



Studia i Materiały. Miscellanea Oeconomicae

Rok 13, Nr 1/2009

Wydział Zarządzania i Administracji

Uniwersytetu Humanistyczno – Przyrodniczego Jana Kochanowskiego w Kielcach

Gospodarowanie zasobami organizacji w warunkach zagrożeń otoczenia

Mariusz Tytoń¹

INWESTYCJE FINANSOWE WYBRANYCH INSTYTUCJI VENTURE CAPITAL W POLSCE W CZASIE SPOWOLNIENIA GOSPODARCZEGO

Streszczenie

*W artykule autor podejmuje próbę oceny znaczenia inwestycji typu *venture capital*, na rozwój wybranych instytucji i przedsiębiorstw będących przedmiotem inwestycji. Zamieszczono opis rynku *venture capital* w Polsce, na przykładzie notowanych na giełdzie tego typu spółek, a także przedstawiono poglądy na sposób interpretowania wartości rynkowej.*

Rozwój przedsiębiorstw jest powiązany ze zwiększeniem się ich wartości rynkowej, dlatego dokonując uproszczenia za miarę rozwoju przedsiębiorstwa autor przyjmuje zwiększenie się jego uśrednionej wyceny rynkowej. Jednocześnie w warunkach kryzysu światowego i spowolnienia w polskiej gospodarce zadaje pytanie, czy spadek wyceny rynkowej oznacza automatyczne cofnięcie się przedsiębiorstwa względnie instytucji finansowej w rozwoju?

Bo jak określić rzetelnie wartość przedsiębiorstwa jeśli jego wycena na giełdzie w ciągu jednego roku zmienia się kilkunastokrotnie? W końcowej sentencji pojawia się rekomendacja, żeby stany euforii i paniki na rynku pomijać w analizach.

¹ mgr inż. Mariusz Tytoń, PGE Elektrociepłownia Kielce S.A.

Wstęp

Inwestycje są podstawowym elementem wpływającym na rozwój i właściwe funkcjonowanie każdego przedsiębiorstwa. Najogólniej można powiedzieć, że inwestowanie to lokowanie kapitału w celu osiągnięcia zysku. W warunkach globalnej gospodarki rynkowej, inwestycje charakteryzuje zróżnicowanie form występowania. Mogą to być na przykład papiery wartościowe, dzieła sztuki, nieruchomości i wiele innych. Niniejsza praca koncentrować się będzie na inwestycjach w akcje i udziały przedsiębiorstw nie dlatego, że innego typu inwestycje nie są dostatecznie interesującym tematem badawczym. Badane wybrane fundusze typu *venture capital* dokonywały wprawdzie innego rodzaju inwestycji niż w akcje i udziały, ale miały one znaczenie marginalne. Celem artykułu jest próba oceny znaczenia inwestycji typu *venture capital* w Polsce, na rozwój wybranych instytucji i przedsiębiorstw będących przedmiotem inwestycji.

Rozwój przedsiębiorstw jest powiązany ze zwiększeniem ich wartości rynkowej, dlatego dokonując uproszczenia za miarę rozwoju przedsiębiorstwa można przyjąć zwiększenie się jego uśrednionej wyceny rynkowej. Jednocześnie w warunkach kryzysu światowego i spowolnienia w polskiej gospodarce należy zadać pytanie, czy spadek wyceny rynkowej oznacza automatyczne cofnięcie się przedsiębiorstwa względnie instytucji finansowej w rozwoju?

Istota i cechy działalności typu *venture capital*

Venture capital jest to kapitał własny wnoszony na ograniczony okres przez inwestorów zewnętrznych do przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcji bądź usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek, a więc stwarzają wysokie ryzyko niepowodzenia inwestycji, ale jednocześnie w przypadku sukcesu przedsięwzięcia, wspomaganego w zarządzaniu przez inwestorów, zapewniają znaczący przyrost wartości zainwestowanego kapitału, który jest realizowany przez sprzedaż udziałów.

