



Publiczne dokapitalizowanie rynku funduszy venture capital w Polsce czynnikiem rozwoju innowacyjnych firm na wczesnym etapie rozwoju

Piotr Zasępa

Uniwersytet im. Jana Długosza w Częstochowie
p.zasepa@ujd.edu.pl, ORCID: 0000-0003-0099-6971

Streszczenie: Ważnym elementem rynku finansowego jest segment inwestycji alternatywnych, a w nim w szczególności działalność funduszy typu private equity i venture capital. Artykuł analizuje wpływ funduszy private equity (PE) i venture capital (VC) na rozwój przedsiębiorstw w Polsce oraz porównuje ich znaczenie w gospodarce europejskiej i globalnej. W głównej mierze artykuł jest poświęcony analizie funkcjonowania sektora funduszy wysokiego ryzyka typu venture capital (VC) w latach 1998–2023 oraz roli państwa i środków publicznych w rozwoju tej formy wsparcia dla młodych przedsiębiorstw. Głównym celem prezentowanej analizy jest określenie sposobów poziomu aktywności komercyjnych i publicznych funduszy typu venture capital w Polsce (akwizycji kapitału, procesu inwestycyjnego oraz dezinwestycji) jako formy wsparcia innowacyjnych firm będących we wczesnych etapach rozwoju. Szczególną uwagę poświęcono dofinansowaniu kapitałowemu oraz aktualnemu stopniowi udziału kapitału publicznego w tworzeniu nowych funduszy typu VC w Polsce. W szczególności przeanalizowano wpływ Krajowego Funduszu Kapitałowego oraz Polskiego Funduszu Rozwoju na poziom i liczbę inwestycji funduszy venture capital w Polsce. Wydaje się, iż misja funduszy zasilanych środkami publicznymi jest spełniona i wraz z podjęciem przez nie działalności inwestycyjnej liczba spółek zasilanych funduszami typu venture capital wzrasta. Artykuł analizuje sytuację braku aktywności komercyjnych funduszy VC na rynku w Polsce oraz omawia sytuację wypierania inwestycji komercyjnych przez quasi-publiczne (posiadające nie w pełni komercyjne cele) fundusze VC. Głównym celem artykułu jest wskazanie wpływu funduszy venture capital zasilanych publicznymi kapitałami na poziom i liczbę inwestycji dokonywanych w Polsce w latach 1998–2023. Pozwoli to wskazać, czy fundusze VC są w stanie w odpowiedni sposób zapełnić lukę kapitałową związaną z potrzebami inwestycyjnymi młodych i innowacyjnych przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: kapitał wysokiego ryzyka, kapitał załączkowy, kapitał początkowy, publiczny kapitał wysokiego ryzyka, fundusz funduszy.

Kod JEL: O43, O16, E44.

Sposób cytowania: Zasępa, P. (2025). Publiczne dokapitalizowanie rynku funduszy venture capital w Polsce czynnikiem rozwoju innowacyjnych firm na wczesnym etapie rozwoju. *Academic Review of Business and Economics*, 8, 125–144. <https://doi.org/10.22367/arbe.2025.08.07>

1. Wstęp

Intensyfikacja i wsparcie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw jest ważnym aspektem ekonomicznym każdej dobrze funkcjonującej gospodarki. Szczególnie w Polsce, gdzie małe i średnie firmy stanowią ponad 98% liczby wszystkich podmiotów gospodarczych, dostęp do źródeł finansowania staje się ważnym aspektem w procesie ich rozwoju. Jednym z ważnych problemów przedsiębiorców i ich firm na wczesnym etapie rozwoju jest brak dostępu do kapitału. Problem ten pojawia się również w kolejnych etapach wzrostu ich działalności. Problematyka luki kapitałowej i dostępu do odpowiednich źródeł finansowania wzrostu stanowi istotny problem w rozwoju gospodarczym. Można ją zdefiniować jako trwałą nieciągłość po stronie podażowej rynku wyrażającą się brakiem możliwości sfinansowania projektów inwestycyjnych z określonego przedziału wielkości lub określonej grupy spółek działających w określonych sektorach gospodarki. Jednym z ważniejszych podmiotów angażujących się w finansowanie szybko rozwijających się spółek charakteryzujących się wysokim ryzykiem są fundusze typu venture capital (VC). Ten rodzaj funduszy pojawił się na rynku finansowym w USA w latach 40. XX wieku, a w Polsce pod jego koniec i w istotny sposób wpłynął na rozwój krajowej gospodarki po przemianach gospodarczo-ustrojowych, pomagając w wypełnianiu luki kapitałowej dotyczącej zwłaszcza sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Właściciele młodych spółek najczęściej nie posiadają wystarczających środków na ich rozwój pomimo posiadania oryginalnego pomysłu na model biznesowy i wysokiego potencjału jego rozwoju. Dość trudno zdobyć im również wsparcie finansowe ze strony najważniejszych w gospodarce kapitałodawców, takich jak banki. Alternatywnym i istotnym rozwiązaniem dla spółek znajdujących się w początkowej fazie rozwoju jest skorzystanie z możliwości oferowanych przez aniołów biznesu lub funduszy VC, które specjalizują się w tego typu inwestycjach. Należy podkreślić, że ta wzajemna korzyść to cecha istotna zarówno z perspektywy poszukujących kapitału, jak i inwestorów. Spółki otrzymują jednocześnie wsparcie menedżerskie, dostęp do sieci kontaktów czy niezbędną do dalszego rozwoju wiedzę z zakresu rozwoju innowacyjnych projektów i ich komercjalizacji. Inwestorzy mogą natomiast liczyć na wyższe stopy zwrotu niż w przypadku rynku akcji przy akceptacji podwyższonego ryzyka. Warto jednak zauważyć, że lokowanie środków w funduszach VC jest inwestowaniem aktywnym, dzięki czemu wpływ na przebieg inwestycji jest znacznie szerszy niż w przypadku inwestowania w akcje na rynku giełdowym. Analizując sposoby wspierania innowacji i problemy z tym powiązane,

można stwierdzić, iż w latach 1998–2023 na polskim rynku wystąpił problem braku środków pozyskiwanych przez fundusze venture capital i niewielkiej liczby przeprowadzonych inwestycji w spółki znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju. Jednym z systemowych rozwiązań tego problemu zdają się być publiczne fundusze funduszy, które angażują swoje środki w prywatne fundusze venture capital. Państwo, upatrując w rynku inwestycji VC sposobu na obniżenie poziomu bezrobocia oraz wzrost wartości PKB, chętnie wykorzystuje potencjał tego obszaru aktywności rynkowej funduszy. W interesie państwa powinno więc leżeć wspieranie segmentu funduszy podwyższonego ryzyka. Obserwując pozytywny wpływ rozwoju sektora VC na wzrost innowacyjności przedsiębiorstw, można stwierdzić, iż państwa na całym świecie coraz chętniej wspierają związane z tym rynkiem aktywności. Analiza czasowa form wsparcia państwa dla funduszy typu venture capital obejmuje w artykule lata 1998–2023 i analizuje działalność pierwszych funduszy pomocowych powstałych po 1990 roku oraz działalność quasi-funduszy venture capital powstałych w ostatniej dekadzie XX wieku i działających w okresie 1990–2006, jak również późniejszego Krajowego Funduszu Kapitałowego (powstałego w 2005 roku) oraz funduszy z grupy Polskiego Funduszu Rozwoju. Głównym celem artykułu jest analiza sposobów finansowania typu venture capital wykorzystywanych we wspieraniu innowacji, a także określenie aktywności wykorzystywanych przez państwo instytucji oraz efektywności oddziaływania państwa na rozwój tego rynku.

