Alicja KORNASIEWICZ

ISTOTA *VENTURE CAPITAL* I JEGO ROZWÓJ W STANACH ZJEDNOCZONYCH

1. Uwagi wstępne

Coraz częściej do polskiej gospodarki napływają zasoby finansowe spoza tradycyjnych instytucji finansowych, takich jak banki, nazywane Venture Capital Money. Pieniądze te oferowane są w formie inwestycji kapitałowej zarówno przedsiębiorstwom prywatnym, jak i znajdującym się w procesie prywatyzacji. Ponieważ można oczekiwać nasilania się tego zjawiska, a nazwa i forma finansowania tego rodzaju nie były dotąd szeroko znane na polskim rynku kapitałowym, opracowanie niniejsze poświęcone jest wyjaśnieniu istoty i rozwoju tej instytucji.

W literaturze (dosyć skąpej na temat *venture capital*) można spotkać różne definicje, bardziej lub mniej rozwinięte. W książce *Principles of corporate finance*, instytucja *venture capital* zdefiniowana jest jako inwestycja kapitałowa w nowe prywatne przedsięwzięcie. Finansowanie *venture capital* może być zorganizowane przez specjalne fundusze *venture capital* – instytucje zajmujące się tego rodzaju finansowaniem oraz przez bogate rodziny, które gotowe są poprzeć niesprawdzone przedsięwzięcia w zamian za posiadanie udziałów w tych przedsięwzięciach. Celem przedsiębiorstw *venture capital* jest pomoc rozwijającym się przedsiębiorstwom w ich trudnym okresie dojrzewania, zanim staną się firmami gotowymi do wprowadzenia na giełdę[1].

W publikacji *A guide to Venture Capital* definicja jest bardzo obszerna i mówi, że *venture capital* jest instrumentem finansowania początków, rozwoju lub zakupu przedsiębiorstwa, gdzie *venture* kapitalista nabywa uzgodnioną część udziałów w zamian za dostarczone środki finansowe. Działalność finansowa prowadzona przez *venture* kapitalistę nie jest działalnością bezpieczną. Podejmuje on ryzyko porażki, tak jak i inni udziałowcy, partycypuje jednak w sukcesie firmy

[1] **R. A. Brealey, S. C. Myers**, Principles of Corporate Finance, wyd. 4, Prentice Hall. New Jersey 1991, s. 339.

poprzez sprzedanie swojego udziału i osiągnięcie zwrotu na inwestycji lub wprowadzenie przedsiębiorstwa na giełdę[2]. Autor tej definicji zwraca uwagę na różnice pomiędzy pieniędzmi pożyczonymi (kredyt, leasing, factoring) a finansowaniem przez *venture capital*. Bankowcy są wynagradzani poprzez pobierane odsetki i spłatę kapitału. W skrajnej sytuacji niepowodzenia lub zmiany poglądu co do dalszego rozwoju biznesu mogą doprowadzić do bankructwa firmy.

Venture kapitalista jest inwestorem w kapitał, jest partnerem i ma nadzieję być wynagradzany poprzez sukces firmy w postaci dywidend lub zwrotu (w sytuacji sprzedaży) na inwestycji. *Venture* kapitalista często pracuje razem z innymi instytucjami finansowymi i konstruuje dla przedsiębiorstwa najlepszy układ finansowania.

Natomiast autorzy książki *Venture Capital at the Crossroads* zwracają bardzo uwagę na prawidłowość definicji *venture capital*. Twierdzą, że rosnąca liczba funduszy *venture capital*, szczególnie w Europie, może być myląca, jeśli używając terminologii *venture capital*, będzie miało się na myśli klasyczny amerykański styl *venture capital*. Niektóre fundusze nazywane *venture capital* zajmują się głównie finansowaniem tzw. *management and leveraged buyouts* (MBO)[3]. Inne zaś fundusze zmieniają politykę inwestycyjną, finansując przedsięwzięcia bardziej dojrzałe[4].

