

Weronika Sojka

ORCID: 0009-0002-9625-1594

weronika.sojka@student.uj.edu.pl

Uniwersytet Jagielloński

<https://doi.org/10.26366/PTE.ZG.2025.276>

Open Access CC BY 4.0



Cytowanie: Sojka, W. (2025). Wpływ implementacji dyrektywy ZAFI na rozwój Venture Capital (VC) w Polsce – z uwzględnieniem analizy funkcjonowania alternatywnej spółki inwestycyjnej (ASI). *Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego w Zielonej Górze*, 22, s. 63-75. DOI: 10.26366/PTE.ZG.2025.276

Wpływ implementacji dyrektywy ZAFI na rozwój Venture Capital (VC) w Polsce – z uwzględnieniem analizy funkcjonowania alternatywnej spółki inwestycyjnej (ASI)

Abstrakt: Celem artykułu jest ukazanie wpływu implementacji dyrektywy ZAFI na polski rynek venture capital (VC), z szczególnym uwzględnieniem zasady funkcjonowania alternatywnej spółki inwestycyjnej (ASI). Artykuł stanowi zestawienie przeglądu literatury, w tym regulacji prawnych z analizą danych dotyczącymi dynamiki rozwoju rynku VC i ASI. Autorka korzystała w danych pochodzących z rejestru Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) oraz raportów branżowych opracowanym m.in. przez PFR Ventures. Analiza wykazuje na dominację ASI jako głównej struktury funduszy venture capital na rynku polskim. Badania wykazały również dynamiczny rozwój rynku VC w ostatnich latach (2018-2024), choć zastrzec należy, iż nie można tego wyłącznie przepisać zmianą regulacji prawnych. Wyniki pokazują, że ASI zajmuje kluczowe miejsce w rozwoju polskiego rynku venture capital, ale potrzebne są dalsze badania w celu oceny jakościowego i długoterminowego wpływu nowych ram dla funkcjonowania funduszy.

Słowa kluczowe: venture capital, ASI, ZAFI, fundusze inwestycyjne, regulacje rynku

The Impact of the Implementation of the AIFMD on the Development of Venture Capital (VC) in Poland – An Analysis of the Functioning of the Alternative Investment Company (ASI)

Abstract: The aim of the article is to present the impact of the implementation of the AIFM Directive on the Polish venture capital (VC) market, with particular emphasis on the principles governing the operation of alternative investment companies (ASI). The article combines a review of the literature, including legal regulations, with an analysis of data concerning the dynamics of the development of the VC and ASI markets. The author used data from the Polish Financial Supervision Authority (KNF) register and industry reports prepared, among others, by PFR Ventures. The analysis indicates the dominance of ASI as the main structure for venture capital funds on the Polish market. The study also revealed the dynamic growth of the VC market in recent years (2018–2024), although it should be noted that this growth cannot be attributed solely to changes in legal regulations. The results show that ASI plays a key role in the development of the Polish venture capital market, but further research is needed to assess the qualitative and long-term impact of the new legal framework on the operation of investment funds.

Key words: venture capital, ASI, AIFM, investment funds, market regulation

JEL: G24, G18

Wprowadzenie

Transformacja ustrojowa rozpoczęta na początku lat 90 ubiegłego wieku przyczyniła się m.in. do powstania rynku kapitału wysokiego ryzyka, w tym funduszy venture capital (VC) (Krawczyk, 2008). Rynek VC stanowi istotny mechanizm transformacji oszczędności w inwestycje, wspierający innowacyjność i konkurencyjność gospodarki, a w konsekwencji jej wzrost (Przybylska-Kapuścińska, Łukowski, 2014). Jednym z wielu elementów tego procesu, na bardzo wczesnym etapie, jest wybór odpowiedniej formy prawnej dla funduszy. Ma to kluczowe znaczenie zarówno z perspektywy potencjalnych inwestorów poszukujących alternatywnych sposobów lokowania kapitału, jak i zarządzających funduszami, wpływając na ustawowy zakres działalności i obowiązków nowo powstałych podmiotów.