2. Przegląd literatury

Światową gospodarkę oraz rynek finansowy wyróżnia bardzo dynamiczny rozwój. Ważnym segmentem tego rynku są inwestycje alternatywne, a wraz z nim tworzące się nowe, specyficzne podsegmenty tego rynku. Jednym z kluczowych inwestycji alternatywnych jest rynek funduszy venture capital. Fundusze typu venture capital stały się ważnymi globalnymi dostawcami kapitału dla przedsiębiorstw. W ciągu ostatnich kilku dekad przeprowadzono wiele badań skupiających się na wpływie VC na spółki portfelowe, w które angażowały się fundusze. Badania te stają się coraz bardziej obszerne w miarę tworzenia i aktualizacji różnych baz danych. Niewiele jest jednak opracowań dotyczących zaangażowania publicznych środków w ten rodzaj działalności. Fundusze venture capital są miernikiem poziomu rozwoju gospodarki i innowacyjności poszczególnych państw czy sektorów gospodarki. Można również wskazać, iż wysoka aktywność funduszy venture capital w zakresie inwestycji w krajach o niskim rozwoju eko-

nomicznym jest przejawem zbliżającego się rozkwitu gospodarki danego regionu. Fundusze te wyznaczają również trendy inwestycyjne, wskazując sektory, które w najbliższej przyszłości staną się najbardziej rentownymi biznesami (Grzywacz, Jagodzińska-Komar, 2017). Ponieważ rynek VC nie jest jednorodny, analizy regionalne prowadzą do zróżnicowania wyników dotyczących efektów inwestycji VC i ich wpływu na firmy, w które zainwestowano. Lerner i Tåg (2013) przedstawili, jakie czynniki instytucjonalne wpływają na poprawny rozwój rynku VC. Również jakość inwestycji funduszy VC zależy od doświadczenia i wiedzy zgromadzonej w trakcie rozwijania branży. Analiza literatury wydaje się jednoznaczna w kwestii wpływu VC na rozwój spółek portfelowych. Wszystkie badania w tej dziedzinie były zgodne co do tego, że podmioty wspierane przez VC osiągnęły wyższy wzrost przychodów i osiągały wyższe wyceny w porównaniu ze spółkami niezasilanymi środkami z funduszy VC.

Poza typowymi funduszami w pełni komercyjnymi i prywatnymi należy wskazać na coraz większą liczbę funduszy, które w jakimś zakresie są wspierane przez środki pochodzące z różnego rodzaju programów rządowych. Rządowe fundusze venture capital odgrywają kluczową rolę w udostępnianiu puli kapitału dostępnej dla przedsiębiorstw. Wypełniają one lukę działalności funduszy i przedsiębiorstw w obszarach, w których są widoczne nieefektywności rynku, takich jak ochrona środowiska poprzez innowacje ekologiczne, tworzenie nowych materiałów czy technologie redukcji zanieczyszczeń (Puri, Zarutskie, 2012). Dowody empiryczne potwierdzają pogląd, że komercyjne fundusze VC osiągają lepsze efekty od funduszy zasilanych kapitałami publicznymi. Grilli i Murtinu (2014), analizując różnice między firmami zasilanymi funduszami VC ze wsparciem rządowym a firmami wspieranymi przez prywatne fundusze VC wskazały jednak, że w zakresie stymulacji innowacji i sukcesów komercjalizacji prywatne fundusze są efektywniejsze. Problem leży jednak w podaży kapitałów prywatnych, który jest w niektórych regionach bardzo ograniczony.

Fundusze VC w trakcie swojego funkcjonowania muszą zdobyć doświadczenie; w celu osiągnięcia rentowności i zdobycia odpowiednich kapitałów konieczne jest osiągnięcie korzyści skali. Rozwój ten wymaga czasu i dużego zaangażowania, co może powodować brak odpowiednich funduszy w Europie, a zwłaszcza w krajach Europy Środkowej i Wschodniej (CEE) (Kraemer-Eis, Signore, Prencipe, 2016). Stąd bardzo ważna rola środków publicznych skierowana na pobudzenie działalności funduszy VC. Wiele rządów na całym świecie utworzyło fundusze publiczne w celu uzupełnienia ograniczonej podaży prywatnych inwestorów venture capital, promując inwestycje z dużym potencjałem

wzrostu, które w normalnych warunkach nie miałyby dostępu do prywatnych funduszy. Państwowe fundusze typu venture capital swoim prestiżem chcą gwarantować jakość inwestycji w dane spółki portfelowe (Guerini, Quas, 2016). Istnieje ograniczona liczba opracowań naukowych, które to rozróżniają i oceniają efektywność prywatnych funduszy VC i tych ze wsparciem rządowym. Karsai (2018) przeanalizował programy rządowe w zakresie VC i stwierdził, że głównymi problemami publicznych funduszy VC są koszty oraz zakłócenia na poziomie zarządzania wynikające z teorii agencji, krótkiego horyzontu inwestycyjnego, małych rozmiarów funduszy i co za tym idzie inwestycji oraz wdrażanych rozwiązań administracyjnych, które przynoszą efekt przeciwny do zamierzonego. Nightingale i in. (2009) stwierdzili, iż zbyt rygorystyczne ograniczenia (zwłaszcza terytorialne i ilościowe) w zakresie polityki inwestycyjnej funduszy wiążą się z możliwymi problemami z wykorzystaniem zgromadzonych przez fundusze kapitałów. W wielu przypadkach programy rządowe postrzegają fundusze VC jako narzędzie finansowania, które mogłoby w mniejszym stopniu rozwiązać problemy z finansowaniem MŚP w regionach mniej rozwiniętych, co może ograniczać inwestycje w bardziej rozwiniętych obszarach. Z definicji i natury fundusze VC koncentrują się w najbardziej zaawansowanym ekosystemie przedsiębiorczości, dlatego też wyłączenie tych obszarów z programów dofinansowania znacząco utrudnia osiągnięcie efektywności zainwestowanych środków, a jednocześnie może nie zaspokoić zapotrzebowania obszarów słabiej rozwiniętych. Zarówno badania międzynarodowe, jak i lokalne potwierdzają pogląd, że przedsiębiorstwa będące celem VC mają ograniczone możliwości absorpcji kapitału. Przed okresem zaangażowania rządowego w fundusze aktywność na rynku VC była stosunkowo niewielka. Rodziło to również problemy z właściwym oszacowaniem wielkości i pojemności tego rynku. Z drugiej strony po zaangażowaniu się rządu w proces inwestycyjny funduszy VC można łatwo ocenić potencjał i wielkość rynku spółek na wczesnych etapach rozwoju (Becsky-Nagy, Fazekas, 2022).

