

Mgr Marta Czyżewska
Zakład Rachunkowości
Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie

Rola funduszy *venture capital/private equity* w działalności innowacyjnej przedsiębiorstw. Prezentacja wyników badań

Wstęp

Celem artykułu jest prezentacja wyników badań przeprowadzonych wśród funduszy *venture capital* prowadzących działalność w Polsce oraz przedsiębiorstw portfelowych tych funduszy. Motywem przeprowadzonych badań wśród funduszy *venture capital* było przede wszystkim zebranie opinii funduszy na temat warunków funkcjonowania w Polsce, identyfikacja istniejących barier oraz wskazanie pożądaných przez fundusze zmian. Powodem badań prowadzonych wśród przedsiębiorstw innowacyjnych, niekorzystających z *venture capital*, była identyfikacja poziomu znajomości istoty *venture capital* wśród menedżerów polskich przedsiębiorstw oraz zamiarów jego wykorzystania w finansowaniu działalności. Badaniami objęto także przedsiębiorstwa z udziałem *venture capital* i tu głównym celem było zebranie opinii wartościujących *venture capital* jako źródło finansowania działalności przedsiębiorstw oraz ocena współpracy przedsiębiorców (menedżerów) z funduszami *venture capital*, zwłaszcza pod względem jakości pomocy doradczej, świadczonej dla tych przedsiębiorstw, oraz roli tego źródła w kreowaniu wartości przedsiębiorstw.

Wywiady zostały przeprowadzone w 2003 r. i 2005 r.¹ w formie ankiety pocztowej lub wywiadu bezpośredniego. Badaniami objęto następujące podmioty: fundusze *venture capital* działające w Polsce, przedsiębiorstwa innowacyjne, należące do portfeli funduszy *venture capital*, przedsiębiorstwa prowadzące działalność innowacyjną, niewykorzystujące *venture capital*. Zebrano 25 ankiet od funduszy, 211 – od przedsiębiorstw wdrażających innowacje oraz 38 zwrotów od przedsiębiorstw z udziałem *venture capital*.

Tendencje na rynku *venture capital* w Polsce – kilka spostrzeżeń

W Polsce *venture capital*, rozumiany jako inwestycje w przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju, praktycznie zanika. Bardziej adekwatne dla specyfiki polskiego rynku jest szersze pojęcie *private equity*, obejmujące inwestycje kapitałowe w przedsiębiorstwa nienotowane na giełdzie papierów wartościowych. Inwestycje tego typu mogą być dokonane w celu rozwoju nowych produktów i technologii, zwiększenia poziomu kapitału obrotowego w przedsiębiorstwie, dokonania fuzji lub przejęć albo wzmocnienia bilansu przedsiębiorstwa².

Z przeprowadzonych badań wynika, iż fundusze *venture capital* w Polsce są mniej skłonne do inwestowania w małe firmy, swoją uwagę skupiają głównie na przedsiębiorstwach średnich, zatrudniających od 50-250 pracowników. Tylko co trzecie badane przedsiębiorstwo z udziałem *venture capital* istnieje na rynku nie dłużej niż 5 lat. Fundusze inwestujące środki o krajowym pochodzeniu

¹ W 2005 r. powtórne badania przeprowadzono wśród przedsiębiorstw portfelowych funduszy *venture capital*, badanych w I turze, tj. w 2003 r.

² Definicja European Private Equity and Venture Capital Association, www.evca.com.

przeważnie inwestowały nie więcej niż 1 mln USD w jedno przedsięwzięcie, zwykle w przedsięwzięcia znajdujące się w początkowych stadiach rozwoju: fazie zasiewów bądź uruchomienia. Fundusze zarządzające kapitałami pozyskanymi z międzynarodowych instytucji (m.in. EBOR, IFC) w jedno przedsięwzięcie inwestują znacznie większy kapitał (ok. 10 mln USD).