„Venture Capital Journal" w numerze grudniowym z 1989 r. stwierdza, że nie ma takiej uniwersalnej definicji w żadnym kraju, która mogłaby być szeroko stosowana[5].

European Venture Capital Association w swojej publikacji za rok 1990 podaje następującą definicję *venture capital*: „*Venture capital* jest to zorganizowana jednostka lub osoba:

– która może udowodnić zdolność do aktywnego zarządzania kapitałem lub quasi-kapitałem dla małych i średnich przedsiębiorstw, początkujących lub rozwijających się (nie notowanych na giełdzie), które mają duży potencjał rozwojowy w zakresie produktu, technologii czy też usług,

---

[2] **K. Arundale**, A Guide to Venture Capital, BVCA 1992, wyd. 2, 1994, s. 1.

[3] *Management-leveraged buyouts* – jest to zakup istniejącego przedsiębiorstwa (całości lub części) przez grupę zarządzającą w celu zwiększenia jego zyskowności. Finansowane jest przez takie instrumenty, jak pożyczka, podporządkowany kredyt lub udziały preferencyjne, czasami nawet w całości, gdy zarząd nie posiada własnych funduszy. Finansowanie MBO pociąga relatywnie małe ryzyko, ponieważ biznes jest ustabilizowany i zyskowny. Produkt jest rozwinięty, rynek znany i istnieją ustalone długoterminowe relacje z klientem. Kapitał zainwestowany pozwala na zmianę właściciela i powinien być raczej nazwany *corporate finance*, niż *venture capital*, który sugeruje duże ryzyko.

[4] **W. D. Bygrave, J. A. Timmons**, Venture Capital at the Crossroad, 1992, s. 73.

[5] „Venture Capital Journal", December 1989.

– których głównym celem jest zysk na kapitale jako wynagrodzenie podjętego ryzyka,

– i które mogą dostarczyć aktywną pomoc w zarządzaniu przedsiębiorstwem, w które zainwestowali"[6].

Aby lepiej zrozumieć rolę i znaczenie, jakie miał i ciągle ma *venture capital* w rozwoju przedsiębiorstw i gospodarki, niezbędne jest zapoznanie się z historią jego powstania. Prześledzenie tego procesu, od pomysłu do efektu, możliwe jest na podstawie doświadczeń amerykańskich, gdzie osiągnięto największe sukcesy.

2. Powstanie instytucji *venture capital*

Początki *venture capital* można już znaleźć w końcu XVIII w., kiedy to przedsiębiorcy znajdowali bogate osoby skłonne do finansowania ich różnych, wcześniej nie sprawdzonych, projektów. Chociaż pierwsze korzenie *venture capital* znajdują się w Europie, to rozwinął się on właściwie w Stanach Zjednoczonych w latach dwudziestych i trzydziestych naszego stulecia. W tym czasie bogate rodziny i indywidualni inwestorzy zabezpieczali potrzeby finansowe początkujących przedsiębiorstw, które w ich przekonaniu miały dobre perspektywy rozwojowe. Wiele z tych przedsiębiorstw stało się później bardzo znane nie tylko w Ameryce, ale i w świecie, jak np. Eastern Airlines czy Xerox. Generalnie uważa się jednak, że przełomowym momentem dla rozwoju *venture capital* był rok 1946, kiedy zostało założone American Research and Development (ARD), którego podstawowym celem było finansowanie rozwoju początkujących, nowych przedsiębiorstw.

Przyjmuje się, że ojcem idei *venture capital* był Ralph E. Flanders, prezes Federalnego Banku Rezerw w Bostonie. Z niepokojem obserwował, jak gospodarka amerykańska popada w tym okresie w zastój i stagnację. Brak było rozwoju nowych firm, które odwróciłyby te tendencje. Na przeszkodzie dynamicznego rozwoju gospodarczego stały przepisy prawne, praktycznie uniemożliwiające zdobycie środków finansowych dla nowych przedsiębiorstw z publicznych źródeł instytucjonalnych (funduszy inwestycyjnych). Prawo inwestycyjne obowiązujące od 1940 r. stanowiło, że tylko 5% ich aktywów mogło być inwestowane w nowo powstające przedsiębiorstwa.