Jednym z kluczowych celów interwencji rządu na rynkach VC jest przyciągnięcie inwestorów prywatnych. Chociaż cyklicznie skutki gospodarcze, takie jak załamanie prywatnych inwestycji podczas światowego kryzysu finansowego oraz względna młodość europejskiego rynku VC uzasadniają interwencję rządu w ciągu pierwszych dwóch dekad XXI wieku. Niestety zależność rynku VC od finansowania publicznego jest niepokojąca i może rodzić uzasadnione obawy co do braku pełnej niezależności tych funduszy, z drugiej jednak strony obniża ryzyko inwestycyjne tych podmiotów. Z danych Invest Europe wynika, iż w latach 2007–2023 najważniejszym źródłem finansowania funduszy VC w Europie były

agencje rządowe i dostarczały one średnio około 18,9% kapitałów. Ponieważ rząd zwykle działa jako współinwestor, co oznacza, że inwestuje wyłącznie wraz ze środkami prywatnymi jeszcze większą część rynku VC, jest wspierany przez czynnik publiczny. Skalowanie inwestycji VC wymaga tworzenia dużych funduszy VC. Małe fundusze VC mają mniejsze możliwości zapewnienia kapitału przy dużych rundach finansowania, ponieważ mogłoby to prowadzić do nadmiernej ekspozycji ryzyka (inwestycja jedynie w kilka spółek portfelowych). W porównaniu z USA rynek europejski charakteryzuje niewielka liczba dużych funduszy VC, które mogłyby zapewnić niezbędny kapitał na zwiększenie skali działalności. Według Duruflégo, Hellmanna i Wilson (2017) tylko 10% europejskich funduszy dysponowało zasobami przekraczającymi 250 mln dolarów w porównaniu z 28% funduszy amerykańskich. Jedną z przyczyn braku inwestorów instytucjonalnych na europejskim rynku VC jest historycznie niski poziom stopy zwrotu osiąganego przez fundusze venture capital w porównaniu z innymi funduszami typu private equity, jak również w porównaniu z ich amerykańskimi odpowiednikami. Według OECD (2017) drugim wyjaśnieniem tej sytuacji jest czynnik regulacyjny zniechęcający branżę finansową do inwestowania w kapitał wysokiego ryzyka ze względu na wysokie wagi ryzyka i asymetryczne traktowanie finansowania kapitałowego i dłużnego. W USA, a także Szwecji złagodzenie wymogów regulacyjnych dotyczących funduszy emerytalnych i umożliwienie bardziej ryzykownych inwestycji pozwoliło na zwiększenie zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w fundusze VC. Do wsparcia funduszy szczególnie nadają się inwestorzy instytucjonalni o długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym w gospodarce, ponieważ mogą działać jako antycykliczny stabilizator rynku. Rządy uzasadniają interwencję na rynku VC dwoma podstawowymi argumentami: po pierwsze, niedoskonałości rynku związane z niezadowalająco niskim poziomem finansowania. Drugim ważnym argumentem jest to, iż rynki VC wywołują pozytywne skutki dla całej gospodarki ze względu na ich silny wpływ na wzrost zatrudnienia i innowacyjności.

Kluczowym celem inwestycji publicznych środków w fundusze VC jest rozwój dochodowego i samowystarczalnego prywatnego rynku VC. Aby osiągnąć ten cel, podmioty publiczne muszą uważać, aby nie zastąpić (wypierać) lub nie zniechęcić do finansowania spółek przez prywatne fundusze VC. Co więcej, inwestorzy publiczni mogą się stać dominującym podmiotem, tak że podmioty prywatne zaczynają akceptować podejście publicznych inwestorów do analizy celów inwestycyjnych, co może obniżać ich kompetencje w przyszłości w zakresie identyfikacji spółek portfelowych.

W Europie głównym funduszem publicznym na rynku funduszy VC jest Europejski Fundusz Inwestycyjny (EFI) działający w imieniu Europejskiego Banku Inwestycyjnego i Komisji Europejskiej, a w niektórych przypadkach w imieniu państw członkowskich. Na poziomie krajowym ważną rolę odgrywają także krajowe instytucje promujące inwestycje VC. Przykładami są Banque Publique d'Investissement (Bpifrance) we Francji, British Business Bank (BBB) w Wielkiej Brytanii lub Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) w Niemczech. Obecnie wszystkie te instytucje wykorzystują różnorodny zestaw narzędzi kapitału własnego oraz instrumentów finansowych, za pomocą których starają się kompensować niedobory środków na rynku VC. Fundusz funduszy (Fund of Funds – FoF) inwestuje w inne fundusze VC, a nie bezpośrednio w spółki portfelowe. W takim przypadku podmiot publiczny inwestuje wspólnie z inwestorem prywatnym (zwykle zapewniając nie więcej niż 50%). Po drugie, fundusze różnią się pod względem ukierunkowania na etapy rozwoju spółek portfelowych. Duże fundusze publiczne, takie jak EFI czy Bpifrance, zapewniają wiele instrumentów pomocowych niezbędnych do finansowania przedsiębiorstw innowacyjnych od etapów załączkowych po ekspansję. Po trzecie, rządy wybierają różnych agentów do zarządzania funduszami od prywatnych po zatrudnionych w publicznych instytucjach menedżerów.

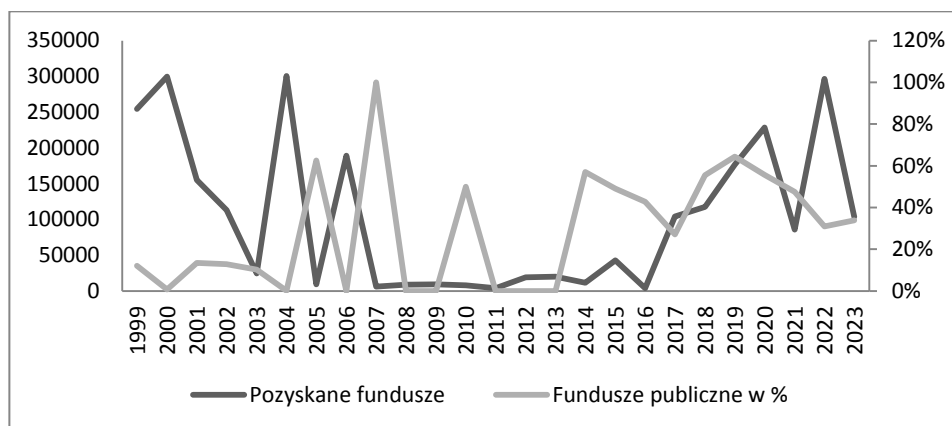
Szczególnie warta uwagi jest również pozycja polskiego rynku venture capital na tle innych państw Europy Środkowo-Wschodniej (CEE). Polska dzięki swojej sytuacji gospodarczej jest wiodącym rynkiem w regionie, zarówno pod względem ilości, jak i wartości aktywności w poszczególnych specyficznych transakcjach rynku VC. Mimo to w porównaniu z innymi regionami rynek polski, pomimo dynamicznego rozwoju, nadal stanowi niewielki udział (według danych Invest Europe średnio 0,5% w okresie 2007–2023) w europejskich czy w globalnych transakcjach typu venture capital. Pomimo tego w ostatnich latach na rynku venture capital w Europie Środkowo-Wschodniej nastąpił wzrost zainteresowania inwestycjami na wcześniejszym etapie rozwoju (w 2021 roku zanotowano rekord poziomu inwestycji w regionie CEE – 4,295 mld EUR). Wbrew stosunkowo słabo rozwiniętego rynku VC czy PE w regionie można zaobserwować szybki wzrost w zakresie pozyskiwania kapitału i działalności inwestycyjnej funduszy w spółki znajdujące się w fazie załączkowej i te na wczesnym etapie rozwoju. Wzrost ten w regionie CEE był napędzany głównie przez kilka krajów, takich jak Polska, Czechy, Węgry i Estonia.