Przedsiębiorstwa z udziałem *venture capital* częściej niż niekorzystające z tego źródła finansowania współpracują z zagranicznymi kontrahentami i eksportują swoje wyroby i usługi.

Sytuacja przedsiębiorstw pod względem uzyskiwanych wyników – zwłaszcza z udziałem *venture capital* – w latach 2002-2003 nie była najlepsza. 37% badanych nie osiągało zysków, a co trzecie deklarowało niski ich poziom. Nieco lepiej sytuacja przedstawiała się w przedsiębiorstwach bez *venture capital*.

Przeprowadzone badania potwierdziły wysoką podatność rynku *venture capital* na wahania koniunktury (*boom and bust industry*) – przedsiębiorstwa z udziałem tego źródła kapitału prosperują wyjątkowo dobrze w okresie wzrostu gospodarczego, natomiast w sytuacji dekoniunktury ich sytuacja często bywa wyjątkowo dramatyczna.

Najwięcej przedsiębiorstw z udziałem *venture capital* przyznało, iż ma niską płynność finansową (56%), tylko co czwarte twierdziło, że jest ona dobra. Dla porównania – w przedsiębiorstwach wdrażających innowacje, ale niekorzystających z *venture capital* dobrze i średnio oceniło płynność 3/4 badanych przedsiębiorstw.

Rola funduszy *venture capital* w działalności przedsiębiorstw.

Ocena współpracy przedsiębiorstw z funduszami

O znaczącej roli *venture capital* – co rozumiałe – dużo bardziej są przekonane przedsiębiorstwa, którym udało się zdobyć ten kapitał (89%), przy czym żadne z nich nie neguje znaczenia tego sposobu finansowania rozwoju przedsiębiorstw. W przypadku przedsiębiorstw innowacyjnych, niewykorzystujących *venture capital*, o wyjątkowej wadze tych funduszy jest przekonana ponad połowa badanych.

Zasadniczym problemem, który należy podkreślić, jest bardzo niska znajomość istoty *venture capital* wśród przedsiębiorców niefinansujących działalności z tego źródła. Respondenci (zatrudnieni na stanowiskach prezesa, dyrektora finansowego lub głównego księgowego) niejednokrotnie nie posiadali żadnej wiedzy na ten temat, a pojęcie *venture capital* bywało mylone np. ze spółkami *joint venture*. Potrzeba intensywnego informowania o działalności funduszy okazuje się więc działaniem koniecznym, by interesujące pomysły trafiły do oczekujących inwestorów. Przedsiębiorstwa posiadające udziały zagranicznych inwestorów przed pozyskaniem kapitału z funduszu *venture capital* były lepiej poinformowane o potencjalnych źródłach finansowania, zwłaszcza iż zainwestowany w nich kapitał pochodził z krajów, gdzie rynek *venture capital* jest dobrze rozwinięty (m.in. USA, Niemcy, Wielka Brytania, Holandia). Prawie wszystkie przedsiębiorstwa korzystające z *venture capital* zamierzają ponownie starać się o pozyskanie tego kapitału w przyszłości.

Fundusze *venture capital* – zdaniem badanych menedżerów przedsiębiorstw – w istotny sposób wpływają na wartość finansowanych przedsiębiorstw w Polsce. Wnoszone przez nie *know-how* badani menedżerowie przedsiębiorstw z udziałem *venture capital* określili jako: „pełen profesjonalizm i zaangażowanie”, „pomoc i pilnowanie”, „bardzo dobra znajomość zasad zarządzania finansami”, „pozytywne podejście”, „tempo zmian, precyzja w działaniu”, „znaczną głębokość kontroli bieżącej; choć czasami r stwierdzali, iż otrzymali „za mało pomocy organizacyjnej”.

9 na 10 badanych przedsiębiorstw jest zadowolonych ze współpracy z funduszem *venture capital*, w tym zdecydowanie taką opinię wyraziło aż 62% badanych.