Implementacja dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzania alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tzw. dyrektywa ZAFI) przez Polskę, istotnie wpłynęła na pozycje funduszy w strukturze prawnej krajowego rynku kapitałowego. Implementacja ta zaowocowała wyodrębnieniem na gruncie prawa krajowego alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AFI) (Mościborska, 2021). Powstanie nowej kategorii podmiotów inwestycyjnych w tym w szczególności alternatywnej spółki inwestycyjnej (ASI), zaliczanej do AFI, spowodowało istotne zmiany w funkcjonowaniu polskiego rynku VC. Harmonizacji przepisów, konieczność dostosowania się do nowych regulacji oraz wprowadzenie nowej struktury wehikułu inwestycyjnego zmieniło dotychczasowy obraz rynku.

Celem artykułu jest ocena wpływu nowych rozwiązań instytucjonalnych w zakresie kapitału podwyższonego ryzyka na strukturę rynku VC w Polsce.

Aby zrealizować powyższy cel zastosowano analizę dokumentacyjną oraz analizę struktury i dynamiki rozwoju rynku ASI w kontekście VC. Artykuł składa się z kilku części. Pierwsza z nich jest poświęcona przeglądowi literatury i aktów prawnych dotyczących zasad funkcjonowania podmiotów inwestycyjnych na rynku VC. Część druga ma charakter metodologiczny, omówiono w niej źródła danych i sposób ich wykorzystania. W kolejnej części przedstawiono wyniki analizy empirycznej. Ostatnia część artykułu to podsumowanie wyników przeprowadzonej analizy oraz propozycje kierunków dalszych badań.

Przegląd literatury

Rynek kapitału podwyższonego ryzyka, w tym w szczególności sektor VC, stanowi przedmiot licznych publikacji zarówno polskich, jak i zagranicznych autorów. W literaturze

przedmiotu spotkać możemy się z wieloma definicjami kapitału VC, które różnią się od siebie w zależności od przyjętej perspektywy. European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) w wydanym w 2007 roku przewodniku definiuje venture capital jako formę private equity, która koncentruje się na inwestowaniu w przedsiębiorstwa znajdujące się wczesnym etapie rozwoju – od fazy powstania po ich ekspansję. Podkreśla się, iż inwestycje te nie mają wyłącznie charakteru finansowego, ale obejmują także wsparcie strategiczne oraz operacyjne (EVECA, 2007, s. 6). Z kolei E. Grzegorzczak (2019, s. 38) opisuje inwestycje typu VC jako formę kapitału własnego, wnoszoną przez profesjonalnych inwestorów do młodych firm z sektora małych i średnich przedsiębiorstw, charakteryzujących się wysokim potencjałem wzrostu, wskazując przy tym na aktywną rolę inwestorów w procesie zarządzania przedsiębiorstwem. Środki z rynku VC służą finansowaniu młodych, innowacyjnych firm, cechujących się wysokim potencjałem wzrostu w przyszłości, pochodzących głównie z szeroko rozumianej branży technologicznej (Pohulak-Żołędowska, 2018).

Rozwój rynku VC dużym stopniu uzależniony jest od warunków instytucjonalnych i regulacyjnych gospodarki. W kontekście Unii Europejskiej kluczową regulację mającą wpływ na funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych - w tym funduszy VC - jest dyrektywa 2011/61/UE, znana jako dyrektywa ZAFI. Celem dyrektywy jest m.in. ujednolicenie krajowych regulacji odnoszących się do nadzoru nad zarządzającymi alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, zwiększając tym samym przejrzystość rynku oraz ochronę inwestorów (Komisja Europejska, 2021).

W Polsce implementacja dyrektywy ZAFI nastąpiła w 2016 roku, na mocy ustawy z dnia 31 marca 2016 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (ustawa o funduszach). Jednym z kluczowych następstw implementacji było wprowadzenie ASI, funkcjonującej obok FIZ i SFIO jak jeden z modeli alternatywnych funduszy inwestycyjnych¹. Pojęcie AFI w Polsce zostało zdefiniowane w oparciu o definicję zawartą w Dyrektywie ZAFI (2011/61/UE). Zgodnie z art. 2 pkt 10a ustawy o funduszach, AFI przyjmują formę instytucji wspólnego inwestowania, która za przedmiot działalności ma zbierania aktywów od inwestorów w celu ich późniejszego alokowania w ich interesie.