3. Metodyka

Analizę rynku aktywności funduszy venture capital i private equity w latach 1998–2023 oparto na danych Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (2024) oraz danych Invest Europe. Celem opracowania jest wskazanie wpływu funduszy venture capital zasilanych publicznymi kapitałami na oddziaływanie na lukę kapitałową oraz poziom inwestycji dokonywanych w Polsce w latach 1998–2023. W szczególności przeanalizowana zostanie działalność Krajowego Funduszu Kapitałowego oraz Polskiego Funduszu Rozwoju na wartość i liczbę inwestycji funduszy venture capital w Polsce. Wydaje się, iż misja funduszy zasilanych środkami publicznymi jest spełniona i wraz z podjęciem przez nie działalności inwestycyjnej liczba spółek zasilanych funduszami typu venture capital wzrasta. W artykule przeanalizowano sytuację braku aktywności komercyjnych funduszy VC na rynku w Polsce oraz wskazano, czy inwestycje quasi-publicznych funduszy VC wypierają inwestycje komercyjne. Za podmioty publiczne uważa się fundusze utworzone przez podmioty publiczne, jak również fundusze komercyjne, których głównym dostarczycielem kapitałów na inwestycje są podmioty publiczne.

4. Wyniki badań

Wczesne badania rynku polskiego (Klonowski, 2006) potwierdziły, że sektor VC odgrywa ważną rolę w rozwoju regionu, ale kraje regionu CEE były pod tym względem heterogeniczne. Mimo to w okresie 2019–2023 wspierany przez rządy rynek funduszy zanotował wzrost pozyskiwanych funduszy i poziomu inwestycji. Sektor publiczny stworzył więc ponownie aktywny rynek inwestycji VC. Wzrost aktywności funduszy państwowych w okresie 1998–2023 przedstawia rysunek 1. Pokazuje on, iż w okresie 2014–2023 nastąpił wzrost udziału funduszy publicznych w strukturze finansowania inwestycji VC na rynku polskim z 17% w poprzednich okresach (1999–2013) do średniego poziomu 46% w okresie 2014–2023.



Legenda: wartość skala lewa, udział w % skala prawa.

Rysunek 1. Wartość pozyskanych funduszy VC (w tys. EUR) i udział funduszy państwowych w % na rynku polskim

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Invest Europe oraz EVCA.

Dane i statystyki rynku private equity w Europie Środkowo-Wschodniej pokazują, że aktywność inwestorów w regionie znajduje się znacznie poniżej średniej europejskiej pod względem pozyskiwania funduszy i inwestycji. Głównym źródłem finansowania inwestycji funduszy VC jest rząd, który zapewnił około 46% kapitału w okresie 2013–2023, skupiając się głównie na finansowaniu inwestycji na wczesnym etapie (Invest Europe Yearbook, 2024). Polska, Węgry, Estonia oraz Czechy są najbardziej aktywne pod względem udziału w aktywności funduszy VC w regionie CEE. W znacznej mierze środki tworzące fundusze VC pochodzą z rynku i są inwestowane na zasadach czysto komercyjnych. Nie można jednak zapominać, że środki publiczne również odgrywają tu znaczącą i ważną rolę. Można ją zauważyć, analizując udział poszczególnych źródeł kapitału typu VC w tworzeniu nowych funduszy. Udział kapitałowy państwa w rynku VC może się odbywać w różny sposób poprzez inwestycje: agencji rządowych (w przypadku Polski najbardziej aktywną wydaje się być PARP), instytucji akademickich, państwowych funduszy majątkowych oraz pośrednich funduszy VC, tzw. funduszy funduszy z kapitałem publicznym.

W ostatnich latach pierwszej dekady XXI wieku kapitały podwyższonego ryzyka na polskim rynku pochodziły głównie od banków, towarzystw ubezpieczeniowych i agencji rządowych. W 2013 roku można było zaobserwować, iż udział inwestorów w rynku rozkłada się pomiędzy: agencje rządowe (41,6%) fundusze funduszy (23,6%), które stają się stosunkowo często wykorzystywa-

nym sposobem na zainwestowanie środków finansowych, oraz fundusze emerytalne (9,1%). Znaczny spadek jest natomiast widoczny w przypadku banków oraz towarzystw ubezpieczeniowych. Trudno jeszcze jednoznacznie stwierdzić, ale wygląda na to, że różni inwestorzy, tacy jak właśnie banki czy ubezpieczyciele, dla obniżenia ryzyka swoich inwestycji wybierają niebezpośrednie sposoby inwestowania na rynku VC i swój kapitał przenoszą m.in. do funduszy funduszy, które w pośredni sposób inwestują na rynku podwyższonego ryzyka.

Rozwój rynku VC w Polsce był początkowo stymulowany przez czynnik publiczny spoza obszaru naszego kraju. Wysokie zaangażowanie czynnika publicznego (pozakrajowego i krajowego) wynikało przede wszystkim z potrzeby transformacji gospodarki i nakierowania przedsiębiorczości obywateli w kierunku instytucjonalnych form działalności gospodarczej (Świdarska, 2008). Dokapitalizowanie rynku przyczyniło się do powstania funduszy komercyjnych finansowanych głównie ze środków prywatnych. Na potrzeby niniejszego opracowania za podstawowe fundusze z kapitałem publicznym działające na rynku VC można m.in. uznać:

- quasi-fundusze – niewielkie fundusze nastawione na quasi-komercyjny cel, stworzone z udziałem środków publicznych,
- fundusze funduszy – instytucje rynku VC, które inwestując w inne fundusze podwyższonego ryzyka, pośrednio tworzą rynek PE i VC.

