o przeciętnej wielkości pojedynczej inwestycji obu funduszy. Z kolei niewielkie Towarzystwo Inwestycji Społeczno-Ekonomicznych SA zrealizowało 11,5% wszystkich inwestycji, dysponując kapitałem ponad 2-krotnie mniejszym niż CARESBAC. Udział pozostałych funduszy (oprócz PFK Sp. z o.o.) nie przekroczył poziomu 5% ogółu inwestycji. Największe natężenie działalności inwestycyjnej quasi-funduszy *venture capital* w aspekcie ilościowym przypadło na lata 1995-1998 (rys. 1), w których przeciętnie realizowano 9,4% wszystkich nowych inwestycji (35,25 spółki rocznie).



Rys. 1. Aktywność inwestycyjna quasi-funduszy *venture capital* w latach 1990-2005

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Największe natężenie działalności inwestycyjnej z punktu widzenia wartości zainwestowanego kapitału (zarówno kapitału udziałowego, jak i kapitału łącznie) wystąpiło

⁴ W tej ostatniej grupie znalazły się wyłącznie inwestycje dokonywane przez IFCEE oraz PAEF, które operowały zgromadzonym kapitałem (odpowiednio: 225 mln PLN i 390 mln PLN) znacznie większym niż pozostałe (w granicach od kilku do kilkunastu mln PLN).

natomiast w latach 1992-1993 oraz 1995-1996, w których średnia roczna wartość zainwestowanego kapitału udziałowego stanowiła 15,4% wartości inwestycji w kapitał własny ogółem (160,68 mln PLN), a średnia roczna wartość zainwestowanego kapitału ogółem – 12,9% wartości wszystkich inwestycji (188,63 mln PLN).

Łączna wartość zainwestowanego kapitału wyniosła prawie 1,5 mld PLN (tab. 2), przekraczając o ponad 88% wartość kapitałów pozostających w dyspozycji wszystkich quasi-funduszy *venture capital*. Może to świadczyć o efektywności podejmowanych przez te fundusze decyzji inwestycyjnych, dzięki którym zwiększyły się ich zdolności inwestycyjne.

Tabela 2. Wartość kapitału (mln PLN) zainwestowanego przez quasi-fundusze *venture capital* w latach 1990-2005

Kapitał	CARE	Dolm	GFR	HALS	IØ	LFK	NF	PAEF	PFK	RFI K	RFI Ł	TISE	Razem
Udziałowy	33,7	59,3	34,8	19,6	229,8	3,7	2,2	640,2	3,5	1,0	4,4	7,9	1040,1
Dłużny	27,2	5,7	20,9	13,8	343,2	2,3	2,2		7,5	0,0	0,9	2,9	426,6
Łącznie	60,9	65,1	55,7	33,3	573,0	6,0	4,4	640,2	11,0	1,0	5,3	10,8	1466,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Równocześnie jednak należy mieć na uwadze, że 82,7% zainwestowanych kapitałów stanowią inwestycje realizowane przez dwa największe fundusze: IFCEE oraz PAEF, dlatego wnioski formułowane w odniesieniu do całego segmentu rynku *venture capital* w pierwszym rzędzie odnoszą się do tych największych podmiotów, niekoniecznie odzwierciedlając faktyczną sytuację pozostałych. Odnosząc te wartości do wartości wszystkich inwestycji *venture capital* (w mln PLN) zrealizowanych w Polsce od początku 1990 r. (ponad 9,5 mld PLN), można wskazać udział inwestycji quasi-funduszy *venture capital* na poziomie ponad 15% (ten sam wskaźnik dla dziesięciu mniejszych funduszy wyniósł 2,65%).

3. Rodzaje oferowanego finansowania i stosowane instrumenty finansowe

Zakres zaangażowania funduszu *venture capital* oraz realizowana przez niego strategia inwestycyjna są ściśle związane z fazą rozwoju spółki, stanowiąc dobraną do potrzeb przedsiębiorstwa kombinację właścicielskich i quasi-właścicielskich instrumentów finansowych. Dla przedsiębiorstwa najważniejsze są wielkość oraz struktura (rodzaje instrumentów finansowych) wnoszonego kapitału, które zadecydują nie tylko o możliwościach jego rozwoju i możliwościach pozyskania w przyszłości ewentualnych dodatkowych źródeł finansowania, ale także ukształtują poziom możliwej ingerencji funduszu w proces zarządzania przedsiębiorstwem. Dla funduszu natomiast jednym z ważniejszych kryteriów jest dochodowość oferowanych instrumentów finansowych w dużej mierze uzależniona od wielkości ryzyka występującego po stronie konkretnego podmiotu zmieniającego się wraz z kolej-

nymi stadiami jego rozwoju. Ze względu na zależność dochód–ryzyko kształtującą zakres zaangażowania funduszu *venture capital* charakterystykę rodzajów oferowanego przez niego finansowania przedstawia się zazwyczaj w relacji do faz rozwoju przedsiębiorstwa, w większości przypadków odnosząc je do teorii cyklu życia produktu [Tamowicz 1995, s. 75].