Alternatywna spółka inwestycyjna zgodnie z art. 8a ust. 2 pkt 1 i 2 ustawy o funduszach może funkcjonować jako spółka kapitałowa (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółka akcyjna), spółka europejska, a także spółka komandytowa lub komandytowo-akcyjna².

¹ FIZ – fundusze specjalistyczne zamknięte; SFIO – specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte.

² Warto zaznaczyć, iż od 2021 w Polsce funkcjonuje prosta spółka akcyjna – będąca spółką kapitałową – jednakże literalne wypisanie spółek kapitałowych mogących funkcjonować jako zewnętrznie zarządzający oraz brak zmian

Wybór formy prawnej ASI determinuje w głównej mierze jej model zarządzania. Ustawodawca przewidział dwa podstawowe modele zarządzania: wewnętrzny i zewnętrzny (Wojciechowski, 2018, s. 185). Model wewnętrzny stosowany jest w przypadku spółek kapitałowych, które samodzielnie pełnią funkcje zarządzającego (Sekulska, Sekulski, 2019, s. 56). W przypadku spółek komandytowych oraz komandytowo-akcyjnych funkcję zarządzającego pełni zewnętrzny komplementariusz — spółka kapitałowa — posiadająca odpowiednie uprawnienia (Sekulska, Sekulski, 2019, s. 56). Zgodnie z dyrektywą ZAFI, zarządzanie funduszem obejmuje podejmowanie decyzji inwestycyjnych oraz zarządzanie ryzykiem. Zgodnie z art. 4 ust. 1b dyrektywy ZAFI wymagane jest, aby podmiot zarządzający posiadał osobowość prawną, co w przypadku modelu zewnętrznego zarządzania umożliwia oddzielenie majątku funduszu od majątku zarządzającego oraz przeniesienie odpowiedzialności cywilnoprawną na ten ostatni. Nadzór nad działalnością ASI sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego (KNF), która m.in. weryfikuje spełnienie wymogów formalnych oraz dokonuje wpisów do rejestru zarządzających. W przypadku przekroczenia określonych progów (np. wartości aktywów pod zarządzaniem), zarządzający zobowiązani są do uzyskania stosownego zezwolenia (Walenda, 2019, s. 14). Na dzień 31.03.2025 wyłącznie dwie spółki funkcjonują w oparciu o zezwolenie: MCI Capital Alternatywna Spółka Inwestycyjna Spółka Akcyjna (wewnętrznie zarządzająca ASI) i PFR Ventures Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (zewnętrznie zarządzająca ASI). W porównaniu z innymi formami działalności inwestycyjnej – takimi jak fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ) czy specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFIO) – ASI wyróżnia znaczne uproszczeniem formalno-prawne. Elastyczność ta sprawia, że ASI stała się preferowanym rozwiązaniem dla funduszy VC inwestujących w innowacyjne start-upy i rozwijające się spółki technologiczne.

W polskich opracowaniach naukowych temat wpływu ASI na rynek VC jest nadal stosunkowo słabo akcentowany. W dotychczasowych publikacjach i raportach dominuje podejście opisowe, skupiające się na analizie prawnej formy ASI lub zestawieniach statystycznych dotyczących transakcji na rynku VC. Brakuje natomiast pogłębionych analiz badających zależność między wprowadzeniem ASI a realnym wzrostem aktywności inwestycyjnej na rynku VC.

ustawy o funduszach po nowelizacji kodeksu spółek handlowych nakazuje uznać, iż prosta spółka akcyjna nie spełnia wymogów do bycia zarządzającym ASI.

Metoda osiągania celu poszukiwań, źródła danych pierwotnych

Celem artykułu jest ocena wpływu implementacji dyrektywy ZAFI na rozwój rynku VC w Polsce, aby osiągnąć zamierzony cel autorka zastosowała metodę analizy ilościowej opartej na danych pierwotnych, pochodzących z rejestru zarządzających KNF i raportów podmiotów zajmujących się analizą rynku VC m.in. PFR Ventures.

W pierwszej części prezentacji wyników autorka przeprowadziła analizę danych dotyczących liczby i struktury prawnej ASI, pochodzących z rejestru KNF. W analizie uwzględniono m.in. informacje dotyczące liczby zarejestrowanych ASI, w tym dynamikę ich rejestracji na przestrzeni lat 2017-2024, formy prawne oraz modele zarządzania. Dodatkowo dokonano przeglądu stron internetowych poszczególnych ASI, w celu identyfikacji, które z nich wprost definiują się jako fundusze typu VC³.