Podczas drugiej tury badań prowadzonych w 2005 r. w większości przedsiębiorstw (w 18 z 26) fundusz nie był już obecny, zatem możliwe było dokonanie kompleksowej i bardziej wiarygodnej oceny współpracy z funduszami oraz ich wkładu „doradczego” w tworzenie wartości przedsiębiorstwa. Nieznacznie zwiększył się poziom niezadowolenia w stosunku do ocen w pierwszej serii badań, tj. na ocenę mierną, czyli 2 w skali 1-5, oceniły współpracę z funduszem 4 przedsiębiorstwa, tj. 15,4%, dostatecznie – 11,5%, zaś bardzo dobrze i dobrze – aż 61,5%,

Spośród 24 respondentów, którzy udzielili odpowiedzi na to pytanie, 19 poleciłoby „swój” fundusz innym przedsiębiorcom, uzasadniając odpowiedź następująco: „elastyczność działania, efektywny nadzór”, „fachowość i szybkość decyzji”, „dobry fundusz”, „duże kompetencje, kompetentne, szybkie decyzje”, „pełen profesjonalizm i zaangażowanie w wybrane projekty organizacyjne oraz zaufanie”, „pomoc i doświadczenie”, „dobrzy i wartościowi ludzie, elastyczni”, „uczciwi, postępują według zasad etyki, nie uczą unikania płacenia podatków”. Jednakże 4 respondentów zdecydowanie nie poleciłoby innym „swego” funduszu konkludując, iż „lepiej szukać innych źródeł kapitału”³.

Najważniejsze elementy, które – zdaniem doświadczonych we współpracy z funduszami *venture capital* przedsiębiorców – powinny stanowić atuty przedsiębiorstw planujących starać się o *venture capital* w przyszłości, to: solidnie przygotowany realistyczny biznesplan, kierownictwo (wykształcone i odnoszące sukcesy w branży), przedstawienie możliwości i sposobu wyjścia, a przede wszystkim oryginalny pomysł.

Warunki rozwoju rynku *venture capital*

65% badanych funduszy pozytywnie oceniło warunki inwestowania w Polsce, negatywnie zaś postrzega je 17% menedżerów zarządzających funduszami *venture capital*. W uzasadnieniu pozytywnej oceny respondenci wskazywali przede wszystkim na duży potencjał gospodarczy Polski, stabilizację gospodarczą (niska inflacja, oczekiwany duży wzrost gospodarczy przy podobnym do krajów zachodnioeuropejskich ryzyku), możliwość zatrudnienia wykształconych i względnie tanich pracowników. Szans własnego rozwoju fundusze upatrują w znacznej liczbie przedsiębiorczych podmiotów o wysokim potencjale wzrostu i dużym zapotrzebowaniu na kapitał, dostrzegając m.in. możliwości wzrostu i budowy przewagi konkurencyjnej w różnych niszach rynkowych, a także przeniesienia niektórych, sprawdzonych w Europie Zachodniej „wzorców”.

Wśród negatywnych ocen warunków inwestowania w Polsce wskazano na niską konkurencyjność polskiej gospodarki, niedorozwój rynku kapitałowego jako potencjalnego miejsca dla wyjść z inwestycji, wiele niedoskonałości i zawiłości w przepisach prawnych, skomplikowane procedury administracyjne, a także niski popyt konsumpcyjny oraz niedobór interesujących projektów inwestycyjnych. Fundusze zagraniczne twierdzą, iż prowadzona polityka nie zachęca inwestorów zagranicznych do inwestowania w Polsce.

Czynniki podnoszące atrakcyjność dla działalności funduszy *venture capital* w Polsce to (zwłaszcza dla zagranicznych) możliwość zatrudnienia kadry menedżerskiej (43%) oraz kwalifikacje kadry zarządzającej w polskich przedsiębiorstwach (48%).

