

Oryginalny artykuł naukowy
Original Article

Data wpływu/Received: 06.08.2014

Data recenzji/Accepted: 17.10.2014; 20.12.2014

Data publikacji/Published: 2.09.2015

Źródła finansowania publikacji: środki własne Autora

DOI: 10.5604/18998658.1173133

Authors' Contribution:

- (A) Study Design (projekt badania)
- (B) Data Collection (zbieranie danych)
- (C) Statistical Analysis (analiza statystyczna)
- (D) Data Interpretation (interpretacja danych)
- (E) Manuscript Preparation (redagowanie opracowania)
- (F) Literature Search (badania literaturowe)

dr Piotr Zasępa^{B C D}

Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie

**WPŁYW STOPY PROCENTOWEJ NA POZIOM
POZYSKANYCH KAPITAŁÓW ORAZ INWESTYCJI PRZEZ
FUNDUSZE VENTURE CAPITAL ORAZ PRIVATE EQUITY
NA RYNKU POLSKIM**

**THE IMPACT OF INTEREST RATES ON THE LEVEL
OF ACQUIRED CAPITAL AND INVESTMENTS BY VENTURE
CAPITAL FUNDS AND PRIVATE EQUITY FUNDS
ON THE POLISH MARKET**

Streszczenie: Fundusze venture capital oraz private equity są klasyfikowane na rynku finansowym jako inwestycje alternatywne. Cykl inwestycyjny funduszy wysokiego ryzyka składa się z trzech głównych następujących po sobie etapów. Pierwszym z nich jest faza pozyskiwania funduszy od

inwestorów a następnie ich dalsze aktywne inwestowanie. Na poziom zebranych i zainwestowanych środków ma wpływ wiele czynników, wśród których najważniejszym wydaje się być stopień rozwoju rynku kapitałowego, historyczna stopa zwrotu funduszy oraz rynkowa stopa procentowa. Celem artykułu jest analiza wpływu zmian referencyjnej stopy procentowej w latach 1998-2013 na rynku polskim na poziom pozyskiwanych i inwestowanych środków przez fundusze venture capital oraz private equity.

Słowa kluczowe: venture capital, private equity, korelacja stóp zwrotu, stopy procentowe

Abstract: Venture capital funds and private equity funds are classified in the financial market as an alternative investment. The cycle of high-risk investment funds consists of three main successive phases. The first one is to raise funds from investors and then invest them actively. The level of invested funds collected and is influenced by many factors, among which the most important seems to be the degree of development of the capital market, the historical rate of return of funds and the market rate. The aim of the article is to analyze the influence of changes in the reference interest rate in the period 1998-2013 on the Polish market to the level obtained and invested funds through venture capital funds and private equity funds.

Key words: venture capital, private equity, correlation of rates of return, interest rates

Wstęp

Fundusze venture capital (VC) oraz private equity (PE) inwestują w przedsiębiorstwa we wczesnych fazach rozwoju charakteryzujące się dynamicznym rozwojem oraz przyrostem ich wartości. Można stwierdzić, iż aktywność globalnych funduszy VC oraz PE uzależniona jest od dwóch głównych czynników: sytuacji na publicznym rynku akcji oraz restrykcyjności polityki kredytowej instytucji finansowych, czyli głównie poziomu stopy procentowej. Dalsze czynniki mające wpływ na poziom aktywności funduszy PE oraz VC to sytuacja na rynku pierwotnej oferty publicznej, rynku transakcji fuzji i przejęcia, wzrostu gospodarczego, spreadów kredytowych czy zmienności stóp zwrotu rynków aktywów publicznych. Mimo rozwijającego się rynku funduszy venture capital oraz private equity inwestycje te zaczęły być nieefektywne, spowodowane jest to wieloma czynnikami, takimi jak: problemy z wyjściem z inwestycji (zbyt mała liczba transakcji IPO), okresowo niskie wyceny przedsiębiorstw, źle przeprowadzone inwestycje czy trudności z pozyskaniem odpowiedniej wielkości środków na inwestycje, co prowadzi do rozwodnienia kapitałów inwestowanych w pojedyncze projekty i ich dalszej nieefektywności. Jednym z ważniejszych czynników wpływających na opłacalność inwestycji jest referencyjna stopa procentowa, która na rozwiniętych rynkach ulega fluktuacjom w zależności od danej sytuacji rynkowej.