W drugiej części autorka dokonała analizy dynamiki rozwoju rynku VC w latach 2014-2024 poprzez analizę danych dotyczących wartości transakcji na rynku VC. Informacje te pochodzą głównie z raportu rocznego opublikowanego przez PFR Ventures. Zebrane dane pozwoliły na zobrazowanie oraz ocenę dynamiki rejestracji ASI w kontekście rozwoju rynku po 2016 roku. W przeprowadzonej analizie autorka skupiła się głównie na zidentyfikowaniu zmian strukturalnych oraz ocenie wpływu implementacji dyrektywy na aktywność rynku VC.

Prezentacja wyników analiz

Wehikuł inwestycyjny w postaci ASI w obecnym porządku prawnym stanowi najprostszą formę dla prowadzenia działalności inwestycyjnej w tym funduszy typu VC. Opisane w części pierwszej regulacje dotyczące funkcjonowania ASI mają kluczowe znaczenie dla zrozumienia jej miejsca na rynku VC w Polsce oraz stanowią punkt wyjścia dla nierniejszej analizy ilościowej i jakościowej. Celem badań własnych jest empiryczna weryfikacja założeń postawionych w problemie badawczym. W szczególności analizie poddano stopień obecności ASI na rynku funduszy VC, wpływ zmian regulacyjnych na dynamikę rejestracji oraz charakter prowadzonej działalności inwestycyjnej, a także relacje pomiędzy formą prawną ASI a preferencjami strukturalnymi zarządzających.

Zgodnie z informacjami zawartymi na wykresie 1 rynek ASI w latach 2017-2025 przeszedł dynamiczne zmiany. Pierwsze rejestracje zaobserwować możemy już od 2017 roku – jednakże istotny wzrost rejestracji nowych podmiotów zapoczątkował rok 2018, był to również okres,

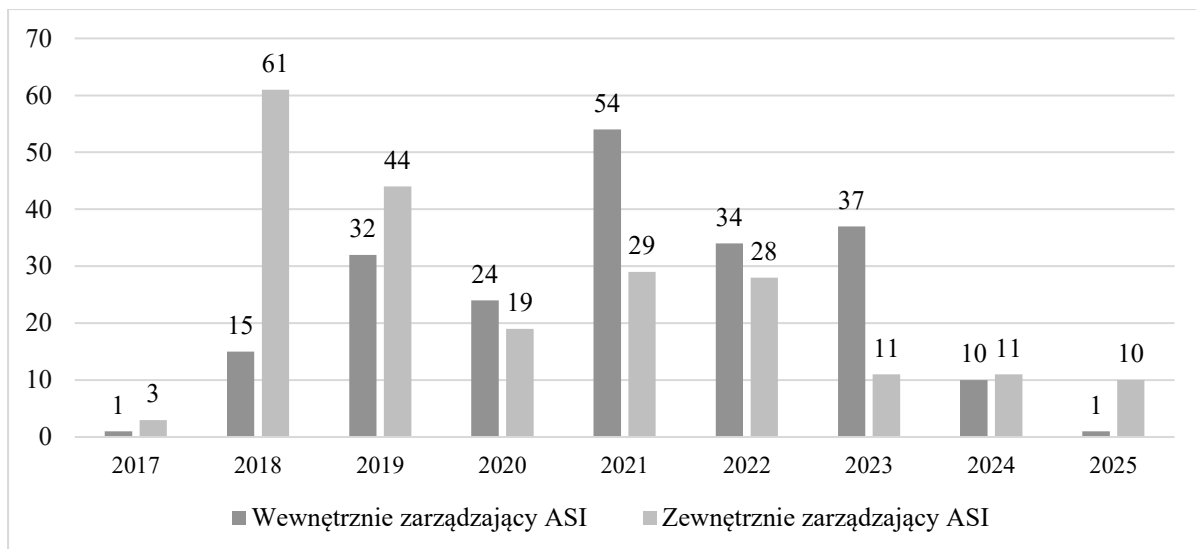
³ Ze względu na brak stron internetowych, niektóre spółki zostały pominięte w badaniu, co stanowi ograniczenie niniejszej analizy.