³ Por. Heterogeniczne zachowania funduszy *venture capital* (w zależności od fazy inwestycji, wielkości zainwestowanego kapitału, czasu spędzonego w radzie nadzorczej) potwierdzają badania przeprowadzone przez L. Bottazzi i M. Da Rin. Pokazują one, iż fundusze, inwestując w przedsiębiorstwa „w przededniu” ich wejścia na giełdę, szukają tylko okazji do „szybkich zysków”, nie wnosząc znacznego wkładu we wzrost przedsiębiorstw (zob. L. Bottazzi, M. Da Rin, *When do Venture Capitalists Add Value?*, Università degli Studi del Piemonte Orientale Amedeo Avogadro, May 2003, <http://www.eco.unipmn.it/eventi/innovarepercompetere/bottazzi-darin-vcav.pdf>).

Tab. 1. Warunki prowadzenia działalności przez fundusze *venture capital*
– ocena wpływu wybranych czynników.

Czynnik	wpływ negatywny (w %)			wpływ pozytywny (w %)		
	ważny	mniej ważny	nieważny	nieważny	mniej ważny	ważny
	-3	-2	-1	1	2	3
możliwość zatrudnienia kadry menedżerskiej				4,35	17,39	43,48
kwalifikacje menedżerów polskich spółek			13,04		4,35	47,83
zachęty inwestycyjne	13,04	13,04	4,35	13,04	4,35	13,04
koszty pracy	13,04	8,70		4,35	26,09	17,39
koszty inne, niż koszty pracy	13,04	13,04	4,35	4,35	8,70	21,74
przepisy prawne	47,83	4,35	4,35			4,35
funkcjonowanie rynku kapitałowego	17,39	4,35		4,35	26,09	8,70
potencjał badawczo-rozwojowy		4,35	4,35	21,74	17,39	8,70
dostęp do rynku polskiego	8,70	8,70		4,35	4,35	30,43
ryzyko inwestowania	30,43	8,70		4,35	4,35	13,04
interwencjonizm państwowy	30,43	17,39	4,35	4,35		4,35
przepisy podatkowe	56,52	4,35				4,35
klimat inwestycyjny	17,39	13,04		8,70	4,35	13,04
poziom innowacyjności polskiej gospodarki	21,74	13,04		4,35	13,04	13,04
współpraca między jednostkami B+R a przedsiębiorstwami	13,04	17,39	4,35	8,70	4,35	8,70
współpraca z administracją centralną	13,04	17,39	17,39	4,35	4,35	4,35
współpraca z administracją lokalną	8,70	17,39	21,74		17,39	

Źródło: Opracowanie własne.

Zachęty inwestycyjne, koszty pracy i inne koszty to czynniki, w przypadku których respondenci prezentowali bardzo rozbieżne opinie, zarówno co do kierunku wpływu (pozytywny, negatywny), jak i wagi w działalności funduszy *venture capital*. Koszty pracy częściej oceniane są pozytywnie (jako względnie niskie), choć zdaniem co czwartego funduszu jest to czynnik mniej ważny. Inne koszty, niż koszty pracy, to bardzo ważny czynnik wpływający jednakże korzystnie na warunki prowadzenia działalności *venture capital* w Polsce. Dostęp do rynku polskiego jest ważny (zwłaszcza dla funduszy o zasięgu międzynarodowym) – pozytywnie ocenia go 30% badanych. Mimo dostrzeganych niedoskonałości funkcjonowanie rynku kapitałowego oddziałuje pozytywnie, zdaniem 35% badanych, ale co czwarty respondent twierdzi, iż jest to czynnik drugorzędny. Badania potwierdzają⁴, iż funkcjonowanie aktywnego rynku kapitałowego jest warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym dla rozkwitu rynku *venture capital*.

⁴ R. Becker, T. Hellmann, *The Genesis of Venture Capital: Lessons from German Experience*, „Research Paper Series” 2000, July.. Zob także: B.S. Black, R.J. Gilson, *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets*, „Journal of Financial Economics” 1998, no. 47(3), s. 247-277; B.S. Black, R.J. Gilson, *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999, no. 36-38.