Wśród przedsiębiorstw, które rozwinęły się dzięki inwestycjom typu *venture capital* są takie światowe giganty jak: IBM, Apple, Intel, Compaq, Microsoft, Xerox czy Biogen. Pojęcie *venture capital* jest często utożsamiane z kapitałem ryzyka. W skrajnym przypadku *venture capital* jest uznawane za kapitał spekulacyjny czy nawet kapitał pochodzący z nielegalnej działalności. Z finansowaniem za pośrednictwem *venture capital* wiąże się wprawdzie ponadprzeciętne ryzyko, ale nie jest ono jedynym elementem charakteryzującym to zjawisko ekonomiczne. Wysokiemu ryzyku, podejmowanemu po dokładnej analizie, towarzyszy bowiem oczekiwanie bardzo dużego zysku. Wysoki zysk z niektórych inwestycji jest rekompensatą za niepowodzenie części projektów oraz wyższe w porównaniu z innymi inwestycjami kapitałowymi ryzyko. Z *venture capital* wiąże się także współudział inwestora w zarządzaniu przedsiębiorstwem poprzez wsparcie działań marketingowych, prawnych i finansowo – księgowych. Inną charakterystyczną cechą tej formy inwestycji jest średnioterminowy jej charakter (przeciętnie 5 do 10 lat). Inwestycje typu *venture capital* najczęściej dokonywane są w przedsięwzięcia o wysokim zaangażowaniu technologicznym, ale nie jest to jedyne kryterium do inwe-

stowania. Wszędzie warunkiem zaangażowania kapitału jest potencjał przedsiębiorstwa do generowania wysokich zysków, który bardzo często wiąże się z innowacjami produktowymi, usługowymi, produkcyjnymi czy rynkowymi.

W literaturze często venture capital dzieli się na dwie, a nawet trzy formy finansowania. I tak na przykład stosuje się następujący podział:

- venture capital do inwestycji w zupełnie nowe przedsięwzięcia,
- private equity do inwestycji w już istniejący podmiot w celu dalszego, bardziej dynamicznego rozwoju przedsiębiorstwa,
- *angel financing* lub *angel investment* (*zwaychi aniołami biznesu*). Tego typu inwestycja różni się od pozostałych dwóch tym, że kapitał dostarczają osoby fizyczne, które z reguły wolą swoją działalność prowadzić anonimowo.

Venture capital jest jednym z istotnych instrumentów wspomagania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw. Instrument ten jest wszechstronny, gdyż stanowi połączenie wsparcia finansowego, prawnego i marketingowego. Oczywiście zadaniem venture capital nie jest zastąpienie czy wręcz wyparcie najczęściej stosowanej metody pozyskiwania kapitału – kredytu bankowego. Venture capital stanowi uzupełnienie oferty rynkowej i jest skierowany do dość wąskiej grupy przedsiębiorstw. Ponad 90 % przedsiębiorców² finansuje swoje potrzeby rozwojowe przede wszystkim środkami własnymi. Kredyt bankowy w normalnych warunkach rynkowych jest dla nich niedostępny ze względu na: krótką historię działania przedsiębiorstwa, niskie kapitały własne, trudności z przedstawieniem wymaganych przez banki zabezpieczeń kredytów. Oczywiście w warunkach kryzysu jakiego doświadcza gospodarka światowa po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers, kredyty bankowe stały się niedostępne nie tylko dla tego typu spółek, ale nawet dla przedsiębiorstw stabilnych i silnych ekonomicznie.

Kiedy fundusz venture capital wchodzi do przedsiębiorstwa, to pozyskuje ono nie tylko kapitał, ale także partnera, którego głównym celem jest podniesienie wartości przedsiębiorstwa. Często wraz z inwestorem przedsiębiorstwo pozyskuje nowych partnerów w postaci innych przedsiębiorstw z portfela danego funduszu. Może zdobyć kontakty zagraniczne dzięki sieci powiązań wypracowanych przez fundusz. Ważną rzeczą jest też podniesienie prestiżu przedsiębiorstwa, co ułatwia pozyskiwanie kontraktów. Może także otworzyć firmie drogę do korzystania z innych form pozyskiwania kapitału, w tym z kredytów bankowych.

Kapitał na inwestycje przeznaczony do udzielenia w formie venture capital może być dostarczony przez:

- zagraniczne fundusze venture capital,
- krajowe fundusze venture capital,
- banki i inne instytucje finansowe,
- fundusze samorządowe i regionalne,
- prywatne osoby fizyczne.

Wybrane instytucje venture capital w Polsce

W Polsce jest kilkadziesiąt funduszy działających na zasadach venture capital.

² Dane Staropolskiej Izby Przemysłowo – Handlowej.

Największą instytucją tego typu jest Enterprise Investors, który zarządza czterema funduszami:

- a) Polish Enterprise Fund IV,
- b) Polish Enterprise Fund,
- c) Polish Private Equity Fund I i II,
- d) Polish – American Enterprise Fund.