w którym działające wcześniej na rynku instytucje wspólnego inwestowania zobowiązane były do dostosowania swoich form prawnych do nowo obowiązujących realiów. Warto w tym miejscu podkreślić, iż to czy spółka definiowana jest w świetle prawa jako ASI nie jest warunkowane uzyskaniem wpisu do rejestru lub zgody KNF a spełnieniem warunków przewidzianych w przepisach. W przypadku prowadzenia działalności w zakresie zarządzania ASI lub realizowania celu wspólnego inwestowania na zasadach przewidzianych w ustawie, bez uzyskania odpowiedniego wpisu/zgody zgodnie z art. 287 ust.1 podmiot podlega odpowiedzialności karnej. W początkowej fali rejestracji (2017-2019) dominowały rejestracje zewnętrznie zarządzających ASI (np. w roku 2016 stosunek zewnętrznie zarządzających do wewnętrznie wynosił 61 do 15) – w praktyce jeden zewnętrznie zarządzający zarządzał więcej niż jedną spółką ASI. W kolejnych latach zaobserwować można wzrost znacznie wewnętrznie zarządzających ASI. Po 1 stycznia 2019 roku rejestracja ASI napędzana była również zniesieniem przez ustawodawcę podwójnego opodatkowania – w ustawie CIT zwolnione zostały od opodatkowania dochody (przychody) ASI uzyskane w związku z zbyciem udziałów (akcji) (Genprox, 2023). Ustawodawca uzależnił możliwość skorzystania z zwolnienia od spełnienia dwóch przesłanek:

- posiadanie przez ASI co najmniej 10% udziałów (akcji) w spółce oraz nieprzerwane utrzymywanie tego stanu przez okres minimum dwóch lat;
- utrzymywania powyższego stanu przez okres min. 2 lat (Genprox, 2023)⁴.

Od 2023 roku zaobserwować możemy spadek rejestracji oby typów zarządzających ASI – jednym z powodów tego mogą być zmiany regulacji dotyczące m.in. określenia, iż inwestorem ASI może być wyłącznie podmiot profesjonalny, wprowadzenie minimalnej kwoty inwestycyjnej (100.000 euro) czy także zakazu zawierania umów pożyczek oraz oferowania obligacji korporacyjnych (Panasiuk, Sałamacha & Barcikowski, 2023).

⁴ Z zastrzeżeniem, iż zwolnienie to nie znajdzie zastosowania w przypadku, gdy ponad 50% wartości aktywów spółki, której udziały (akcje) są przedmiotem transakcji, stanowią bezpośrednio lub pośrednio nieruchomości położone na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub prawa do takich nieruchomości.



Wykres 1. Liczba rejestracji zarządzających ASI w latach 2017-2025

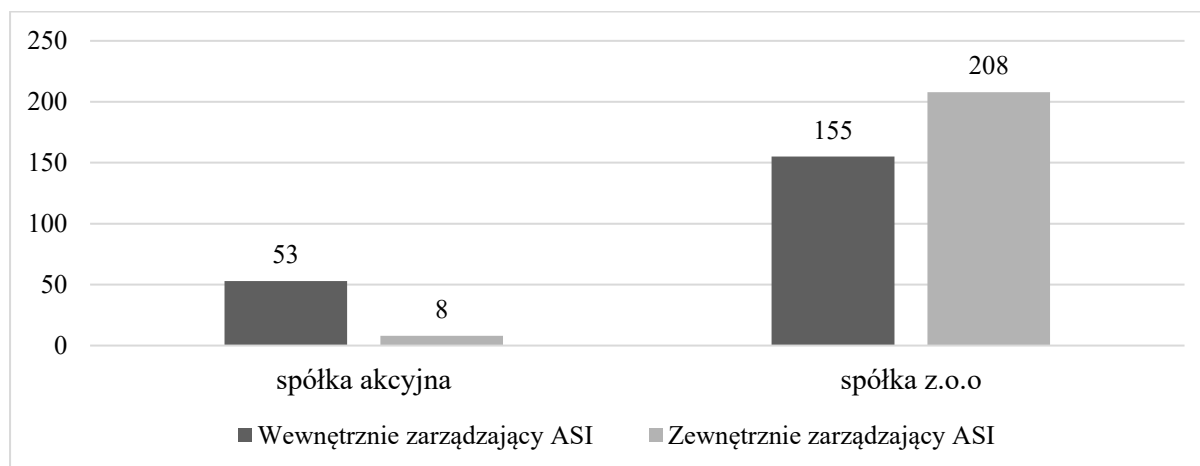
Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z danymi przedstawionymi na wykresie 2, na dzień 1 kwietnia 2024 r. w rejestrze KNF znajdowały się łącznie 424 podmioty zarządzające ASI — zarówno aktywne, jak i wykreślone. W tym 208 to zarządzający wewnątrz, z czego 34 zostało wykreślonych oraz 216 to zarządzający zewnątrz, z czego 37 zostało wykreślonych z rejestru. Warto również zaznaczyć, iż w rejestrze odnotowano 343 spółki ASI zarządzane przez zarządzających zewnątrz, z czego 79 zostało wykreślonych. W obu grupach – zarządzających wewnątrz i zewnątrz – dominującą formą prawną była spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, odpowiednio w modelu wewnątrz zarządzającym 155 podmiotów oraz zewnątrz zarządzającym 208 podmiotów w tej formie. Spółki akcyjne występują znacznie rzadziej, co szczególnie widoczne jest w modelu zewnętrznym, gdzie ich liczba wynosi jedynie 8 w porównaniu do 53 w modelu wewnętrznym. Taka struktura może wynikać z kilku istotnych czynników natury formalno-prawnej. W przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością koszty rejestracji są stosunkowo niższe oraz sam proces mniej sformalizowany niż w przypadku spółki akcyjnej.