Potencjał badawczo-rozwojowy został przez 21% respondentów oceniony jako nieważny czynnik, natomiast pozytywnie, ale jako mniej ważny – przez 17%.

Fundusze najczęściej krytykują przepisy prawne (52%), w tym podatkowe (61%). Interwencjonizm państwowy, czyli ingerencja państwa w postaci wszelkich działań w sferze kreowania warunków dla inwestowania *venture capital*, jest oceniany negatywnie przez 48% funduszy. Poziom innowacyjności polskiej gospodarki – choć ważny – jest postrzegany negatywnie przez 35% badanych. Prawie co trzeci badany podkreśla niekorzystny wpływ nieefektywnie funkcjonującego systemu transferu technologii z jednostek prowadzących działalność B+R do przedsiębiorstw, a także brak współpracy i pomocy ze strony instytucji publicznych (administracji), zarówno szczebla centralnego, jak i – choć nieco rzadziej – lokalnego.

Bariery rozwoju rynku *venture capital* i innowacyjności w Polsce oraz pożądanymi kierunkami zmian

Najczęstsze przeszkody, z którymi na co dzień zmagają się badane przedsiębiorstwa, to silna konkurencja, brak środków finansowych oraz ściągalność należności. Ta ostatnia wskazywana jest najczęściej wśród przedsiębiorstw bez udziału *venture capital*. Bariery rozwoju rynku *venture capital* w Polsce, zidentyfikowane przez reprezentantów badanych funduszy, można usystematyzować następująco:

- **prawne** (niestabilne, niespójne i zagmatwane przepisy):
„niemożność pozyskania kapitału od polskich funduszy emerytalnych i inwestycyjnych”,
„żaden z funduszy nie jest zarejestrowany w Polsce, w rachubę wchodzi USA, Holandia, różne raje podatkowe⁵”,
„kodeks spółek handlowych, ustawa o obligacjach (np. kwestie przekształceń spółek osobowych w kapitałowe – wiele metod, brak metodologii)”,
„skomplikowane procedury prywatyzacyjne”,
„niekorzystna sytuacja inwestorów mniejszościowych”,
- **rynkowe**:
„jeszcze stosunkowo słabo rozwinięty rynek kapitałowy, ograniczający możliwości wyjścia poprzez ofertę publiczną (brak dostatecznej liczby inwestorów strategicznych, trudny placement, wysokie koszty, nieefektywna wycena na GPW)”,
„wysoki stopień ryzyka inwestycyjnego regionu CEE”,
„niski poziom edukacji inwestorów krajowych oraz kadry zarządzającej”,
„nadpodaż kapitałów w stosunku do ilości ciekawych projektów (zainteresowanie nie przekłada się na biznes plany, problem nieumiejętności skryzalizowania strategii działania)”,
„niski poziom znajomości istoty *venture capital* i *private equity*”,
„brak sprzyjającego klimatu dla inwestycji”,
- **instytucjonalno-administracyjne**:
„niewydolność systemu sądowego i egzekucji prawnej”,
„zbyt duża biurokracja⁶”,
„brak refinansowania z budżetu państwa, gwarancji, państwo nie stymuluje gospodarki”,
„wysoki poziom interwencjonizmu państwowego”.

⁵ W przypadku funduszy o międzynarodowym zasięgu ich rejestracja w jurysdykcjach „przychylnych” podatkowo jest elementem planowania podatkowego.

⁶ Dla porównania, według badań EBOiR, menedżerowie polskich firm poświęcają około 9,5% swojego czasu na kontakty z administracją, rosyjscy natomiast 9%, węgierscy i słowaccy – 7%, a czescy – zaledwie 2,5%. (EBRD, *Transition Report 2002*, London 2002, za: R. Woodward, M. Górzyński, *Wpływ otoczenia instytucjonalno-prawnego na rozwój Gospodarki Opartej na Wiedzy w Polsce*, <http://www.case.com.pl/plik--2242416.pdf?nlang=19>).