Celem artykułu jest analiza wpływu zmian referencyjnej stopy procentowej w latach 1998-2013 na rynku polskim na poziom pozyskiwanych i inwestowanych środków przez fundusze venture capital oraz private equity funkcjonujących w Polsce.

1. Charakterystyka cyklu inwestycyjnego funduszu VC oraz PE

Cykl inwestycyjny funduszy VC oraz PE rozciąga się na kilka bądź kilkanaście lat i obejmuje pięć faz charakteryzujących się odmiennymi cechami oraz zadaniami, jakie fundusz zobowiązany jest wykonać. Najważniejszymi fazami są: akwizycja kapitału, poszukiwanie i analiza potencjalnych projektów inwestycyjnych, zamknięcie inwestycji, udział w zarządzaniu przedsiębiorstwem (praca nad wzrostem jego wartości) i ostatni etap sprzedaży przedsiębiorstwa – dezinwestycja. Etapy te następują po sobie i mają charakter rozłącznych faz występujących niezależnie.

Fundusz rozpoczyna swą działalność od akwizycji kapitału. W tej fazie gromadzi kapitał od inwestorów prywatnych i instytucjonalnych. W sytuacjach, kiedy fundusze są tworzone przez przedsiębiorstwa czy instytucje, cały kapitał może należeć do nich i właścicielem funduszu będzie dane przedsiębiorstwo (*corporate venture capital*). Zakres działalności funduszu warunkuje wysokość środków finansowych, jakie są niezbędne dla jego prawidłowego funkcjonowania. Ważnym problemem na tym etapie jest określenie warunków powierzenia funduszowi kapitału, które będą odpowiadały interesom kapitałodawców i menedżerom spółki. Faza ta trwa od kilku do kilkunastu miesięcy¹. Głównymi dawcami kapitału są banki, fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, instytucje publiczne, przedsiębiorstwa i korporacje, agencje rządowe, instytuty naukowe i osoby prywatne. Zdarza się coraz częściej, że dawcami kapitału dla funduszy są także fundusze zajmujące się inwestowaniem typu *venture capital* lub *private equity*. Fundusze tego typu są nazywane funduszami funduszy (*fund of funds*). Pozyskanie i analiza potencjalnych projektów inwestycyjnych to kolejny etap, z jakim musi się zmierzyć fundusz tuż po zgromadzeniu odpowiednich kapitałów. Ostatni etap cyklu inwestycyjnego to sprzedaż posiadanych udziałów zwany dezinwestycją. Jest to proces przygotowania i przeprowadzenia odsprzedaży udziałów spółki po osiągnięciu przez nią sukcesu rynkowego lub oczekiwanych celów ekonomicznych.

2. Stopa procentowa jako determinanta poziomu inwestycji venture capital oraz private equity

Stopy procentowe to jeden z głównych czynników służących do wyceny papierów wartościowych oraz instrumentów finansowych na rynku. Ich poziom w różny sposób wpływa na wycenę aktywów na różnych segmentach rynku. Tak jak rynki kapitałowe tak i segment *venture capital* oraz *private equity* narażone są na zmiany czynników makroekonomicznych². Wszyscy inwestorzy dobrze zdają sobie sprawę z tego, iż poziom stóp procentowych determinuje zachowania wielu instrumentów finansowych, choć z odmiennym skutkiem. Zgodnie z teorią niskie stopy procentowe oznaczają niższy koszt pozyskania kapitału oraz jednocześnie niskie oprocentowanie depozytów. W związku z tym

¹ D. Gladstone, *Venture Capital Handbook*, Prentice Hall, 2002, s. 126.

² P.A. Gompers, J. Lerner, *What drives venture capital fundraising*, Working paper 9609, National bureau of economic research, January 1999, s. 12.

inwestorzy szukają alternatywnych miejsc ulokowania środków w oczekiwaniu na większy zwrot z inwestycji. Naturalnym wynikiem tych poszukiwań jest rynek kapitałowy, co powinno się przełożyć na wzrost cen ze względu na zwiększony popyt na akcje.