Ponad to, wymogi dotyczące kapitału zakładowego dla spółki z o.o. są niższe niż w przypadku spółki⁵. Z powyższego wynika, iż spółka z o.o. stanowi bardziej dostępną opcję, zwłaszcza dla mniejszych podmiotów⁶. Warto jednak podkreślić, iż spółka akcyjna posiada swoje zalety m.in. możliwość pozyskiwania kapitału poprzez emisję akcji. Jednakże bardziej sformalizowanych

⁵ Zgodnie z art. 154 § 1 Kodeksu spółek handlowych (KSH) minimalna wartość kapitału zakładowego dla spółki z o.o. wynosi 5000 zł, natomiast w przypadku spółki akcyjnej zgodnie z art. 308 § 1 minimalna wartość kapitału zakładowego wynosi 100 000 zł.

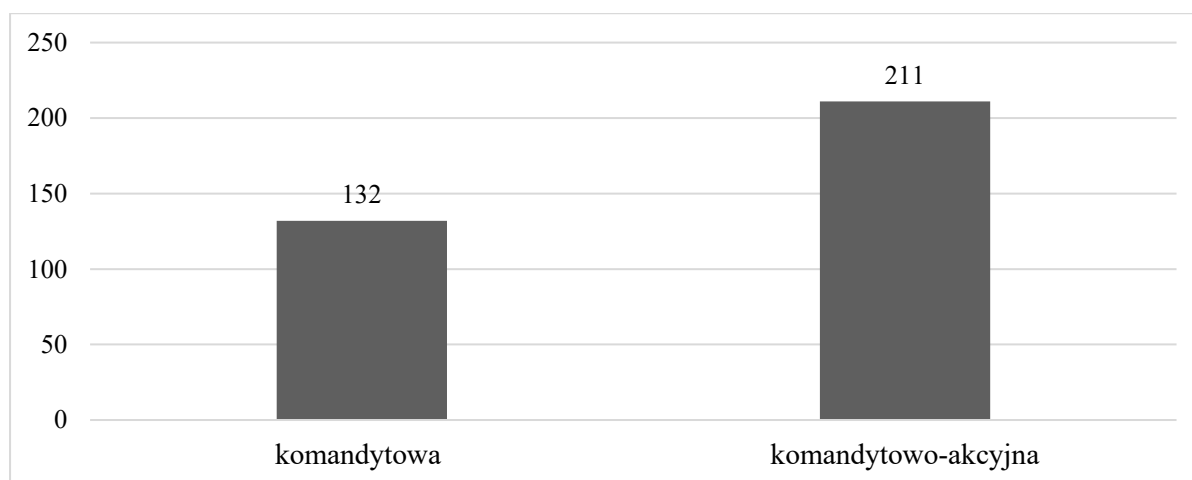
charakter oraz wymogi dotyczące kapitału czy także struktury organizacyjnej czynią ją mniej atrakcyjną formą dla zarządzających ASI.