R. E. Flanders wysunął tezę, że należy natychmiast zmienić restrykcyjne przepisy. W tej sprawie uzyskał poparcie Georga Doriota, profesora z Uniwersytetu Harvarda, który od lat zajmował się zagadnieniem rozwoju nowo powstałych, dobrze zapowiadających się przedsiębiorstw. Zarówno R. E. Flanders, jak i G. Doriot oraz kilku ich kolegów rozpoczęli prace z przekonaniem, że sukcesy w rozwoju technologii w Massachusetts Institute Technology (MIT) w czasie

[6] 1990 Yearbook EVCA.

II wojny światowej mogą być przeniesione w świat biznesu. Byli przekonani, że można bez poparcia rządowego finansować prace badawcze nad rozwojem technologicznym w ramach specjalnie do tego celu utworzonych małych prywatnych przedsiębiorstw. Celem nadrzędnym przedsięwzięcia było jednak zdynamizowanie całej gospodarki.

American Research and Development (ARD) zostało założone na prawie stanu Massachusetts 6 czerwca 1946 r. Do Flandersa i Doriota dołączyli koledzy z MIT, przedsiębiorcy, wielu znanych prawników i finansistów. Powstało aktywne lobby zdolne do kształtowania opinii publicznej, a zwłaszcza środowisk biznesowych i rządowych. Na początek postanowiono zebrać kwotę 5 mln dol., co na owe czasy było wielkim wyzwaniem, tym bardziej że zbierano pieniądze dla przedsięwzięcia nie znanego i wcześniej nie sprawdzonego. Ponadto żaden z założycieli nie zamierzał pracować w pełnym wymiarze dla przedsięwzięcia, pozostając przy swoim zawodzie. Opracowany w tym celu prospekt i liczne publiczne prezentacje projektu niewiele wspomniały o zyskach, a jedynie mówiły o pomocy w rozwoju i budowie gospodarki, co dodatkowo osłabiało jego atrakcyjność. Jako minimalną kwotę dla rozpoczęcia działalności przyjęto wartość 3 mln dol. Ostatecznie uzbierano 3,5 mln dol., z czego instytucjonalni inwestorzy wpłacili 1,8 mln dol. Ponadto współwłaścicielami były trzy uniwersytety, zaś 45% z całej kwoty zostało wykupione przez dyrektorów i menedżerów z ARD. Ogólnie mówiąc, główne źródło inwestycji dla ARD stanowiły środowiska związane z Uniwersytetem Harvarda i Massachusetts Institute Technology.

Pierwszym przedsiębiorstwem sfinansowanym przez ARD było High Voltage Engineering Corporation (HVE). Zostało ono założone przez pięciu fizyków i inżynierów z MIT. Była to też pierwsza jednostka wprowadzona przez ARD na New York Stock Exchange. W kolejnym okresie ARD zainwestowało w sześć nowo powstałych i dwa już istniejące przedsiębiorstwa. Potrzeby inwestycyjne tych jednostek nieprzerwanie rosły aż do 1950 r. Doprowadziło to do negatywnej płynności finansowej nie tylko samego funduszu, ale i przedsiębiorstw, w które fundusz zainwestował. Przez pierwsze pięć lat fundusz przeżywał bardzo trudny okres. Miał negatywną płynność finansową, a jednostki będące w jego portfelu domagały się nieprzerwanie dodatkowego kapitału na rozwój. Brakowi płynności finansowej funduszu towarzyszyła niska zyskowność i w rezultacie niemożność osiągnięcia wymaganej stopy zwrotu na inwestycji.