Sytuacja funkcjonowania niskich stóp procentowych na rynku implikuje negatywna sytuacja ekonomiczna, powodując wysoką stopę bezrobocia i powolne tempo wzrostu PKB. Stopy procentowe są utrzymywane na niskim poziomie dopóty, dopóki nie poprawi się wyraźnie sytuacja na rynku pracy, co jest często sygnałem do głębokiej zmiany w kręgach inwestycyjnych. W przypadku ustabilizowania się zysków na rynkach publicznych inwestorzy, którzy chcą uzyskiwać wyższe zyski, będą musieli poszukać bardziej innowacyjnych rozwiązań inwestycyjnych. Gospodarka powolnego wzrostu i stopy procentowe bliskie zeru są jednak silnym sygnałem, że przedsiębiorcy mogą przekonać banki – nawet przy uwzględnieniu ryzyka – że ich propozycje przedsięwzięć są godne większej uwagi. Przedsiębiorczość jako „inwestycja alternatywna” może być bardziej kusząca dla przedsiębiorców instytucjonalnych, którzy poszukują najciekawszych możliwości alokacji kapitału i dążą do dywersyfikacji inwestycji. Nie wiadomo jeszcze, jakimi innowacyjnymi rozwiązaniami na politykę niskich stóp procentowych zareagują korporacje realizujące nowe przedsięwzięcia czy fundusze venture capital.

Względna skromność zysków z tradycyjnych inwestycji oraz coraz większa atrakcyjność pójścia ścieżką innowacji sugeruje, że jest to chyba odpowiedni czas dla przedsiębiorców z prototypem o wielkim potencjale rozwojowym. Niższe stopy procentowe mogą zatem zwiększyć atrakcyjność funduszy venture capital. Niestety, dane sugerują, że nie do końca może to się przełożyć na poziom inwestycji VC oraz PE. Według wstępnej oceny Price Waterhouse Coopers, w roku 2012 działalność funduszy venture capital uległa ograniczeniu. W pierwszych trzech kwartałach ubiegłego roku zainwestowano 20 miliardów dolarów w 2661 przedsięwzięć, czyli mocno poniżej kwoty zainwestowanej do tego samego czasu w roku poprzedzającym, co uprawdopodobnia możliwość, iż rok 2012 będzie gorszy od 2011 zarówno pod względem kwotowym, jak i liczby inwestycji. Ponadto należy stwierdzić, iż spółek pozagiełdowych jest o wiele więcej niż tych, których akcje dostępne są na rynkach regulowanych. Wynika to przede wszystkim z faktu, że typowa spółka pozagiełdowa jest przeciętnie 10 razy mniejsza od giełdowej odpowiedniczki. Drugim powodem jest to, że spółki niepubliczne zagospodarowują o wiele większą część zasobów światowej gospodarki. Szacuje się na przykład, że 86 proc. zatrudnionych w sektorze prywatnym pracuje właśnie w spółkach niepublicznych. Duża liczba przedsiębiorstw nie oznacza jednak, że ktoś, kto chciałby w nie zainwestować, mógłby łatwo to uczynić. Większość dużych spółek niepublicznych ma bowiem jednego właściciela, który rzadko kiedy jest skłonny oddać kontrolę nad swoją firmą. Objęcie mniejszościowego pakietu nie jest zaś praktykowane, ponieważ prawa drobnych akcjonariuszy w spółkach niepublicznych są bardzo słabo chronione. Sytuację taką rozwiązują po części fundusze VC oraz PE, które mają wypracowane schematy inwestycyjne w tego typu przedsiębiorstwa. Zależność między stopami procentowymi a inwestycjami stanowi przedmiot licznych dociekań teoretycznych i analiz empirycznych. Mimo to dotychczas nie udało się uzyskać jednoznacznej

odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu decyzje banku centralnego dotyczące stopy referencyjnej oddziałują na inwestycje.