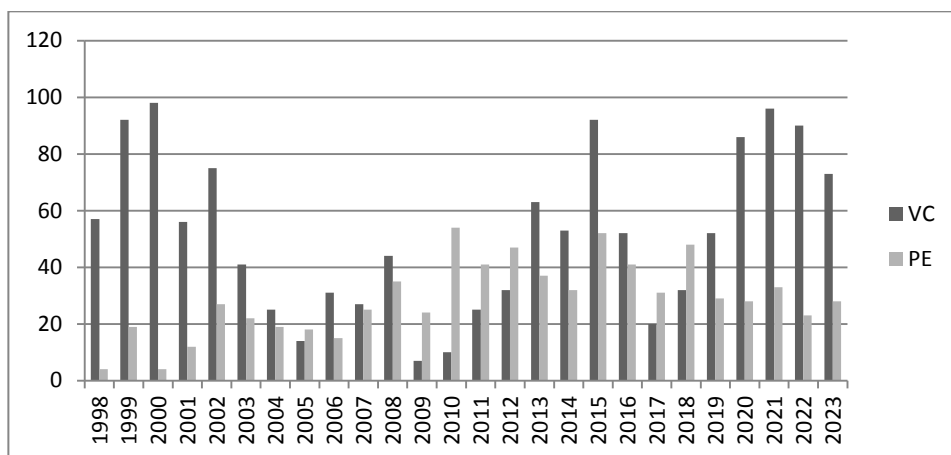
Quasi-fundusze to z reguły niewielkie fundusze o niekomercyjnym charakterze stworzone przy wsparciu instytucji pomocowych lub ze środków publicznych, prowadzące działalność o charakterze lokalnym lub regionalnym nakierowaną na wspieranie przedsiębiorczości i innowacyjności. Oferują one relatywnie niewielkie porcje kapitału przedsiębiorstwom z sektora MSP, zazwyczaj we wczesnych fazach ich rozwoju. Obecnie istnieje wiele tego typu instytucji na zasadach rynkowych, jednak z perspektywy wsparcia rynku ze środków publicznych na uwagę zasługują quasi-fundusze, takie jak np. Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK) czy Polski Fundusz Funduszy Wzrostu (PFFW), wspierające finansowo firmy innowacyjne zdolne do szybkiego rozwoju. Krajowy Fundusz Kapitałowy S.A. był pierwszym polskim funduszem funduszy (VC i PE). Został utworzony w 2005 roku na podstawie ustawy o Krajowym Funduszu Kapitałowym w celu ograniczania zjawiska luki kapitałowej polegającego na niskiej podaży kapitału VC w segmencie MSP. Bank Gospodarstwa Krajowego jest właścicielem stu procent akcji Spółki. Działalność KFK polegała na inwestowaniu w fundusze VC, które zasilają kapitałowo MSP w Polsce, szczególnie przedsiębiorstwa innowacyjne o wysokim potencjale rozwoju lub prowadzące działal-

ność badawczo-rozwojową. Od 2017 roku KFK działa w strukturach PFR Ventures. Jednym z najważniejszych kroków w kierunku pobudzenia inwestycji VC było utworzenie w 2016 roku funduszy przez Polski Fundusz Rozwoju (PFR). Środki PFR Ventures zostały podzielone na pięć różnych programów, aby zapewnić większą dywersyfikację finansowania. Charakterystyka każdego z nich definiuje to, jak będzie inwestował dany fundusz. Razem zostało uruchomionych 25 funduszy, które inwestują w spółki na różnych etapach rozwoju. We wrześniu 2025 w ramach PFR działało 7 funduszy funduszy wspierających inwestycje VC i jeden wspierający fundusze PE.

Niezwykle istotne okazuje się zatem wsparcie ze strony środków publicznych. W związku z tym, że celem sektora VC jest m.in. pomoc w wypełnianiu wspomnianej luki kapitałowej oraz wsparcie innowacji, coraz częściej środki publiczne dokapitalizowują rynek inwestycji podwyższonego ryzyka i działając poprzez różnego rodzaju instytucje i fundusze zaangażowane pośrednio lub bezpośrednio w rynek VC, realizują zamierzone cele niekomercyjne. Nie chodzi tu bowiem o zużycie kapitałów na konsumpcję, a na podniesienie innowacyjności i wydajności firm, co pośrednio prowadzi do podniesienia konkurencyjności polskich przedsiębiorstw, zmniejszenia bezrobocia oraz ogólnego wzrostu gospodarczego. Rola państwa we wspieraniu innowacyjności w Polsce przejawia się w różny sposób. Jedną z form pomocy dla przedsiębiorców może być zakładanie instytucji (wspierających procesy innowacyjne), takich jak:

- centra innowacji,
- parki technologiczne i przemysłowe,
- inkubatory przedsiębiorczości itp., dzięki którym zwiększą one swą innowacyjność, co w następstwie ma za zadanie przyciągać kapitał z zagranicy.

W 2008 roku istniało około 60 państwowych funduszy majątkowych na całym świecie, natomiast Polski fundusz w tamtym okresie jeszcze nie istniał, pomimo że od kilku lat planowano jego założenie. Według danych PSIK w 2013 roku zanotowano ponad 14-procentowy udział państwowych funduszy majątkowych na polskim rynku, a dekadę później w 2023 roku było to już 29,8%. Ciekawą analizą świadczącą o wzroście zainteresowania inwestycjami typu VC jest liczba inwestycji z podziałem na inwestycje w firmy na wczesnym etapie rozwoju w porównaniu z inwestycjami typu private equity (okres 1998–2023) charakteryzujące się inwestycjami w spółki już rozwinięte (por. rysunek 2).

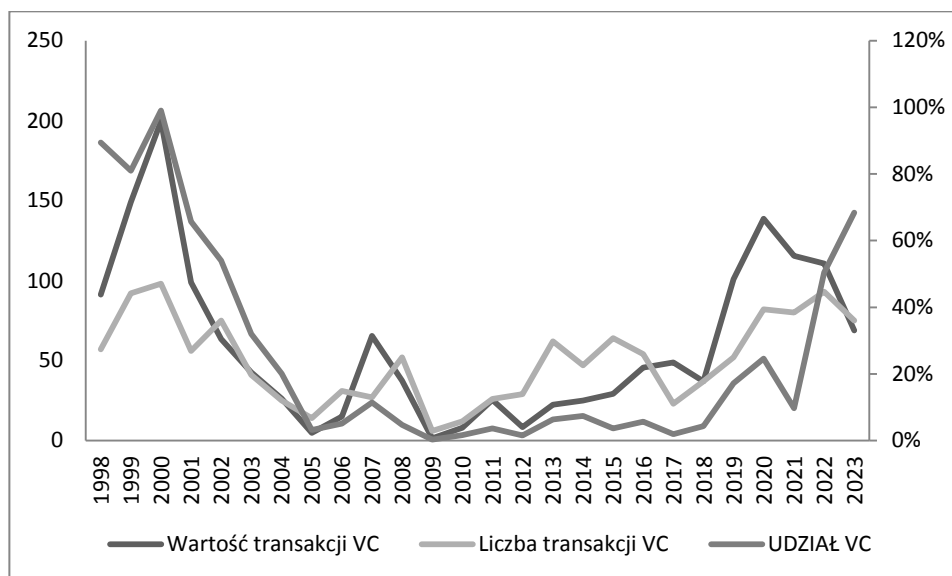


Rysunek 2. Liczba inwestycji typu VC oraz PE przeprowadzonych w latach 1998–2023 na rynku polskim

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Invest Europe oraz EVCA.

Analizując liczby inwestycji z podziałem na te w mniejsze spółki (typu VC) i w te znajdujące się na dalszym etapie rozwoju (typu PE), należy stwierdzić, iż podlegają one cykliczności. We wczesnym okresie 1998–2004 należy wskazać, iż liczba inwestycji typu VC znacznie przewyższała te w zakresie segmentu PE (444 VC w stosunku do 107 PE). Lata 2005–2013 to zdecydowana dominacja inwestycji typu PE (258 VC w stosunku do 297 PE). Ewidentne zaangażowanie się funduszy publicznych w rynek funduszy venture capital w okresie 2014–2023 przyczyniło się do znacznego wzrostu inwestycji w spółki znajdujące się we wczesnym etapie rozwoju. W szczególności okres 2020–2023 charakteryzuje się znacznym wzrostem liczby inwestycji. W tym ostatnim okresie fundusze VC przeprowadziły aż 330 inwestycji, a tylko 78 typu PE, co może wskazywać na osiągnięcie poziomów z okresu 1998–2002, kiedy to analogicznie dość aktywnie inwestycje tego typu wspierały fundusze publiczne.