W okresie tym, poza wymienionymi wyżej problemami, dla których rozwiązania nie znajdowano wówczas środków zaradczych, dodatkowo piętrzyły się problemy związane z oceną wartości inwestycji w nowych prywatnych przedsiębiorstwach, potrzebą zebrania dodatkowego kapitału oraz rosnącymi opłatami konsultantów. Aby je przezwyciężyć, G. Doriot i jego doradcy zaczęli bardziej angażować się w jednostki, w które ARD zainwestowało, służąc pomocą techniczną i menedżerską. Jak mówił sam G. Doriot, większość przedsiębiorstw,

w które zainwestowano była bliska bankructwa, zaś „zadaniem ARD było obserwowanie, poparcie, martwienie się, jak rozwiązać problemy i podnoszenie nadziei"[7].

Mimo że w 1949 r. ARD zyskało przychylność prasy biznesowej i środowisk finansowych, jednak 57% z 4 mln dol. dodatkowego kapitału nie udało się zebrać. Dalsze finansowanie przedsiębiorstw prawie zostało przerwane. Dopiero w 1951 r. ARD uzyskał płynność finansową i mógł kontynuować finansowanie. W tym okresie, pomimo że dziesięć przedsiębiorstw funduszu wykazywało już zyski, cena za udział w ARD spadła.

3. Rozwój *venture capital* w latach sześćdziesiątych i siedemdziesiątych. Faza wzrostu i załamania

W 1954 r. nastąpiła radykalna zmiana w filozofii ARD, polegająca na większym zainteresowaniu zyskownością i potrzebą płacenia dywidend. Przełomowym wydarzeniem w historii ARD i rozwoju *venture capital* w ogóle była inwestycja w 1957 r. dokonana w Digital Equipment Corporation (DEC). Nie spotykany dotąd sukces DEC w produkcji minikomputerów wyniósł *venture capital* do roli efektywnego wehikułu finansowego, który tworzy warunki do dynamicznego nowoczesnego rozwoju gospodarczego. W okresie do 1971 r. DEC podniosło wartość rynkową ARD o 5000% (do tej pory nie notowana) i ustanowiło standardy dla *venture capital* lat siedemdziesiątych i osiemdziesiątych, zwłaszcza w zakresie wymaganej stopy zwrotu.

Dynamiczny rozwój DEC przekonał inwestorów do ARD, co pozwoliło na zebranie w latach sześćdziesiątych dodatkowego kapitału o wartości 8 mln dol. W 1971 r. udziały ARD wyceniono na 355 mln, a rok później zostało ono sprzedane firmie TEXTRON Inc. za 813 mln dol., za pierwotny udział. To wydarzenie udowodniło znaczenie *venture capital* i jego zdolność do aktywnej pomocy nowo powstającym przedsiębiorstwom. Stanowiło to też potwierdzenie tezy wysuwanej przez G. Doriota w okresie tworzenie ARD, że kluczem do dynamicznego rozwoju gospodarki jest przyspieszenie rozwoju nowych przedsiębiorstw.

Sukces rozwoju DEC i podobne sukcesy innych inwestycji uruchomiły proces klonowania, zmieniając jednak kryteria inwestycyjne. **Inwestycyjne podejście ARD było klasycznym inwestowaniem *venture capital* w tym sensie, że inwestycje miały charakter długoterminowy, inwestowano tylko w kapitał i inwestorzy byli przygotowani na ujemną płynność finansową i brak sukcesu w krótkim okresie.**

Tak działalność ARD, jak i innych funduszy typu *venture capital* wywierały presję na rząd federalny USA do podjęcia aktywnej roli w mobilizowaniu kapitałów na inwestycje podwyższonego ryzyka, a tym samym udział w budowie

[7] **W. D. Bygrave, J. A. Timmons**, Venture Capital at the Crossroad, s. 19.