Enterprise Investors dokonał ponad stu inwestycji w polskie przedsiębiorstwa, z czego 90 inwestycji zostało zakończonych sprzedażą akcji, w tym w ponad dwudziestu przypadkach poprzez debiuty giełdowe. Kolejnym funduszem pod względem ilości zrealizowanych projektów inwestycyjnych są Innova Capital i Firma zarządzająca Renaissance Capital poprzez swoje fundusze European Renaissance Capital, European Renaissance Capital II oraz ABN Amro Renaissance Capital, które zainwestowały w kilkadziesiąt przedsięwzięć. Oprócz tego należy docenić działania niemieckiego funduszu Bmp AG, który coraz intensywniej inwestuje na rynku polskim, a ponadto jako jedyny zagraniczny fundusz venture capital notowany jest na rynku podstawowym Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych.

Do najbardziej znanych funduszy tego typu z kapitałem polskim zalicza się:

- a) MCI Management S.A.,
- b) Capital Partners S.A.,
- c) Lubelski Fundusz Kapitałowy,
- d) Górnośląski Fundusz Restrukturyzacyjny,
- e) Regionalne Fundusze Inwestycyjne.

Pierwsze dwa fundusze są spółkami notowanymi na giełdzie papierów wartościowych w Warszawie. Pozostałe fundusze działają głównie na rynkach lokalnych i dysponują niewielkimi środkami finansowymi. Dlatego też interesują się głównie przedsiębiorstwami z sektora małych przedsiębiorstw.

Dominację zagranicznych funduszy potwierdzają zainwestowane przez nie kwoty. Enterprise Investors przeznaczył do tej pory na inwestycje w Polsce około trzech miliardów złotych, a Innova Capital i TDA Capital Partners po około pół miliarda złotych.

Wybrane pozostałe fundusze venture capital działające w Polsce:

- Baring Communications Equity (Emerging Europe) Ltd.,
- Baring Private Equity Partners (Poland) Sp. z o.o.
- bmp Polska Sp. z o.o.,
- Central & Eastern European Environmental Investment Fund,
- Copernicus Capital Polska Sp. z o.o.,
- DBG Eastern Europe (Polska) Sp. z o.o.
- Dresdner Kleinwort Benson Emerging Europe L.P.,
- e-Katalyst S.A.,
- European Convergence Partners Sp. z o.o.,
- Raiffeisen Private Equity Management AG,
- Riverside Central Europe Partners LLC,
- Towarzystwo Inwestycji Społeczno – Ekonomicznych S.A.

Przykładowe portfele inwestycyjne wybranych funduszy

Tabela 2. Portfel inwestycyjny MCI Management S.A.³

Nazwa Spółki	Udział w kapitale zakładowym [%]	Wartość pakietu dla spółek notowanych na dzień 29.06.09 [mln zł]
Bankier.pl S.A.	18,41	12,092
Travelplanet.pl S.A.	40,79	11,830
S4E S.A.	41,09	-
One-2-One S.A.	29,90	8,264
Dom Zdrowia.pl sp. z o.o.	58,42	-
Telecom Media Sp. z o.o.	63,54	-
Retail Info S. r.o.	47,00	-
NaviExpert Sp. z o.o.	60,03	-
Nostromo ICT s.r.o.	33,33	-
Grupa „LEW” Sp. z o.o.	29,63	-
Web2 Sp. z o.o.	66,67	-
Digital Avenue S.A.	53,90	-
NetPress Digital Sp. z o.o.	41,60	-
ABC Data Sp. z o.o.	80,00	-
Geewa S.r.o.	51,00	-
Intymna.pl Sp. z o.o.	33,00	-
Inwia.cz	50,10	-
Belysia	39,11	-
Nexcom	33,47	-
Lew Group	29,63	-
24med	80,00	-
Genomed	51,37	-
4med	22,54	-

Wartość rynkowa MCI Management na dzień 29.06.2009 r. wynosi – 184,88 mln. zł.

Dla porównania wartość rynkowa MCI Management w szczycie hossy 2007 roku wynosiła (06 lipca) 1.680,89 mln. zł., a w okresie paniki na rynku w dniu 29 stycznia 2009 r. 83,96 mln. zł. to jest 20 razy mniej.

Tabela 3. Portfel inwestycyjny Capital Partners⁴

Nazwa Spółki	Udział w kapitale zakładowym [%]	Wartość pakietu dla spółek notowanych na dzień 30.11.07 [mln. zł]
123market.pl S.A.	30,00	
Aero A T Sp. z o.o.	33,70	-

³ Dane pochodzą ze strony internetowej www.mci.com.pl, a wyceny stanowią obliczenia własne na podstawie notowań gpw.