Pozyskanie środków przez fundusze to jedynie pierwszy etap procesu inwestycyjnego. W dalszej części artykułu zostanie przeanalizowana działalność funduszy w zakresie dokonanych inwestycji w okresie 1998–2023. Ostatnia aktywność funduszy VC w zakresie dezinwestycji w niniejszym opracowaniu zostanie pominięta ze względu na brak powiązania sytuacji rynkowej z publicznym zaangażowaniem w branżę VC. Analizując liczbę i wartość inwestycji rynku private equity, należy stwierdzić, iż liczba inwestycji jest wyższa w ostatnich latach (2014–2023) niż w poprzednim okresie (1998–2013) (por. rysunek 3).



Legenda: skala lewa mln EUR/liczba inwestycji, skala prawa udział inwestycji typu VC w segmencie rynku PE w %.

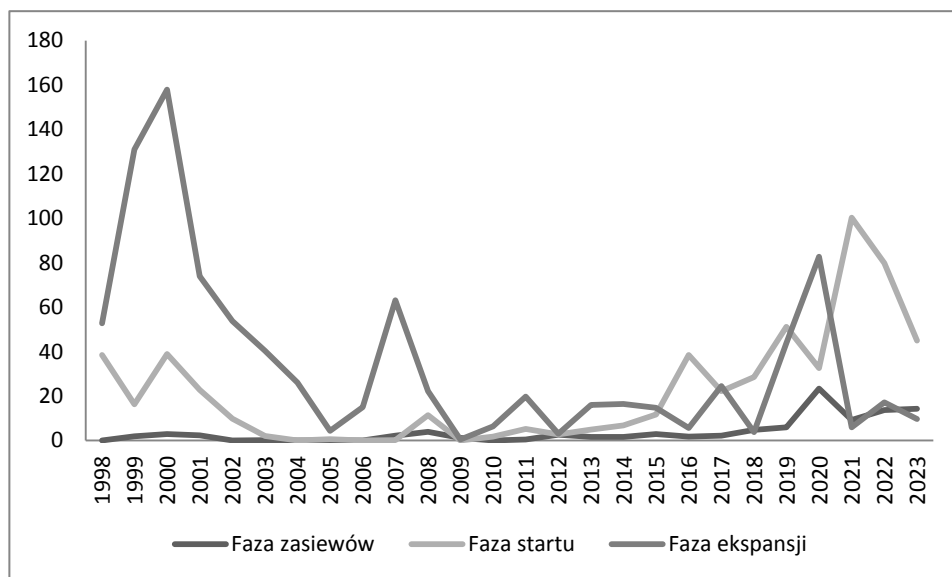
Rysunek 3. Wartość, liczba oraz udział w % inwestycji typu VC w całkowitych inwestycjach sektora PE w okresie 1998–2023

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Invest Europe oraz EVCA.

Analizując udział inwestycji typu VC w inwestycjach całego segmentu PE, należy stwierdzić, iż w okresie 1998–2004 był on dość wysoki, gdzie w 2000 roku wyniósł aż 99%, a średnia w całym okresie kształtowała się na poziomie 63%. Lata 2005–2013 to spadek udziału wartości inwestycji typu VC (średnia na poziomie jedynie 4%). Poprawa nastąpiła w kolejnym okresie 2014–2023. W szczególności należy wyróżnić okres 2020–2023, gdzie średni udział inwestycji typu VC w całym segmencie rynku PE wyniósł średnio 38% wartości zainwestowanych środków.

Inwestycje typu venture capital są dokonywane przez fundusze w spółki na różnym etapie rozwoju. Najbardziej ryzykowne są te, które angażują się w te na poziomie zasiewu, kiedy spółka posiada jedynie innowacyjny pomysł i dopiero rozpoczyna swą działalność operacyjną. Inwestycje tutaj są najmniejsze wartościowo, charakteryzują się najwyższym ryzykiem i obsługa tych spółek przez fundusz oraz koszty operacyjne są dość wysokie w stosunku do poziomu zaangażowanych środków. Kolejnym etapem jest faza startu, która poprzedza fazę wczesnej ekspansji. Spółki na tych etapach rozwoju są stosunkowo niewielkie,

ich wycena może być zaniżona (fundusze często stosują wysoki poziom stóp dyskontowych) i – co przyciąga fundusze – stopy zwrotu z takich inwestycji mają największą dyspersję. Faza ta jest związana z rozpoczęciem działalności, rozwojem produktu i wstępnym marketingiem. Przedsiębiorstwo zazwyczaj na tym etapie ma trudności z otrzymaniem jakiegokolwiek kapitału na dalszy rozwój. Jak już wcześniej wskazano, lukę tę często uzupełniają fundusze VC oraz aniołowie biznesu. W kolejnej fazie ekspansji przedsiębiorstwu brak środków na umocnienie swojej pozycji i dalszą ekspansję. Fundusze venture capital są zainteresowane finansowaniem tej fazy, ponieważ inwestycja osiągająca zakładane cele ekonomiczne na tym etapie rozwoju daje duże możliwości znacznego podniesienia jej wartości w krótkim czasie. Finansowanie venture capital można pozyskać na każdym etapie rozwoju przedsiębiorstwa, jednakże to wczesna faza rozwoju jest ich podstawowym obiektem zainteresowania (por. rysunek 4).



Rysunek 4. Wartość inwestycji VC z podziałem na fazy rozwoju spółki przeprowadzonych w Polsce w latach 1998-2023 (w mln EUR)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Invest Europe oraz EVCA.

Analizując inwestycje funduszy VC z podziałem na poszczególne fazy, w których znajdowały się spółki portfelowe, należy wskazać, iż w pierwszych latach działalności funduszy 1998–2016 faza ekspansji znacznie dominowała nad pozostałymi fazami, stanowiąc średnio ponad 50% wartości inwestycji. W kolejnych latach faza startu stała się dominującą, aby w okresie 2016–2024

przyciągnąć średnio ponad 54% inwestycji funduszy venture capital. Wskazywałoby to na zmianę podejścia funduszy do ryzyka i inwestycji, co może potwierdzać zaangażowanie czynnika publicznego i obniżenie przez to poziomu ryzyka inwestorów komercyjnych. Podsumowanie aktywności funduszy VC i analizę aktywności funduszy publicznych w okresie 1998–2023 na rynku polskim prezentuje tabela 1.

Tabela 1. Aktywność funduszy VC oraz PE w okresie 1998–2023 na rynku polskim

Rok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Inwestycje VC	57	92	98	56	75	41	25	14	31	27	52	6	12
Inwestycje PE	61	111	102	68	102	63	44	32	46	66	91	33	53
Wartość VC	91,31	149,02	199,63	98,88	63,53	42,62	26,14	4,83	15,00	65,48	37,49	1,50	8,06
Wartość PE	10,78	34,93	1,95	51,60	54,15	90,55	103,88	149,14	278,00	505,93	755,32	483,89	496,37
Udział VC	89%	81%	99%	66%	54%	32%	20%	3%	5%	11%	5%	0%	2%
Rok	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inwestycje VC	26	29	62	47	64	54	23	37	52	82	80	93	75
Inwestycje PE	63	72	94	76	112	93	50	83	80	108	113	11	8
Wartość VC	25,45	8,32	22,43	24,94	29,18	45,70	48,92	37,10	100,92	138,77	115,56	110,59	68,82
Wartość PE	666,71	532,27	329,09	312,10	773,02	759,13	2 442,72	813,67	487,61	424,88	1 076,38	108,87	31,86
Udział VC	4%	2%	6%	7%	4%	6%	2%	4%	17%	25%	10%	50%	68%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (2024), EVCA oraz Invest Europe, Yearbooks 1999–2024.