i rozwoju nowych firm. W wyniku tej presji, drugi ważny obok ARD punkt zwrotny w rozwoju *venture capital* miał miejsce w 1958 r., kiedy Small Business Administration (SBA)[8] założył Small Business Investment Company (SBIC). Regulacja prawna SBIC miała na celu tworzenie funduszy licencjonowanych i regulowanych przez rząd do zachęcania, tworzenia i rozwoju nowych przedsiębiorstw. Pomimo że fundusze były administrowane przez Small Business Administration, decyzje inwestycyjne pozostawały w rękach prywatnych. Prawne uregulowania pozwalały organizatorom SBIC na uzyskanie 4 USD nisko oprocentowanych kredytów rządowych na każdy 1 USD, który zainwestowali w ramach funduszu. Przyjęta struktura finansowania, jak się wkrótce okazało, była olbrzymim obciążeniem SBIC. Obsługa długów przez przedsiębiorstwa, w które zainwestowali, i potrzeba spłaty kredytów federalnych przez SBIC doprowadziła do ukształtowania się nowej filozofii i praktyki inwestowania, zupełnie innej co do charakteru, niż miało pionierskie ARD. Aby wywiązać się ze swoich zobowiązań, SBIC finansowało inwestycje z istotnym udziałem długu. ARD inwestowało natomiast tylko w kapitał i zarządzało swoimi przedsiębiorstwami w taki sposób, aby zbudować stabilne struktury kapitałowe, niewrażliwe na zmiany płynności i wpływów finansowych.

Rozwój przedsiębiorstw licencjonowanych przez SBIC następował bardzo szybko. W 1962 r. licencjonowanych było 585 jednostek. W latach siedemdziesiątych ich liczba wzrosła do około 700. Ponieważ inwestycje dotyczyły przedsięwzięć z dużym ryzykiem, przy jednoczesnym łagodnym podejściu przez SBIC do kwestii skali zadłużenia licencjonowanych przedsiębiorstw, doprowadziło to szybko do poważnych zakłóceń zarówno w sektorze oszczędnościowym, jak i kredytowym. W latach 1966 - 1967 już 232 przedsiębiorstwa należące do SBIC były zakwalifikowane jako problemowe. Niekompetencje, a nawet defraudacje zniszczyły dobry wizerunek rodzącego się *venture capital*. Rząd zareagował bardzo szybko zmianami w regulacjach prawnych, które doprowadziły do redukcji przedsiębiorstw licencjonowanych przez SBIC do liczby 50. W latach 1974 - 1975 stanowiły one już tylko 21% podaży *venture capital* w Stanach Zjednoczonych.

Recesja gospodarcza lat 1974 - 1975 wywołana kryzysem naftowym była dodatkowym czynnikiem, który doprowadził do załamania rozwoju *venture capital*. Zainteresowanie inwestorów działalnością typu *venture capital* opadało sukcesywnie aż do 1977 r. Instytucjonalni inwestorzy zaczęli kwestionować sensowność długoterminowych inwestycji, podnosząc problemy braku płynności finansowej i relatywnie do skali ryzyka niskiej stopy zwrotu. Rozpoczęli poszukiwania nowych możliwości inwestycyjnych w takich dziedzinach, jak: *management and*

[8] Small Business Administration – agenda rządu federalnego utworzona do wspierania rozwoju małego prywatnego biznesu.

leveraged buyuots. Ponadto u obserwatorów sukcesu ARD pojawiły się wątpliwości, czy firmy notowane na giełdzie mogą i powinny prowadzić działalność opartą na zasadach *venture capital*. Obawy te były głównie spowodowane faktem, że informacje finansowe firmy publicznej są dostępne dla wszystkich i w bardzo szerokim zakresie. Przy działalności w charakterystycznych dla *venture capital* warunkach podwyższonego ryzyka, tworzy to zachęty do spekulacyjnego obrotu akcjami, co w konsekwencji destabilizuje pozycję przedsiębiorstwa w długim okresie.

4. Rozwój *venture capital* w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych. Faza szybkiego rozwoju i ponownego osłabienia

Wszystkie obserwacje i doświadczenia, jakie dostarczyła działalność SBIC i ARD, wywołały impuls do tworzenia nowych struktur dla działalności *venture capital*. Chodziło o to, aby związać kapitał w działalności inwestycyjnej zorientowanej długoterminowo, mniej wrażliwej na krótkoterminowe oceny. Takie podejście doprowadziło do powstania nowych struktur prywatnych typu *partnership*, które w tej formie znane są obecnie.