⁴ Dane pochodzą ze strony internetowej www.c-p.pl, a wyceny jak w poprzednim przypisie.

BaĆ-Pol S.A.	13,00	-
Bipromet S.A.	32,97	9,790
CP Energia S.A.	30,89	26,520
Dom Maklerski Capital Partners S.A.	28,00	-
„e-Muzyka S.A.	51,38	-
eCard S.A.	0,11	0,033
Invest House Mazury Sp. z o.o.	45,25	
Liberty Group S.A.	33,70	
PiecExport Sp. z o.o.	5,56	
PTV Production Sp. z o.o.	55,00	-
Telecom Partners Sp. z o.o.	25,04	-
Xtrade S.A.	24,99	-

Wartość rynkowa Capital Partners S.A. na dzień 29.06.2009 r. wynosi 60,10 mln. zł.

Najwyższa wartość rynkowa w 26.06.2007 roku wynosiła 434,64 mln. zł. a najniższa 05.03.2009 r. wynosiła 23,80 mln. zł. (ponad 18 razy mniej).

Narodowe Fundusze Inwestycyjne jako instytucje typu venture capital

Inną grupą funduszy typu venture capital nie dostrzeganą często przez autorów opracowań na temat venture capital w Polsce są niektóre Narodowe Fundusze Inwestycyjne. Wśród NFI inwestycje typu venture capital zdecydowanie najczęściej przeprowadzał NFI Jupiter S.A. i to nie tylko dlatego, że powstał z połączenia dwóch NFI (Trzeciego NFI S.A. i Jedenastego NFI S.A.). Najmniej z tej formy inwestowania korzystały Krezus S.A.(dawniej Drugi NFI S.A.), NFI Progress S.A., BBI Capital NFI S.A.(dawniej NFI im. Kazimierza Wielkiego S.A.) i NFI Foksal S.A.

W czasie trwającej ponad pięć lat hossy na giełdzie zakończonej bolesnym krachem większość Narodowych Funduszy Inwestycyjnych przekształciła się w sposób oficjalny lub nieoficjalny w fundusze inwestycyjne, które najłatwiej porównać do zamkniętych funduszy typu venture capital. Dodatkowo możemy zaobserwować, że stają się one funduszami branżowymi. Przykładem tego jest Midas S.A. (dawniej NFI im. E. Kwiatkowskiego) inwestujący w telekomunikację, a także BBI Development S.A. (dawniej NFI Piast), NFI Jupiter i Octava S.A. – które inwestują w branżę developerskiej. Niewątpliwie impulsem do tego typu przekształceń jest korzystny system opodatkowania NFI. Inną potencjalną korzyścią dla nabywców NFI w celu jego przekształcenia w uniwersalny lub branżowy fundusz venture capital jest możliwość uniknięcia długotrwałej i kosztownej procedury dopuszczenia do obrotu publicznego.

Wartość rynkowa jako miara rozwoju przedsiębiorstw

W dobie przekształceń własnościowych związanych z procesem globalizacji gospodarki światowej, przeprowadzając fuzje lub sprzedaż podmiotów gospodarczych, powstaje potrzeba wyceny lub oszacowania ich wartości. Wycena wszelkich papierów wartościowych jest ważnym elementem procesu podejmowania decyzji finansowych. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa to najprościej mówiąc cena jaką można uzyskać lub jaką należy zapłacić w danej chwili za określone przed-

siębiorstwo. Najprostszym miernikiem pomiaru wartości przedsiębiorstwa jest przemnożenie kursu akcji spółki notowanej na giełdzie papierów wartościowych przez ilość akcji wyemitowanych przez spółkę. Jednak nawet w tak komfortowej sytuacji, gdy mamy kapitalizację spółki w każdej prawie chwili (jeśli spółka jest notowana w systemie ciągłym), nie mamy pewności czy aktualna wartość rynkowa odpowiada rzeczywistej wartości spółki. Notowania akcji uzależnione są bowiem od nastrojów inwestorów i są efektem skojarzenia kilku lub więcej często przypadkowych zleceń. Kurs akcji może podlegać także różnego rodzaju manipulacjom, które prawnie są zabronione jednak w praktyce bardzo często obserwowane (np. *windows dressing*⁵). Obraz taki może być również zakłócany przez trendy występujące na giełdach papierów wartościowych. Nie można wreszcie zapomnieć o wolumenie obrotów i liczbie akcji dopuszczonych do obrotu na giełdzie, gdyż przy niewielkim pakiecie akcji możemy nabyć część spółki po niskiej cenie, natomiast kupno większego pakietu może być po prostu niemożliwe lub spowodować gwałtowne zwiększenie ceny zakupu. W tym momencie nasuwa się pytanie, czy aby prawidłowo określić wartość rynkową należy posługiwać się ceną w danej chwili, czy może uśrednioną. Jeśli przyjmiemy, że będziemy posługiwać się wartością średnią to kolejnym kłopotem będzie z jakiego okresu ją przyjąć. Czy to ma być średnia wszystkich transakcji, czy notowanie z otwarcia i zamknięcia sesji podzielone przez dwa, czy może z kilku dni, tygodni, miesięcy, a może nawet lat?