Wykres 2. Forma prawna zarządzających ASI

Źródło: opracowanie własne

W przypadku ASI zarządzanych zewnętrznym zgodnie z wykresem 3 spółka komandytowo-akcyjna cieszy się większą popularnością (211 podmiotów) niż spółka komandytowa (132 podmioty). Wybór formy komandytowo-akcyjnej wynikać może przede wszystkim z możliwości emisji akcji skutkującej łatwiejszym pozyskiwaniem inwestorów przy jednoczesnym zachowaniu kontroli nad spółką przez komplementariusza. W analizie preferencji form prawnych nie zaobserwowano widocznych zależności pomiędzy formą prawną zarządzającego a wybieraną formą prawną spółki zarządzanej. Brak również zależności pomiędzy wyborem formy prawnej a przeżywalnością spółki – dane rejestrowe wykazują większy poziom likwidacji spółek z o.o., jednakże w odniesieniu do ich ogólnej liczby, problematyka trwałości na rynku jest porównywalna ze spółkami akcyjnymi.



Wykres 3. Forma prawna zewnętrznym zarządzanych ASI

Źródło: opracowanie własne

Jednym z zasadniczych motywów niniejszego artykułu było określenie, w jakim stopniu alternatywne spółki inwestycyjne obecne są na rynku w postaci funduszy VC. Aby tego dokonać autorka przeanalizowała spółki zewnętrznie i wewnętrznie zarządzających ASI wpisane do rejestru KNF. Ocenie poddano opisy działalności zarejestrowanych na dzień 2 kwietnia 2025 roku podmiotów zarządzających. Początkowa ilość analizowanych podmiotów uległa zmniejszeniu z uwagi na brak prowadzenia stron internetowych przez część spółek. Za fundusze inwestycyjne uznano wyłącznie te podmioty, które wprost deklarowały swoją działalność jako w fundusze VC – w nazwie, opisie, zakładce „o nas” lub na oficjalnym profilu spółki na platformie LinkedIn⁷.

Wśród aktywnych zarządzających zewnętrznie ASI (179) 75 z nich identyfikowała się bezpośrednio jako fundusz typu VC, co stanowi około 42% całej grupy, w przypadku ponad 30% analizowanych zarządzających nie udało znaleźć się wystarczających informacji – brakowało m.in. stron internetowych czy opisów działalności. Pozostałe podmioty nie deklarowały się bezpośrednio jako fundusze VC reprezentując inny typ działalności – np. growth equity, private equity czy typowe fundusze branżowe.

Wśród 174 aktywnie działających wewnętrznie zarządzających ASI, 56 podmiotów zakwalifikowano jako fundusze typu VC. Dla 71 ASI nie udało się pozyskać żadnych wiarygodnych informacji pozwalających ocenić profil inwestycyjny z powodów wskazanych w poprzednim akapicie.

Przeprowadzona analiza wskazuje na wysoki udział ASI na rynku VC. Ponad to badanie potwierdza złożoność rynku ASI w Polsce oraz wskazuje na potrzebę większej przejrzystości i standaryzacji komunikacji ze strony funduszy inwestycyjnych. Warto wskazać, iż w roku 2022 zgodnie z danymi z Polish Funding Map by Inovo VC w Polsce działało 183 fundusze venture capital (VC), z czego 58 miało charakter lokalny, tj. koncentrowały swoją działalność głównie na rynku krajowym. Wśród tych podmiotów 16 funduszy działało jako zewnętrznie zarządzane ASI, a 9 funduszy jako wewnętrznie zarządzane ASI. W celu lepszego zobrazowania obecności ASI na rynku VC wykorzystano również dane udostępniane przez Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych (PSIK) – największą organizację branżową zrzeszającą podmioty działające w sektorze private equity i venture capital. Na dzień 12 kwietnia 2025 roku, w PSIK zrzeszonych było 49 funduszy, spośród których 11 stanowiło

⁷ Z uwagi na przyjęte ograniczenie metodologiczne – uznając za podmioty VC wyłącznie spółki wprost deklarujące bycie funduszem VC oraz brak dostępnych danych dla części podmiotów – istnieje ryzyko niedoszacowania rzeczywistej. Dla pełniejszego obrazu konieczne jest przeprowadzenie pogłębionej analizy strategii inwestycyjnej czy typowych inwestycji.

podmioty pełniące funkcję zewnętrznie zarządzających ASI (łącznie obsługując 28 wehikułów inwestycyjnych) oraz jeden fundusz funkcjonujący jako wewnętrznie zarządzana ASI - MCI Capital.