Aktywność inwestycyjna quasi-funduszy *venture capital* z założenia miała być skierowana do przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju, stanowiąc tym samym jeden ze sposobów zapewnienia luki kapitałowej na poziomie relatywnie niewielkich kwot poszukiwanego kapitału. Charakterystyka ilościowego zaangażowania analizowanych funduszy z punktu widzenia stadium finansowania przedsiębiorstw (tab. 3), zwłaszcza w porównaniu ze strukturą inwestycji ogółu funduszy *venture capital* funkcjonujących w Polsce w latach 2004-2005, potwierdza te założenia i równocześnie uwypukla istniejące zróżnicowanie preferencji inwestycyjnych obu wymienionych grup.

Tabela 3. Charakterystyka zaangażowania quasi-funduszy *venture capital* w spółkach portfelowych

Lp.	Stadium finansowania przedsiębiorstwa	Odsetek liczby spółek
1	Etap rozwoju przedsiębiorstwa (<i>development stage</i>)	45,1
2	Etap początkowej działalności przedsiębiorstwa (<i>start-up stage</i>)	26,5
3	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstwa mającego problemy finansowe	8,6
4	Etap ekspansji przedsiębiorstwa (<i>expansion stage</i>)	5,6
5	Prywatyzacja przedsiębiorstwa państwowego (komunalnego)	4,3
6	Wyodrębnienie w ramach przedsiębiorstwa autonomicznej jednostki lub utworzenie niezależnej spółki	2,5
7	Etap krystalizacji pomysłu na spółkę (etap zasiewów, <i>seed stage</i>)	1,9
8	Finansowanie fuzji i przejęć oraz konsolidacji branżowej	1,9
9	Finansowanie za pomocą instrumentów hybrydowych (<i>mezzanine capital</i>)	1,2
10	Pozostałe	2,4
Razem		100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Analiza wskazuje na ilościową dominację inwestycji quasi-funduszy *venture capital* finansujących rozwój przedsiębiorstw już istniejących, ale na kolejnym miejscu znalazły się inwestycje finansujące utworzenie i rozruch przedsiębiorstw (30,9% podmiotów – poz. 2, 6, 7). Marginalne znaczenie mają natomiast inwestycje finansujące tzw. kapitał wymiany oraz wykupy⁵.

Jedną z konsekwencji tak określonych preferencji inwestycyjnych quasi-funduszy *venture capital* co do istoty tej formy finansowania pozostających w obszarze charakterystyki ogółu funduszy jest skierowanie oferty kapitałowej przede wszystkim do sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Większość fundu-

⁵ Uwzględnienie inwestycji realizowanych przez PAEF zmienia te proporcje w kierunku zwiększenia udziału *replacement capital* (w początkowym etapie swojej działalności PAEF finansował prywatyzację przedsiębiorstw państwowych) oraz *start-up*.

szy komercyjnych charakteryzuje relatywnie małe zaangażowanie kapitałowe w tym sektorze, co znajduje również odzwierciedlenie w strukturze ich portfela inwestycyjnego rozpatrywanego z punktu widzenia faz rozwoju dokapitalizowanych przedsiębiorstw. Inaczej jest w segmencie quasi-funduszy *venture capital* – ponad 88% spółek portfelowych dziesięciu mniejszych funduszy, dla których udało się zgromadzić dane, na koniec pierwszego roku inwestycji funduszu zatrudniało mniej niż 250 pracowników, w tym 79% – mniej niż 49 pracowników, a 40% – mniej niż 9 osób. Można zatem stwierdzić, że quasi-fundusze *venture capital* odgrywają istotną rolę w dostarczaniu kapitału własnego małym i średnim przedsiębiorstwom. Nie oznacza to jednak, że są w stanie zappełnić lukę kapitałową na rynku kapitału wysokiego ryzyka, ponieważ potrzeby finansowe zgłaszane przez przedsiębiorstwa na ogół kilkakrotnie przekraczają wartość kapitałów pozostających w dyspozycji funduszy.