Jednak zdecydowanie większe problemy będziemy mieć z określeniem wartości rynkowej przedsiębiorstw nie notowanych na giełdzie papierów wartościowych. Bowiem tylko jedno jest pewne, że wartości przedsiębiorstwa nie da się obliczyć! A skoro tak, to aby określić wartość przedsiębiorstwa musimy ją starannie w przybliżeniu oszacować.

Do tego celu służą następujące metody:

- majątkowe (w tym głównie wartości księgowej, likwidacyjna i odtworzeniowa),
- dochodowe (Discounted Cash Flows – DCF),
- mieszane (np. porównanie wskaźników ceny do zysku, ceny do wartości księgowej lub ceny do przepływu gotówki ze spółkami, których wycena jest znana),
- uproszczone (np. że wartość małej spółki równa jest pięciokrotności jej zysku lub wartości jej rocznego obrotu).

Reasumując należy stwierdzić, że wartość rynkowa nie jest idealną miarą wartości przedsiębiorstwa, ale do tej pory nikt nie wymyślił bardziej precyzyjnej metody tego pomiaru. Przyjmując wycenę przedsiębiorstwa notowanego na giełdzie papierów wartościowych jako średnią z odpowiednio długiego okresu, na przykład z ostatnich dwunastu miesięcy, na ogół nie popełnimy znacznego błędu w wycenie. Oczywiście przyjęcie tej wyceny nie może się odbyć bez analizy sytuacji

⁵ Składanie dużego zlecenia (bez możliwości pełnej jego realizacji) pod koniec sesji w ostatnim dniu kwartału w celu podniesienia kursu akcji, a co za tym idzie wartości i wyników własnego portfela, lub celowe zanizanie wartości portfela konkurencji przez złożenie zlecenia sprzedaży posiadanych przez niego papierów wartościowych.

spółki i jej otoczenia. Nie można także posługiwać się tą metodą w przypadku bardzo niskiej płynności akcji na giełdzie i w sytuacjach wyjątkowych takich jak kryzysy finansowe, panika na giełdzie, zawirowania polityczne, aresztowanie władz spółki i t. p. Biorąc pod uwagę wycenę przedsiębiorstwa za pomocą jej wartości rynkowej nie ma powodów aby nie zgodzić się z twierdzeniem, że im wyższa wartość rynkowa przedsiębiorstwa tym przedsiębiorstwo ma lepsze perspektywy rozwoju. Rynek finansowy składa się bowiem z bardzo licznego grona profesjonalnych inwestorów, którzy są w stanie na bieżącą lub z niewielkim opóźnieniem, dostrzec wartość w notowanych na giełdzie spółkach.

Prawidłowa wycena spółki powinna uwzględniać kilka metod wyceny, jednak nie można bazować na prostym wyciągnięciu średniej arytmetycznej z osiągniętych wartości.

Aby prawidłowo wycenić spółkę należy:

- dokonać wyboru odpowiednich metod wyceny,
- obliczyć wartości, uzasadniając przyjęte założenia,
- oszacować rozbieżność wyników,
- podać przedział i rekomendację wartości przedsiębiorstwa,
- uzasadnić rekomendowaną wartość wyceny.

Jednocześnie trudno nie wspomnieć o skrajnej nierównowadze rynku obserwowanej w czasie gwałtownego kryzysu w gospodarce światowej. Ostatni kryzys spowodowany pędem do osiągania coraz lepszych wyników kosztem ponoszenia coraz większego ryzyka przez instytucje finansowe najbardziej rozwiniętych rynków światowych nie tylko spowodował prawie całkowite zamarcie rynku venture capital. Spowodował także duże zamieszanie w dziedzinie wyceny przedsiębiorstw. Bo jak określić rzetelnie wartość przedsiębiorstwa jeśli jego wycena na giełdzie w ciągu jednego roku zmienia się kilkunastokrotnie? Oczywiście pewnie na to też znajdzie się za jakiś czas metoda. Odpowiedzialnie można stwierdzić, że stany euforii na rynku i paniki powinny być w takich analizach pomijane.