3. Badania empiryczne nad wpływem stopy procentowej na rynki kapitałowe

Badania empiryczne w przypadku polskiego rynku akcji wskazują, że najwyższy poziom korelacji pomiędzy seriami danych istnieje w momencie przesunięcia poziomu stopy referencyjnej o 12 miesięcy do przodu. Wartość współczynnika korelacji wynosi w takim wypadku -66%. Analizując dane, można zaobserwować, że w większości przypadków najniższe poziomy stóp procentowych oznaczały najwyższe notowania indeksu WIG20. Badania nad poziomem indeksu WIG20 i zależności stopy procentowej wskazują, że: 1. W marcu 2000 roku szczyt indeksu na poziomie 2481 punktów odpowiadał dołkowi stóp na poziomie 13%. 2. W październiku 2001 roku najniższemu poziomowi indeksu – 1106 punktów – odpowiadał szczytowi stóp na poziomie 19%, 3. W październiku 2007 roku szczyt indeksu na poziomie 3832 punktów odpowiadał najniższemu poziomowi stopy procentowej – 4%, 4. W marcu 2009 roku dołek indeksu na poziomie 1481 punktów odpowiadał szczytowi stóp na poziomie 6%, choć stało się to z czteromiesięcznym wyprzedzeniem, 5. W kwietniu 2011 roku szczyt indeksu na poziomie 2903 odpowiadał dołkowi stóp na poziomie 3,5% 6. W lipcu 2013 roku dołek indeksu na poziomie 2244 odpowiadał szczytowi stóp na poziomie 4,75%. 7. W lutym 2014 roku maksimum na poziomie 2526 odpowiadał minimalnej stopie procentowej na poziomie 2,5%.

Oznacza to, że w 5 na 8 przypadków, dołek lub szczyt stóp procentowych przesunięty o 12 miesięcy do przodu wyznaczał idealnie punkt zwrotny na warszawskim indeksie największych spółek, a w 1 na 8 przypadków nastąpiło czteromiesięczne przesunięcie. Natomiast w dwóch przypadkach zależność się nie sprawdziła. W latach 2004-2005 dwóm ekstremum na stopach procentowych nie towarzyszył ani szczyt, ani dołek na indeksie WIG20.

Obniżki stóp zwykle są zapowiedzią dobrej koniunktury giełdowej. Powodują bowiem, że spadają zyski od środków ulokowanych na depozytach bankowych oraz w obligacjach. Z kolei dzięki temu zwiększa się zainteresowanie inwestycjami, które mogą przynieść wyższe zyski. Z analizy wynika, że podczas czterech ostatnich cykli obniżek stóp w naszym kraju indeks WIG rósł od 16,5% do 119%. Stopy procentowe są jednym z podstawowym narzędzi banków centralnych w kształtowaniu polityki pieniężnej każdego kraju. Mają one wpływ nie tylko na gospodarkę, inflację, koszty kredytów, ale również na kondycję giełdy papierów wartościowych oraz innych inwestycji rynku kapitałowego. Można podkreślić, że długoterminowa zwyżka cen akcji rozpoczynała się zazwyczaj z drobnym opóźnieniem i nie następowała nigdy po pierwszej obniżce stopy procentowej. Na przykład indeks WIG zaczął notować wzrosty dopiero po ośmiu (luty 1998), sześciu (marzec 2001), dwóch (marzec 2005) i trzech (listopad 2008) miesiącach od decyzji banku centralnego o luzowaniu polityki pieniężnej. Kiedy jednak już to nastąpiło, stopy zwrotu w danym okresie były naprawdę wysokie: + 62,9% (marzec 2001 – lipiec 2004), +119,32% (marzec 2005 – marzec 2007), +75% (listopad 2008 – styczeń 2011).