Procesy lat siedemdziesiątych wywołały też dodatkową dyskusję, jak ponownie pobudzić rozwój *venture capital*. Przedsiębiorcy, sympatycy, członkowie Kongresu i administracji prezydenta J. Cartera rozpoczęli prace nad stworzeniem bardziej korzystnych warunków do jego rozwoju, mając na uwadze opinie Flandersa i Doriota, sugerujące liberalizację dotąd restrykcyjnych regulacji giełdowych i wprowadzenia korzystnych regulacji podatkowych.

Opracowano pięć nowych aktów prawnych, które zdecydowanie zmieniły zasady działania *venture capital* w USA. Były to następujące regulacje:

1) Revenue Act 1978 r., który zmniejszył stawkę podatku dochodowego z 49,5 do 28% od dochodów z zysków kapitałowych. W ten sposób stworzono pierwsze zachęty podatkowe dla długoterminowych inwestycji. Na rezultaty długo nie czekano. Nastąpiło dziesięciokrotne powiększenie kapitałów w funduszach *venture capital* w kolejnych latach.

2) Employment Retirement Income Security Act ERISA 1979 r., „Prudent Man", który zmienił zasady inwestycyjne dla menedżerów funduszy emerytalnych, zezwalając na lokowanie środków w inwestycjach wysokiego ryzyka.

3) Small Business Investment Incentive Act 1980 r., który zdefiniował fundusze typu *venture capital* jako przedsiębiorstwa pobudzające wzrost gospodarczy i rozwój przedsiębiorczości. Usunięto tym sposobem obowiązek rejestracji ich jako doradcy inwestycyjnego w Securities and Exchange Commission. Pozwoliło to na większą elastyczność inwestowania.

4) ERISA 1980 r. „Safe Harbor", regulacja, która jasno określała, że menedżerowie funduszy inwestycyjnych nie mogą być traktowani tak samo jak me-

nedżerowie funduszy emerytalnych. Dało to możliwość akceptowania funduszy emerytalnych jako partnerów w funduszach *venture capital*, bez ryzyka ponoszenia odpowiedzialności w takim samym zakresie, jaki posiadały fundusze inwestycyjne.

5) Economic Recovery Tax Act 1981 r., który zmniejszył ponownie stawkę podatku od zysków kapitałowych płaconych przez osoby indywidualne z 28 do 20%, powodując dwukrotne powiększenie środków w funduszach *venture capital* w 1981 r.

Wprowadzenie tych aktów prawnych spowodowało natychmiastowe odrodzenie sektora *venture capital*, a zarazem stworzyło warunki do jego długotrwałego rozwoju. Nowy dopływ kapitałów, prawie dziesięciokrotny wzrost w 1980 r., a potem jego podwojenie w kolejnych latach doprowadziło w szczytowym okresie 1987 r. do zgromadzenia 5 mld dol.

Temu niebywałemu wzrostowi kapitału towarzyszył wielki rozwój przedsiębiorczości, począwszy od zakładania nowych firm, wzmacniania istniejących, akwizycji dokonywanych przez menedżerów włącznie z ofertami publicznymi. Sektor *venture capital* przechodził metamorfozę. W swoim kulminacyjnym okresie w 1987 r. było 700 funduszy *venture capital*, które zainwestowały 3,94 mld dol. w 1729 przedsiębiorstw. Okres tej prosperity nie trwał długo. W roku 1989 pierwsze symptomy recesji spowodowały ponownie zmniejszenie zainteresowania inwestycjami typu *venture capital*.

Wyniki obserwacji prowadzonych przez wszystkich zainteresowanych rozwojem sektora *venture capital* w latach 1989 - 1991 dały podstawę do następujących konkluzji, które były przedstawiane na spotkaniach dyrektorów funduszy. Przedstawiały się one następująco:

– działalność *venture capital* zmieniła się zdecydowanie i nie można oczekiwać powrotu do jego dawnej klasycznej działalności,

– *venture capital* jest coraz mniej osiągalny dla początkujących i rosnących nowych przedsiębiorstw,

– osiągana stopa zwrotu tak dla inwestorów, jak i dla przedsiębiorstwa menedżerskiego nie zawsze spełnia oczekiwania, które są bardzo wysokie.