Analizując różne etapy rozwoju spółek portfelowych, w które inwestują fundusze VC, należy stwierdzić, iż fundusze na rynku polskim dokonały w okresie 1998–2023 aż 1311 inwestycji. Wskazując na specyficzne etapy rozwoju spółek, należy zauważyć, iż w spółki na najwcześniejszym etapie rozwoju, czyli zasiewów (seed), dokonano 253 inwestycje o wartości 98 mln EUR. W 544 spółki na etapie startu (start-up) fundusze we wskazanym okresie zainwestowały 571 mln EUR. Z kolei 514 spółek na etapie ekspansji otrzymało 910 mln EUR w okresie 1998–2023. Wyraźnie widać zmieniającą się specyfikę inwestycji i wartość spółek na poszczególnych etapach rozwoju. Średnia wartość inwestycji na etapie zasiewów wyniosła 0,38 mln EUR, na etapie startu – 1,05 mln EUR, a w fazie ekspansji prawie 1,8 mld EUR. Dla porównania inwestycje w 704 spółki przeprowadzone w segmencie PE we wskazanym okresie wyniosły średnio 17,8 mln EUR. Ciekawym uzupełnieniem tych statystyk byłoby badanie efektywności tych inwestycji i mnożników inwestycyjnych lub stopy zwrotu, jakie osiągnęły fundusze na poszczególnych rodzajach inwestycji.

5. Dyskusja i wnioski

Podsumowując aktywność publicznych funduszy VC na rynku polskim w okresie 1998–2023, należy wskazać, iż ich aktywny udział jako źródło inwestycji w znaczący sposób potrafi zmienić poziom zaangażowania na rynku inwestycji w innowacyjne, młode spółki w początkowych fazach rozwoju. Zmieniające się tendencje i preferencje funduszy widać wraz ze zmieniającymi się warunkami rynkowymi. Z danych wynika, że jeśli zmienia się udział czynnika publicznego w finansowaniu funduszy venture capital, ich aktywność w zakresie wartości i liczby przeprowadzonych inwestycji znacznie wzrasta. Jeśli jednak typowo komercyjne fundusze nie są w stanie pozyskać wsparcia państwowego, ich aktywność w zakresie inwestycji spada. Mimo to liczba i wartość inwestycji, jakie dokonują fundusze przy wsparciu czynnika publicznego, w znaczny sposób przyczynia się do finansowania młodych, innowacyjnych przedsiębiorstw. Kolejnym etapem badania, które uzupełni dane i analizę zawarte w artykule, powinna być analiza poziomu dezinvestycji i efektywności przeprowadzonych i zrealizowanych inwestycji. Poziom zrealizowanych stóp zwrotu przez fundusze zasilane w części kapitałem państwowym może bowiem w znacznym stopniu się różnić od inwestycji czysto komercyjnych. Publiczne fundusze VC odgrywają kluczową rolę w rozwoju rynku. W warunkach niskiej aktywności komercyjnych funduszy venture capital w Polsce to środki publiczne – poprzez instytucje takie jak Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK) i Polski Fundusz Rozwoju (PFR Ventures) – były głównym motorem napędowym finansowania innowacyjnych firm na wczesnym etapie rozwoju.

Wejście na rynek publicznych funduszy VC przyczyniło się do zwiększenia liczby inwestycji i dofinansowania start-upów, które wcześniej miały ograniczony dostęp do kapitału. Fundusze zasilane kapitałem publicznym skutecznie wypełniają lukę kapitałową, która powstaje w wyniku niskiego zainteresowania prywatnych inwestorów ryzykownymi, ale innowacyjnymi projektami. Analiza wskazuje na potrzebę dalszego monitorowania, czy publiczne fundusze VC nie wypierają z rynku funduszy komercyjnych, zamiast je uzupełniać. Mimo wsparcia publicznego sektor komercyjnych funduszy VC nadal rozwija się powoli, co może wynikać z ograniczeń systemowych, legislacyjnych lub braku zaufania do rynku start-upów. W przyszłości kluczowe będzie nie tylko zwiększanie liczby inwestycji, ale również ocena ich długofalowej efektywności i wpływu na rozwój firm oraz gospodarki. Efektywny rozwój rynku VC w Polsce wymaga modelu współpracy publiczno-prywatnej, w którym państwo nie zastępuje rynku

inwestycji typu venture capital, ale stymuluje jego rozwój. Analiza danych empirycznych potwierdza, że rynek private equity i venture capital w Polsce znajduje się nadal na etapie rozwoju i charakteryzuje się istotnym niedopasowaniem w strukturze inwestycji względem rynków Europy Zachodniej. W Polsce dominują transakcje typu buyout realizowane przez fundusze PE, podczas gdy inwestycje VC, szczególnie na wczesnych etapach rozwoju (seed i start-up), pozostają stosunkowo nieliczne i niewielkie pod względem wartości. Sytuacja ta wskazuje na utrzymującą się lukę kapitałową w obszarze finansowania innowacyjnych przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju. Jednym z czynników ograniczających rozwój rynku VC w Polsce jest niski poziom zaangażowania inwestorów prywatnych oraz instytucjonalnych, w tym funduszy emerytalnych i ubezpieczeniowych, które w Europie Zachodniej stanowią główne źródło kapitału dla funduszy VC (Kraemer-Eis i in., 2016). W Polsce kluczową rolę w finansowaniu odgrywają natomiast podmioty publiczne, w szczególności Polski Fundusz Rozwoju oraz fundusze wspierane środkami unijnymi. Z jednej strony umożliwia to wzrost liczby transakcji, jednak z drugiej może prowadzić do efektu wypierania kapitału prywatnego (crowding out) i ograniczać naturalny rozwój rynku (Karsai, 2018). Wyniki potwierdzają również obserwacje Grilli i Murtinu (2014), zgodnie z którymi wsparcie funduszy VC przyczynia się do szybszego wzrostu zatrudnienia, przychodów i innowacyjności przedsiębiorstw. W Polsce efekty te są jednak osłabione ze względu na niewielką skalę inwestycji oraz ograniczoną liczbę funduszy specjalizujących się w sektorach wysokiej technologii. W porównaniu z Europą Zachodnią, gdzie rynek VC koncentruje się na finansowaniu innowacyjnych start-upów w sektorach IT, biotechnologii czy fintech, w Polsce struktura inwestycji wciąż w większym stopniu obejmuje przedsiębiorstwa tradycyjne. Kolejnym wyzwaniem pozostaje niski poziom świadomości przedsiębiorców w zakresie możliwości finansowania rozwoju przez fundusze PE i VC. Wiele firm, szczególnie z sektora MŚP, nie dysponuje wystarczającą wiedzą na temat warunków współpracy z inwestorami oraz potencjalnych korzyści płynących z tego modelu finansowania. Bariery regulacyjne i administracyjne, takie jak skomplikowane procedury pozyskiwania kapitału czy ograniczenia podatkowe, również osłabiają atrakcyjność polskiego rynku dla inwestorów zagranicznych. Mimo to widoczny jest stopniowy postęp. Wzrost liczby funduszy VC w ostatnich latach, rozwój programów wsparcia publicznego oraz zwiększająca się liczba udanych wyjść z inwestycji świadczą o poprawie warunków funkcjonowania rynku. Polska zaczyna odgrywać coraz większą rolę w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, przyciągając uwagę zarówno lokal-