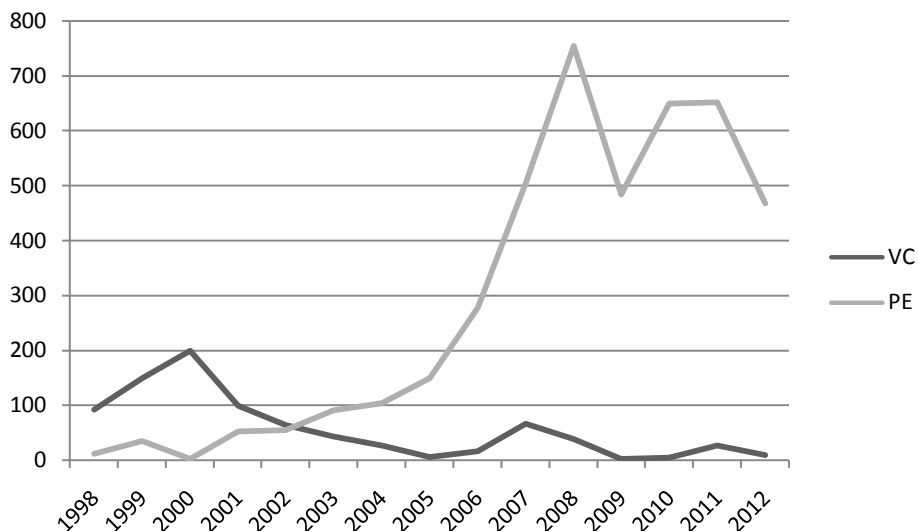
Rynki kapitałowe z dłuższą historią dostarczają więcej dowodów na oddziaływanie na nie poziomu stopy procentowej. Na rynku amerykańskim w okresie 1990-2013 można było zaobserwować aż 5 cykli zmian stopy *federal funds* (FED), które nakładały się ze zmianami indeksu szerokiego rynku reprezentowanego przez indeks S&P 500. Rozszerzając zakres analizy do 1955 roku, można zaobserwować aż 11 okresów, kiedy obniżki stóp procentowych FED wpływały na wzrosty na rynkach kapitałowych. Należy zwrócić uwagę na okres od połowy 2000 do czerwca 2004 roku oraz w pierwszej połowie 2008 roku. Na rynku amerykańskim notowano wtedy niezwykle dynamiczny proces obniżek stóp procentowych. Pierwszy miał na celu zahamowanie spadków na giełdzie po pęknięciu bańki internetowej (stopy obniżono z 6,5% do 1%) natomiast drugi – kryzysu związanego z kredytami hipotecznymi subprime (z 5,25% do blisko zera). Powyższe decyzje dotyczące obniżki stóp znalazły odzwierciedlenie w zmianach indeksu S&P 500. Szczyt giełdowy, który zakończył się w sierpniu 2000 roku, zbiegł się z okresem, kiedy stopy osiągnęły swoje najwyższe wartości. Z kolei trend wzrostowy na giełdzie rozpoczął się w chwili zakończenia cyklu obniżek stóp procentowych w czerwcu 2003 i potrwał aż do połowy 2007 roku. Stopa zwrotu z indeksu S&P 500 w tym okresie wyniosła 57,07%. Następny cykl charakteryzował się zdecydowanie większą dynamiką obniżek stóp, po zakończeniu których S&P 500 osiągnął dno bessy w marcu 2009 roku i rozpoczął nieprzerwany do kwietnia 2014 roku wzrost.

Okres obniżania stóp procentowych FED.	Stopa zwrotu z indeksu S&P500 w okresie
październik 1990 – styczeń 1994	+58,42%
październik 1998 – sierpień 2000	+38,14%
czerwiec 2003 – czerwiec 2007	+57,07%
marzec 2009 – kwiecień 2014	+184,39%

Analizując dane opisujące wpływ zmian stopy procentowej na rynki kapitałowe, można stwierdzić, że jest ona jednym z głównych czynników wpływających na kształtowanie się trendów zmian notowań indeksów giełdowych.

4. Wpływ zmian stopy procentowej na akwizycję oraz inwestycje funduszy venture capital oraz private equity na rynku polskim w okresie 1998-2013

Rynek funduszy venture capital oraz private equity zaczął kształtować się w Polsce w roku 1990. Początkowo fundusze w dużej mierze wspomagane były środkami publicznymi i to dzięki nim mogły dokonywać dużej liczby inwestycji w nowo powstające przedsiębiorstwa. Sytuacja zaczęła się zmieniać po 2000 r., kiedy to pojawiły się w pełni komercyjne fundusze VC oraz PE i zaczęły dominować transakcje rynkowe. Sytuację kształtowania się poziomu inwestycji na rynku funduszy VC oraz PE w Polsce obrazuje rys. 1.



Rysunek 1. Inwestycje PE oraz VC na rynku polskim w okresie 1998-2012 (w tys. EURO)

Figure 1. PE and VC investments in the Polish market in the period 1998 to 2012 (in thousand euros)

Źródło: obliczenia własne na podstawie EVCA YEARBOOKS 1999-2013.