Zakończenie

Oceniając funkcjonowanie funduszy typu venture capital w naszym kraju nie sposób nie zauważyć wręcz przygniatającej dominacji funduszy z kapitałem zagranicznym. Funkcjonowanie kilkudziesięciu funduszy może wydawać się ilością dość dużą, jednak w porównaniu z liczbą takich funduszy w Europie Zachodniej, dostrzegamy dystans jaki dzieli nas w tym zakresie. Potrzeby polskiej gospodarki, próbującej w odpowiedni sposób wykorzystać olbrzymi potencjał młodych ludzi z roczników wyżu demograficznego, wymuszają pewne działania. Tworzenie przez młodych ludzi nowych miejsc pracy dla siebie i swoich mniej zaradnych kolegów w Polsce, a nie poza granicami kraju jest niezwykle ważne. Rozwój funduszy typu venture capital może być głównym czynnikiem wspierającym ten proces. Dlatego wspieranie innowacji i prorozwojowych działań powinno być głównym zadaniem dla samorządów terytorialnych i państwa w najbliższym czasie. Jak szacują ekonomiści wyjście z kryzysu światowego może potrwać jeszcze kilka lat. W obliczu takiej perspektywy możemy mieć nadzieję, że Polska nie wpadnie w recesję, a

dzięki funduszom unijnym i mądrej polityce prorozwojowej znacznie zmniejszy dystans do krajów „starej” Unii Europejskiej.

Bibliografia

1. Czekaj J. Owsiak S. (pr. zbiorowa), *Prywatyzacja a rynek kapitałowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
2. Francis J. C., *Inwestycje: analiza i zarządzanie*, WIG Press, Warszawa 2000.
3. Gierszewska G., Fidyk-Kowalska Z., *Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce*, Mediabank, Warszawa 1995.
4. Jajuga K. Jajuga T., *Inwestycje*, PWN, Warszawa 1996.
5. Jajuga T., Pluta W., *Inwestycje: Capital Budgeting – budżetowanie kapitałowe*, Fund. Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1995.
6. Jurga R., Michalski M., *Papiery Wartościowe w Obrocie Masowym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1997.
7. Karaszewski W., *Inwestycje w okresie transformacji 1990 – 1996*, Toruńska Szkoła Zarządzania, Toruń 1998.
8. Kostrz Kostecka A., *Narodowe Fundusze Inwestycyjne na giełdzie*, Presspublika, Warszawa 1997.
9. Lis S. (pr. zbiorowa), *Transformacja gospodarki polskiej – doświadczenia i wyzwania*, Wydawnictwo i drukarnia „Secesja”.
10. Madela M., Wilmonska Z., *Fundusze inwestycyjne na polskim rynku*, AE Wrocław, Wrocław 1998.
11. Mikołajczyk B., *Instytucje wspomagające rozwój małych i średnich firm*, ODDK, Gdańsk 1998.
12. Siegel J. G., Shim J. K., Hartman S. W., *Przewodnik po finansach*.
13. Surdykowska S. T., *Prywatyzacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996.
14. Tamowicz P., *Fundusze inwestycyjne typu venture capital: narodziny i rozwój: warunki rozwoju venture capital w Polsce*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1995.
15. Tarczyński W., Zwolankowski M., *Inżynieria finansowa*, Placet, Warszawa 1999.
16. Węclawski J., *Venture capital – nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Warszawa 1997.

Abstract

Financial investments of chosen institutions venture capital in Poland during economic slowing down

In the paper the author is attempting to estimate the value of the venture capital investment in relation to the chosen institutions and businesses being invested. Attached, there is description of the market venture capital in Poland, based on companies present in the stock exchange and also included there are opinions on the methods of market evaluations of those companies.

The company development causes the rise of its value on the market, therefore to simplify author assumes that increase in the estimated market value of company is a measure of company development. In the global crisis circumstances author asks the question, whether decrease of market value of company automatically

means a reverse of company development or not?

The next arising question is, how to fairly estimate the market value of company while its stocks exchange value changes number of times over the year period? In conclusion, author recommends to omit the extreme values of stocks in the analysis of the market value of the company.