Badanych menedżerów zarządzających funduszami poproszono także o zasugerowanie propozycji zmian, które mogłyby, ich zdaniem, ułatwić funkcjonowanie funduszy *venture capital* w Polsce. Propozycje te w głównej mierze były postulatami o zwiększenie jasności przepisów i zmniejszenie biurokracji. Najczęściej postulowano dopuszczenie do inwestowania w fundusze *venture capital* i ułatwienia dla Otwartych Funduszy Emerytalnych, banków i instytucji ubezpieczeniowych, zwiększenie dostępu do rynku kapitałowego, uproszczenie procedur związanych z zakładaniem nowych przedsiębiorstw, procedur administracyjnych i sądowych, poprawę ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych i etyki w zarządzaniu, utworzenie zachęt podatkowych (na wzór BES w Wielkiej Brytanii⁷).

Poprawie innowacyjności – w opinii badanych menedżerów funduszy *venture capital* – najlepiej służyć będzie wzrost edukacji społeczeństwa (35%), zwiększenie wydatków na działalność B+R w przedsiębiorstwach (30%), a także tworzenie sieci instytucji ułatwiających współpracę sektora B+R, przedsiębiorstw i instytucji finansowych. Wydatki państwa na działalność B+R czy import technologii są również potrzebne, aczkolwiek metody te wymieniane były przez badanych rzadziej.

Fundusze najlepiej – spośród badanych grup respondentów uświadamiają sobie rolę nauki i wiedzy we wdrożeniu innowacyjności podmiotów gospodarczych. Ich zdaniem, poprawie innowacyjności najlepiej służyć będzie wzrost edukacji społeczeństwa (35%), zwiększenie wydatków na działalność B+R w przedsiębiorstwach (30%), a także tworzenie sieci instytucji ułatwiających współpracę sektora B+R, przedsiębiorstw i instytucji finansowych. Wydatki państwa na działalność B+R czy import technologii są również potrzebne, aczkolwiek sposoby te respondenci wymieniali w dalszej kolejności.

Podsumowując, do najważniejszych warunków rozwoju rynku *venture capital/private equity*, a w przypadku naszego kraju – także potrzebnych kierunków zmian w obszarze tworzenia sprzyjających warunków dla rozwoju rynku *venture capital* w Polsce, należy zaliczyć przede wszystkim:

- rozwinięte i dynamiczne rynki kapitałowe⁸, umożliwiające swobodne „wyjście” funduszu *venture capital* poprzez ofertę publiczną, możliwość „wyjścia” jest najsilniejszą determinantą podejmowania inwestycji przez fundusze *venture capital*⁹,
- mobilizację wewnętrznych źródeł kapitału – tworzenie regulacji związanych z dopuszczeniem funduszy emerytalnych do inwestowania w *venture capital* (na wzór amerykańskiej *prudent man principle, Employment Retirement Income Security Act* przyjętej w 1974 r.),
- zliberalizowanie regulacji dotyczących funduszy *venture capital* (jak np. w *Small Business Incentive Act*)¹⁰,
- zapewnienie formy prawnej dla funduszy, spełniającej warunek przezroczystości podatkowej (obojętności, transparentności podatkowej),
- spopularyzowanie akcjonariatu pracowniczego i mechanizmów opcyjnych oraz wprowadzenie zachęt podatkowych dla opcji menedżerskich (zob. np. *Incentive Stock Option Act*), co doprowadziłoby do