Analizując dane zawarte na rys. 1, należy stwierdzić, że od 2002 roku zdecydowanie dominują transakcje w spółki znajdujące się na dalszym etapie rozwoju, w które angażują się wyłącznie fundusze PE. Udział inwestycji PE w stosunku do inwestycji funduszy VC w okresie 1998-2001 wynosił średnio około 89%. Po tym okresie udział inwestycji PE znacznie wzrósł i w 2012 r. wynosił już 98% wartości całego segmentu. Dane wskazują, że aktywność rynku funduszy VC oraz PE ma charakter cykliczny, dość mocno powiązany z rynkiem kapitałowym. Dzieje się tak, dlatego że dostarczycielami kapitałów do funduszy są głównie instytucje finansowe notowane na rynkach giełdowych i to od ich decyzji zależy dopływ kapitałów do funduszy. Tabela 1 prezentuje poziom uśrednionej referencyjnej stopy procentowej dla każdego roku z badanych lat oraz poziom pozyskanych i zainwestowanych środków przez fundusze VC oraz PE funkcjonujących w Polsce w latach 1998-2013.

Tabela 1. Poziom referencyjnej stopy procentowej oraz inwestycji i akwizycje (w tys. EUR) funduszy VC oraz PE na rynku polskim w okresie 1998-2013

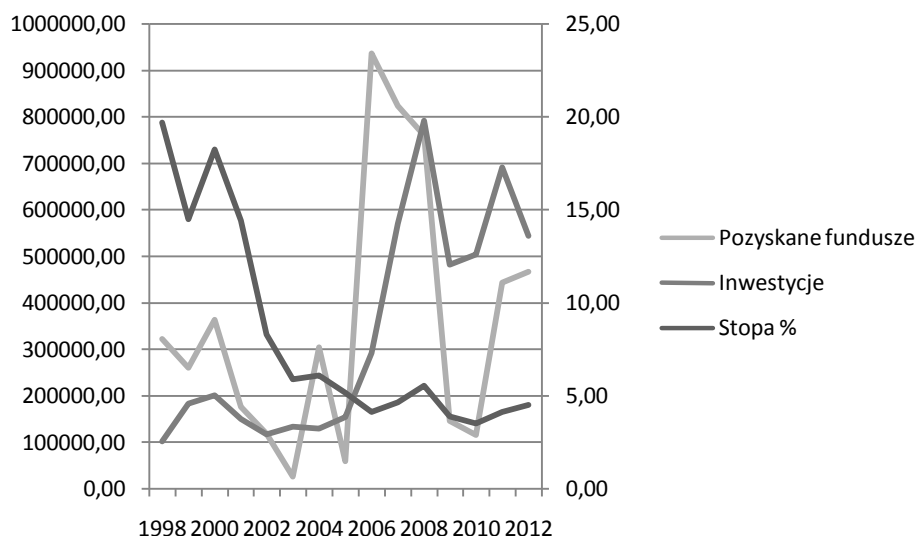
Table 1. The level of the reference interest rate and investment and acquisitions (in thou. EUR) VC and PE on the Polish market in the period 1998-2013

Rok	Stopa %	Pozyskane fundusze	Inwestycje
1998	19,70	322 312,53	102 103,80
1999	14,50	259 514,43	183 983,88
2000	18,25	363 219,90	201 591,00
2001	14,43	175 754,00	150 478,44

2002	8,28	118 709,00	117 697,04
2003	5,88	25 737,25	133 191,00
2004	6,08	303 881,00	130 032,00
2005	5,15	59 054,00	153 981,00
2006	4,13	936 500,00	293 000,00
2007	4,63	823 780,00	571 412,00
2008	5,54	760 460,00	792 805,00
2009	3,88	145 350,00	482 183,21
2010	3,50	114 760,00	504 431,91
2011	4,13	442 590,00	692 157,38
2012	4,50	466 720,00	544 003,72

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP oraz EVCA Yearbooks 1999-2013.

Analizując zmiany stopy procentowej przez NBP oraz trendy związane z pozyskaniem kapitału oraz inwestycjami funduszy VC oraz PE, można zaobserwować kolejne prawidłowości. Badany okres 15 lat pozwala odnaleźć w działalności inwestycyjnej funduszy VC oraz PE pewne prawidłowości. Wyraźnie widać, że inwestycje tych instytucji na rynku polskim mają charakter cykliczny. Podobnie jak w przypadku rynku kapitałowego korelacja zmian stóp procentowych i kształtowania się poziomu akwizycji oraz inwestycji funduszy PE oraz VC jest ujemna. W przypadku akwizycji kapitału w okresie 1998-2013 wynosi ona -18%, a w przypadku inwestycji jest to już poziom -55%. Można więc stwierdzić, że zmiany stopy procentowej są dość mocno skorelowane z poziomem przeprowadzanych inwestycji funduszy VC i PE. Sytuację tę prezentuje rys. 2.