nych, jak i zagranicznych inwestorów. Jeżeli obecne trendy zostaną utrzymane, można oczekiwać, że rynek PE i VC w Polsce będzie się stopniowo zbliżał do standardów zachodnioeuropejskich, choć tempo tego procesu zależy od eliminacji barier instytucjonalnych oraz aktywniejszego zaangażowania inwestorów prywatnych. Przeprowadzona analiza wskazuje, że fundusze private equity i venture capital odgrywają coraz większą rolę w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce, jednak ich wpływ na gospodarkę pozostaje ograniczony w porównaniu z krajami Europy Zachodniej. Dominacja transakcji typu buyout przy stosunkowo niskim udziale inwestycji we wczesnych fazach rozwoju potwierdza istnienie luki kapitałowej w obszarze finansowania innowacyjnych przedsiębiorstw. Fundusze VC przyczyniają się do wzrostu zatrudnienia, przychodów i innowacyjności spółek portfelowych, jednak w Polsce efekty te są słabsze z uwagi na niewielką skalę inwestycji i ograniczoną liczbę wyspecjalizowanych podmiotów. Kluczowe znaczenie ma nadal finansowanie publiczne, które wspiera rozwój rynku, ale jednocześnie może hamować aktywność inwestorów prywatnych. Dalszy rozwój rynku PE i VC w Polsce wymaga:

1. Zwiększenia zaangażowania inwestorów prywatnych i instytucjonalnych, w szczególności funduszy emerytalnych i ubezpieczeniowych.
2. Eliminacji barier regulacyjnych i podatkowych, które ograniczają atrakcyjność inwestycji kapitałowych.
3. Rozwoju świadomości i kompetencji przedsiębiorców, zwłaszcza w sektorze MŚP, w zakresie współpracy z funduszami.
4. Wsparcia specjalizacji sektorowej funduszy VC, aby zwiększyć finansowanie w obszarze nowych technologii i innowacji.

Jeśli powyższe warunki zostaną spełnione, rynek private equity i venture capital w Polsce ma szansę na dalszy dynamiczny rozwój i zbliżenie się do standardów zachodnioeuropejskich. W dłuższej perspektywie może on się stać istotnym czynnikiem wspierającym transformację gospodarczą podnoszącą innowacyjność i konkurencyjność polskich przedsiębiorstw na rynku międzynarodowym.

Piotr Zasępa – adiunkt na Uniwersytecie im. Jana Długosza w Częstochowie. Zajmuje się tematyką funkcjonowania funduszy private equity i venture capital. Autor ponad 60 publikacji naukowych z tego zakresu. Członek rady nadzorczej AOW Faktoring w Częstochowie.

Spis literatury

- Becky-Nagy, P., Fazekas, B. (2022). Spurring entrepreneurship with public venture capital in developing industries – Evidence from Hungary. *Journal of Entrepreneurship in Emerging Economies*, 14(4). <https://doi.org/10.1108/JEEE-06-2022-0167>
- Durufélé, G., Hellmann, T., Wilson, K. (2017). *From start-up to scale-up: Examining public policies for the financing of high-growth ventures*. Bruegel Working Paper Issue 04/2017.
- EVCA Yearbooks, Invest Europe Report (1993–2025). Brussels.
- Grilli, L., Murtinu, L. (2014). Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms. *Research Policy*, 43(9), 1523–1543. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2014.04.002>
- Grzywacz, J., Jagodzińska-Komar, E. (2017). Fundusz venture capital a rozwój start-upów w Polsce. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, 8, 69–78.
- Guerini, M., Quas, A. (2016). Governmental venture capital in Europe: Screening and certification. *Journal of Business Venturing*, 31(2), 175–195.
- Karsai, J. (2018). Government venture capital in Central and Eastern Europe. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 20(1), 73–102. <https://doi.org/10.1080/13691066.2018.1411040>
- Klonowski, D. (2006). Local laws and venture capital contracting in transition economies: Evidence from Poland. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 8(4), 253–267.
- Kraemer-Eis, H., Signore, S., Prencipe, D. (2016). *The European venture capital landscape: An EIF perspective. Volume I: The impact of EIF on the VC ecosystem*. EIF Research & Market Analysis Working Paper 2016/34.
- Lerner, J., Tåg, J. (2013). Institutions and venture capital. *Industrial and Corporate Change*, 22(1), 153–182. <https://doi.org/10.1093/icc/dts050>
- Nightingale, P., Murray, G., Cowling, M., Baden-Fuller, C., Mason, C., Siepel, J., Hopkins, M., Dannreuther, C. (2009). *From funding gaps to thin markets: UK government support for early-stage venture capital*. NESTA. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1478902>
- OECD. (2017). *Financing SMEs and entrepreneurs 2017: An OECD scoreboard*. OECD Publishing. https://doi.org/10.1787/fin_sme_ent-2017-en
- Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych. (2024). *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2024*. Warszawa: PSIK.
- Puri, M., Zarutskie, R. (2012). On the lifecycle dynamics of venture-capital and non-venture-capital financed firms. *The Journal of Finance*, 67(6), 2247–2293. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01786.x>
- Świdwerska, J. (2008). *Quasi fundusze venture capital*. Warszawa: Difin.

Public recapitalization of the venture capital market in Poland as a factor in the development of innovative early-stage companies

Abstract: An important segment of the financial market is alternative investments, particularly the activities of private equity (PE) and venture capital (VC) funds. This article analyzes the impact of private equity and venture capital funds on the development of enterprises in Poland and compares their significance in the European and global economy. The study primarily focuses on the functioning of the venture capital sector in Poland between 1998 and 2023, as well as the role of the state and public funds in supporting young enterprises. The main objective of the analysis is to determine the level of activity of commercial and public venture capital funds in Poland – covering capital acquisition, the investment process, and divestment – as a form of support for innovative firms in early stages of development. Special attention is given to capital financing and the current share of public capital in the creation of new VC funds in Poland. In particular, the article examines the activities of the National Capital Fund and the Polish Development Fund regarding the number and volume of venture capital investments in Poland. It appears that the mission of publicly funded VC funds has been fulfilled, as the number of companies supported by these funds increases once they begin investment activities. The article also addresses the lack of activity of commercial VC funds in Poland and discusses the phenomenon of quasi-public VC funds displacing private investments. The primary aim is to assess the impact of publicly backed venture capital funds on the volume and number of investments in Poland between 1998 and 2023, providing insight into whether VC funds can effectively fill the capital gap faced by young and innovative enterprises.

Keywords: venture capital, seed capital, startup capital, public venture capital, fund of funds.

JEL Classification: O43, O16, E44.