⁷ Od 1994 r. Enterprise Investment Scheme (EIS) – ulgi dla osób inwestujących w spółki nienotowane na giełdzie. Inwestorzy uzyskują 20-procentową ulgę podatkową od zainwestowanego kapitału oraz zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych, uzyskanych na tych inwestycjach pod warunkiem niewycofywania z niej kapitału przez 5 lat. System ponadto daje możliwość kompensowania strat poniesionych na inwestycjach w nienotowane spółki z zyskami uzyskanymi w danym roku. Kolejną zachętą w EIS jest ulga w przypadku tzw. rolloowania, czyli zwolnienie z podatku zysków kapitałowych w przypadku wycofania kapitału z jednej spółki, a zainwestowania go w drugą – również nienotowaną na giełdzie. Inwestorzy mogą przeznaczyć na EIS 200 tys. £ rocznie. Przy inwestycjach za pośrednictwem tzw. *venture capital trusts* (VCTs) można uzyskać 40-procentową obniżkę podatku od zysków kapitałowych pod warunkiem utrzymywania inwestycji przez min. 3 lata; 20-procentową ulgę podatkową od zainwestowanego kapitału; zwolnienie od podatku wszelkich zysków kapitałowych, dywidend, do czasu sprzedania udziałów.

⁸ B. Black, R. Gilson, *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Bank versus Stock Markets*, „Journal of Economics” 1998, vol. 47.

⁹ L.A. Jeng, Ph.C. Wells, *The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries*, „Social Science Research Network” 1998, May, <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/98070210.pdf?abstractid=103948>.

¹⁰ *Ibidem*.

wykształcenia bogatej klasy średniej, która mogłaby inwestować jako *business angels*, wypełniając powiększającą się lukę Macmillana, lukę tę powinien przede wszystkim wypełnić kapitał ze źródeł publicznych (np. system dotacji i poręczeń dla funduszy *venture capital*, jak np. w *Small Business Innovation Research*),

- zachęty dla prowadzenia działalności badawczo-rozwojowej w przedsiębiorstwach,
- intensyfikację działań informacyjnych z uwagi na wciąż dużą nieznaną specyfikę *venture capital* wśród polskich przedsiębiorców.

O powodzeniu publicznych form wsparcia bezpośrednich, a zwłaszcza pośrednich (regulacji), decyduje ich trwałość i niezmiennosc, w tym zwłaszcza w odniesieniu do programów podatkowych. „Żeby podjąć decyzję o tym, czy uczestniczyć w rynku, inwestor musi znać obecną i przyszłą wielkość podatku od zysków kapitałowych, transferów kapitałowych itd.” – precyzuje Prezes Copernicus Finance – P. Gieryński.

Tworzenie w warunkach globalizacji i doskonałej mobilności kapitału, sprzyjającego klimatu dla rozwoju rynku *venture capital* w Polsce stanowi kluczowe wyzwanie dla twórców polityki dążących do budowania innowacyjnej i konkurencyjnej opartej na wiedzy gospodarki.

Literatura

Becker R., Hellmann T., *The Genesis of Venture Capital: Lessons from German Experience*, „Research Paper Series” 2000, July.

Black B.S., Gilson R.J., *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999, no. 36-38.

Black B.S., Gilson R.J., *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Bank versus Stock Markets*, „Journal of Economics” 1998, vol. 47.

Bottazzi L., Da Rin M., *When do Venture Capitalists Add Value?*, „Universita degli Studi del Piemonte Orientale Amedeo Avogadro” 2003, May.

EBRD, *Transition Report 2002*, London 2002.

Galante S.P., *An Overview of the Venture Capital Industry & Emerging Changes*, Venture Capital Institute, <http://www.vcinstitute.org/materials/galante.html>, kwiecień 2004.

Jeng L.A., Wells Ph.C., *The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries*, „Social Science Research Network” 1998, May, <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/98070210.pdf?abstractid=103948>.

Woodward R., Górczyński M., *Wpływ otoczenia instytucjonalno-prawnego na rozwój Gospodarki Opartej na Wiedzy w Polsce*, <http://www.case.com.pl/plik--2242416.pdf?nlang=19>.