Na Venture Capital Forum w 1990 r. panował duży pesymizm co do dalszego rozwoju *venture capital* i jego charakteru oraz roli, jaką będzie odgrywał zarówno w rozwoju przedsiębiorstw, jak i całej gospodarki. Były jednak również zdecydowane głosy optymistyczne, które przewidywały, że istniejące trendy rozwojowe stworzą nowe szanse dla rozwoju funduszy *venture capital* w latach dziewięćdziesiątych.

W tym samym czasie rodził się nowy rynek Europy Środkowej i Wschodniej, nowa szansa i wyzwanie dla działalności *venture capital*. Niektórzy te szanse zauważyli i podjęli ryzyko inwestycyjne, tak jak pionierskie ARD. Nie minęło jeszcze pięć lat od momentu rozpoczęcia przebudowy gospodarki socjalistycznej w gospodarkę rynkową, a tylko w samej Polsce działa dziesięć funduszy typu

venture capital (tylko trzy mają charakter bardzo zbliżony do klasycznego) i dysponują one około 500 mln dol. USA.

W dniach od 10 do 12 października 1995 r. odbyła się w Warszawie konferencja zorganizowana przez EVCA[9] na temat: „Venturing in Central and Easter Europe", w czasie której omawiano pierwsze doświadczenia, problemy i szanse dla *venture capital* w Europie Środkowej i Wschodniej.

5. Uwagi końcowe

Obserwując rozwój *venture capital* w Stanach Zjednoczonych, można zauważyć jego ewolucyjny i fluktuacyjny charakter. Ewolucyjny, ponieważ od 1974 r. rozwija się bardzo powoli i stopniowo. Dopiero pierwsze sukcesy ARD, które nastąpiły po dziesięciu latach, spowodowały większe zainteresowanie tym rodzajem inwestycji. Recesje gospodarcze, sukcesy czy porażki inwestycyjne miały istotny wpływ na jego fluktuacyjny rozwój.

Bardzo istotną rolę odgrywa aktywna polityka rządu. Pierwsze prawne regulacje rządowe (1978 r.), tworzące zachęty do inwestowania w przedsięwzięcia podwyższonego ryzyka, powodują większe zainteresowanie inwestorów tego rodzaju przedsięwzięciami. Kolejne zmiany przepisów prawnych, inwestycyjnych, podatkowych i kapitałowych doprowadzają do szybkiego rozwoju tego sektora kapitałowego. Podkreślając znaczenie aktywnej roli rządu w tworzeniu i rozwoju działalności *venture capital*, należy zauważyć i wyciągnąć wnioski z doświadczeń amerykańskich, jaką formę powinna mieć pomoc rządowa. Rola rządu powinna polegać na kreowaniu możliwości inwestycyjnych, tworzeniu zachęt do inwestycji podwyższonego ryzyka poprzez odpowiednie regulacje prawne, a nie przez tworzenie i chronienie uprzywilejowanych warunków, takich jak preferencyjne (łatwe) kredyty czy tworzenie antykonkurencyjnych monopoli.

VENTURE CAPITAL AND ITS DEVELOPMENT IN THE USA

Summary

The aim of the article is to define venture capital and present the history of its development in the USA and in Western Europe. The article also shows the possibilities and conditions of using *venture capital* in the process of systemic transformations of the economies of Central and

[9] EVCA – European Venture Capital Association.

Eastern Europe, including Poland. Studying the development of venture capital over fifty years makes it possible to show significant changes in the approach to the role and conditions of development of this phenomenon and the role of state in creating favourable regulatory environment. Experience shows that this institution is useful in market transformations of the countries of Central and Eastern Europe, including the Polish economy. The key condition is an active role of the government oriented towards creating systemic-regulatory stimuli for high risk investments, not towards protection and priviledges, such as preferential credits or maintaining anti-competition monopolies.