Ostatnim analizowanym przeze mnie aspektem działalności inwestycyjnej quasi-funduszy *venture capital* są formy przekazywania przez nie środków finansowych spółkom portfelowym. Różnorodność sposobów finansowania za pomocą *venture capital* determinuje bowiem istnienie wielu możliwości kształtowania form prawnych realizowanych inwestycji i związanych z nimi zobowiązań. Ze względu na to, że istota wsparcia finansowego funduszy *venture capital* sprowadza się do partycypowania w kapitale własnym przedsiębiorstwa, podstawowymi instrumentami finansowymi wykorzystywanymi do przeprowadzenia transferu kapitałowego są papiery wartościowe o charakterze majątkowym, przy czym wybór konkretnego rodzaju waloru uwzględnia aspekt prawny, finansowy i podatkowy (możliwość wywierania bezpośredniego wpływu na działalność podmiotu, ograniczenia poziomu odpowiedzialności do wysokości wniesionych udziałów, uzyskania uprzywilejowania w stosunku do pozostałych wspólników itp.) [Węclawski 1997, s. 150-151]. W praktyce najczęściej stosowane są akcje zwykłe i uprzywilejowane, udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, sumy komandytowe, obligacje zamienne i wymienne na akcje/udziały, a także udziały udokumentowane w innych papierach wartościowych⁶. Fundusze *venture capital* mają możliwość wyboru określonego waloru, stąd stosowane przez nie często preferencje co do formy prawnej finansowanego podmiotu, wiążące się niekiedy z koniecznością jej zmiany dla uzyskania finansowania.

Transfer kapitału z quasi-funduszy *venture capital* do przedsiębiorstw poprzez instrumenty finansowe o charakterze majątkowym (tab. 4) najczęściej dokonywany był w drodze nabycia nowo tworzonych udziałów (zwykłych i uprzywilejowanych)

⁶ Przykładem może być np. umowa typu *sale and lease back* jako jeden z rodzajów finansowania pozabilansowego, polegająca na sprzedaży przez przedsiębiorstwo na rzecz funduszu *venture capital* określonych aktywów przy jednoczesnym podpisaniu umowy leasingowej zezwalającej na ich użytkowanie w zamian za określoną opłatę. W segmencie quasi-funduszy *venture capital* nie natrafiono na ślady zawierania umów tego typu, chociaż finansowanie leasingowe w kilku przypadkach występowało, co może stanowić podstawę do twierdzenia o obecności *sale and lease back*.

w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością (33,4%). W następnej kolejności występowało nabywanie akcji/udziałów od dotychczasowych właścicieli (12,4%) oraz obejmowanie akcji imiennych zwykłych i uprzywilejowanych nowej emisji (8,5%). Tym samym praktyka quasi-funduszy *venture capital* nieznacznie odbiegała od praktyki stosowanej przez ogół funduszy, w których inna była kolejność najczęściej stosowanych instrumentów. W sytuacji konieczności pokrycia strat wygenerowanych przez spółki w latach poprzednich quasi-fundusze *venture capital* stosowały również dopłaty do kapitału zapasowego (w celu podwyższenia kapitałów własnych), które z punktu widzenia realizacji ich celów komercyjnych nie stanowią instrumentu najbardziej efektywnego.

Tabela 4. Formy zaangażowania kapitałowego najczęściej stosowane przez quasi-fundusze *venture capital*

Lp.	Forma zaangażowania kapitałowego	Odsetek inwestycji
1	Udzielenie pożyczki na zasadach komercyjnych, zabezpieczonej udziałami	26,51
2	Nabycie nowo tworzonych udziałów zwykłych w sp. z o.o.	25,36
3	Nabycie akcji/udziałów od dotychczasowych właścicieli	12,39
4	Nabycie nowo tworzonych udziałów uprzywilejowanych w sp. z o.o.	8,07
5	Nabycie akcji imiennych zwykłych nowej emisji	4,90
6	Nabycie akcji imiennych uprzywilejowanych nowej emisji	3,46
7	Udzielenie pożyczki podporządkowanej	3,46