Rysunek 2. Akwizycje oraz inwestycje funduszy VC/PE na tle zmian referencyjnej stopy procentowej w okresie 1998-2013 na rynku polskim

Figure 2. Acquisitions and investments VC / PE funds against the benchmark interest rate changes over the period 1998-2013 on the Polish market

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP oraz EVCA.

Analizując dane dotyczące powiązania zmian stóp procentowych oraz poziomu inwestycji segmentu PE, należy stwierdzić, że poziom pozyskanych środków przez fundusze nie wykazuje silnego powiązania ze zmieniającą się w badanym okresie stopą. W przypadku inwestycji dokonywanych przez fundusze od 2004 roku można zaobserwować dynamiczny wzrost inwestycji, który poprzedzony jest spadkiem stopy procentowej poniżej 6%. Dodatkowym czynnikiem spadku stóp i wzrostu inwestycji funduszy VC/PE mogło być wstąpienie Polski do UE. Jednak wzrostowy trend poziomu inwestycji w dalszym okresie utrzymywał się, a akwizycja kapitałów kształtowała się na zmiennym poziomie. Wyrażnie widać mocniejsze powiązanie poziomu inwestycji funduszy VC oraz PE ze zmianami stopy procentowej. Można również stwierdzić, iż inwestycje sektora wykupów są silniej powiązane ze zmianami stopy procentowej, natomiast typowe inwestycje VC i ich poziom na rynku polskim nie są skorelowane z jej zmianami. Inwestycje funduszy oraz ich efektywność wydają się być powiązane z cyklami koniunkturalnymi w gospodarce i na rynku kapitałowym. Poziom inwestycji i wyniki funduszy wzrastają wraz z rosnącym tempem PKB i spadają wraz ze wzrostem średniej stopy procentowej. Ponadto można wskazać, iż w przypadku występowania niskich rozpiętości oprocentowania (spreadów kredytowych) oraz niskiej rentowności obligacji korporacyjnych i wyboru tego momentu na inwestycję typu PE jej efektywność wzrasta³. Na rynku USA zauważono ponadto powiązania efektywności inwestycji VC i PE ze średnim poziomem stóp zwrotu z indeksów giełdowych

³ L. Phalippou, M. Zollo, *What drives PE fund performance?*, November 2005, s. 3.

oraz średnim poziomem stóp zwrotu z opcji zakupu na indeksy giełdowe. Wskazuje to na zależność inwestycji VC oraz PE od silnej skośności stóp zwrotu z przeprowadzonych inwestycji. Dane te potwierdza aktywność funduszy na rynku polskim i jej korelacja ze zmianami referencyjnej stopy procentowej.

Zakończenie

Inwestycje typu venture capital oraz private equity są istotnym czynnikiem zwiększającym innowacyjność gospodarki. Są one jednak uzależnione od cykli koniunkturalnych oraz rynku kapitałowego, z których czerpią środki na swoje funkcjonowanie. W artykule analizie został poddany tylko jeden czynnik wpływający na poziom inwestycji i akwizycji kapitału – stopa procentowa. Wstępna analiza korelacji poziomu kształtowania się zmian poziomu aktywności funduszy oraz referencyjnej stopy procentowej wskazuje na ich silne powiązanie i oddziaływanie.

Bibliografia

Dane NBP.

EVCA Yearbooks 1999-2013.

Gladstone D., *Venture Capital Handbook*, Prentice Hall, 2002.

Gompers P.A., Lerner J., *What drives venture capital fundraising*, Working paper 9609, National bureau of economic research, January 1999.

Phalippou L., Zollo M., *What drives PE fund performance?*, November 2005.

Nota o Autorze:

Dr Piotr Zasepa – adiunkt w Akademii im. Jana Długosza w Częstochowie, Wydział Nauk Społecznych, Instytut Zarządzania i Marketingu.

Author's resume:

Piotr Zasepa, Ph.D., Assistant Professor at the Institute of Marketing and Management at the Faculty of Social Sciences, Academy of them. Jan Długosz in Czestochowa.

Kontakt/Contact:

Dr Piotr Zasepa

Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie

Wydział Nauk Społecznych

Instytut Zarządzania i Marketingu

ul. Zbierskiego 2/4

42-200 Częstochowa

e-mail: pzasepa@ajd.czyst.pl