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Oprócz kapitału własnego spółki portfelowe uzyskiwały od quasi-funduszy *venture capital* również kapitał dłużny uzupełniany dość często kapitałem pochodzącym z innych instytucji finansowych. Analizowane podmioty najczęściej kapitał dłużny przekazywały w postaci pożyczek o charakterze komercyjnym (26,5%), co oznacza, że ich oprocentowanie nie odbiegało zasadniczo od cen rynkowych i quasi-komercyjny charakter tych funduszy nie miał w takich sytuacjach znaczenia. Relatywnie często, jak na warunki polskie, występowały również pożyczki podporządkowane w klasyfikacji rodzajów finansowania kapitałem wysokiego ryzyka zaliczane do *mezzanine capital*. Trudno jednak wskazać, na ile spełniały one kryteria przyporządkowania do *mezzanine capital*, ponieważ w dużej mierze zostały w ten sposób sklasyfikowane przez same fundusze, natomiast w dokumentach źródłowych nie natrafiono na potwierdzenie ich wyjątkowego charakteru. Zwraca natomiast uwagę nieliczne wykorzystywanie przez te fundusze dłużnych papierów wartościowych (np. obligacji). Częściej stosowane było nawet finansowanie za pomocą leasingu.

Analiza rodzajów finansowania oferowanego przez quasi-fundusze *venture capital* oraz stosowanych w tym celu instrumentów finansowych wskazuje, że podmioty te spełniały znacznie większą rolę niż tylko dostarczanie kapitału własnego małym i średnim przedsiębiorstwom. Można zatem przypuszczać, że zakres funkcji pełnionych przez nie w małych i średnich przedsiębiorstwach wykraczał poza pra-

wa i obowiązki właścicielskie, co zresztą staje się normą we wszystkich funduszach *venture capital*.

4. Podsumowanie

Segment quasi-komercyjnych, niewielkich funduszy *venture capital* finansowanych w dużej mierze ze środków publicznych odegrał istotną rolę w rozwoju rynku *venture capital* w Polsce, o czym świadczą zarówno ilościowe, jak i wartościowe statystyki zaangażowania kapitałowego tych podmiotów na przestrzeni lat 1990-2005. Specyfika ich funkcjonowania, w dużej mierze decydująca o ich znaczeniu w oferowaniu kapitału wysokiego ryzyka, wynika zarówno z preferencji stosowanych wobec małych i średnich przedsiębiorstw, jak i akceptowania – w znacznie większym stopniu niż w segmencie komercyjnym – finansowania wczesnych faz rozwoju przedsiębiorstw. Potencjalne znaczenie wynika także ze zdolności do elastycznego reagowania na indywidualne, często niewielkie potrzeby finansowe małych przedsiębiorstw oraz regionalnego ukierunkowania preferowanych inwestycji. Quasi-komercyjny charakter ich działania wynikający z zaangażowania czynnika publicznego z reguły nie oznacza zasadniczych różnic w wysokości oprocentowania stosowanych przez nie instrumentów finansowych, chociaż z technicznego punktu widzenia istnieje możliwość obniżenia kosztu oferowanego kapitału.

Wydaje się, że dokładne poznanie doświadczeń i efektów funkcjonowania tego typu podmiotów może być interesujące nie tylko dla teoretyków rynku finansowego, ale również dla przedstawicieli samorządu i praktyków odpowiedzialnych za konstruowanie instrumentów finansowych odpowiadających potrzebom małych i średnich przedsiębiorstw. W kontekście rosnącego zapotrzebowania na zróżnicowane formy wsparcia wykorzystujące środki publiczne znaczenia nabiera również problem wykorzystania funduszy pomocowych Unii Europejskiej w procesie tworzenia nowych quasi-funduszy *venture capital* wspierających działalność innowacyjną małych i średnich przedsiębiorstw.

Literatura

- EVCA Yearbook 2006, EVCA, Zaventem, Belgium 2006.
<http://epp.eurostat.cec.int/portal/>, 31.03.2007.
Rocznik 2002/2003/2004/2005, PSIK, Warszawa.
Świdarska J., *Interpretacja pojęcia i klasyfikacja quasi-funduszy venture capital*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2007.
Tamowicz P., *Fundusze inwestycyjne typu venture capital*, IBnGR, Gdańsk 1995.
The Investment Fund for Central and Eastern Europe. Annual Report 2005, IFU, Copenhagen 2006.
Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.

CHOSEN ASPECTS OF CAPITAL COMMITMENT OF VENTURE CAPITAL QUASI-FUNDS IN POLAND

Summary

Venture capital quasi-funds having together about 780 mln PLN capital, between 1990 and 2005 made 374 investments, which included financing, in the form of equity and/or debt, firms running a businesses in Poland. The article shows the results of a wider research conducted by the author, concerning chosen aspects of capital commitment of entities mentioned above from the beginning and development of venture capital market in Poland.