W dalszej części, w celu znalezienia zbieżności pomiędzy zmianą przepisów a wzrostem rynku VC, przedstawiono jego rozwój w latach 2014-2024.

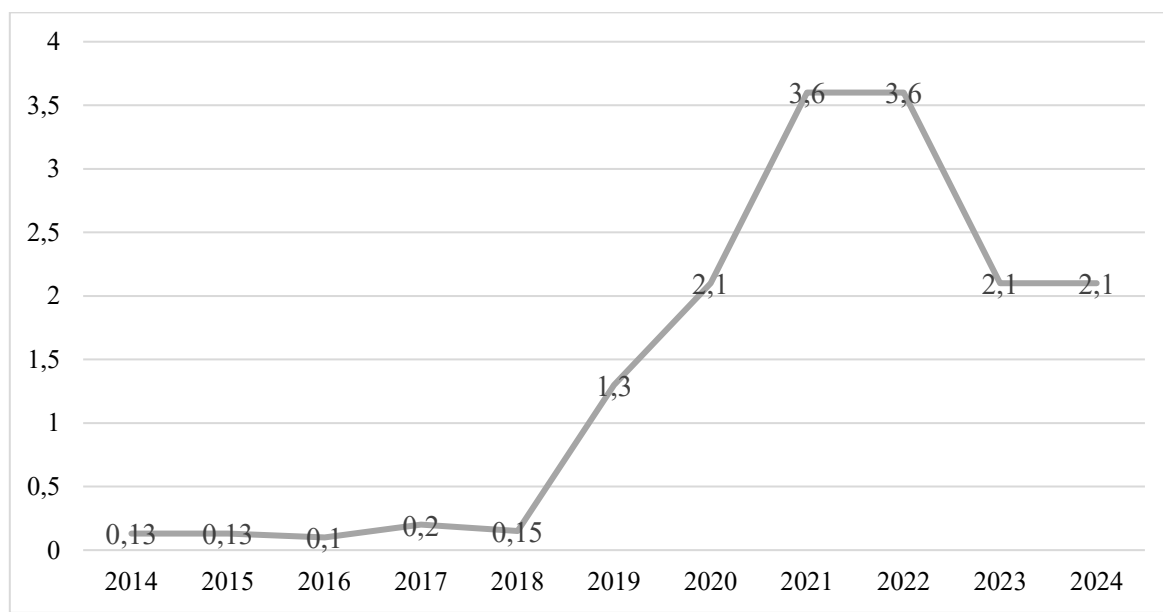
W ciągu ostatnich lat rynek VC w Polsce przeszedł istotną transformację, zgodnie z danymi zobrazowanymi na wykresie 4 zaobserwować możemy dynamiczny wzrost wartości inwestycji od 2018 roku – zbiegający się z początkowym okresem implementacji dyrektywy. Szczególnie wyraźna dynamika wzrostu zaobserwować możemy w latach 2018-2022, kiedy całkowita wartość inwestycji VC wzrosła z poziomu 0,5 mld zł w 2018 roku do rekordowych wartości 3,6 mld zł w latach 2021 i 2022. Wzrost ten spowodowany mógł być rosnącym zainteresowaniem zarówno inwestorów instytucjonalnych jak również prywatnych. Implementacja dyrektywy ZAFI i ujednolicenie przepisów dotyczących form prawnych pozwoliło na ułatwienie organizacji funduszy VC oraz zwiększenie pewności i przejrzystości na rynku, co pośrednio mogło przyczynić się do wystąpienia wzmożonej aktywności inwestycyjnej - na co wskazywać może również dynamika rejestracji ASI oraz ich ilość identyfikująca się jako fundusze VC.

Aby zweryfikować powyższe twierdzenia, przeprowadzono analizę związku występującego między ilością zarejestrowanych spółek ASI a wartością transakcji na rynku VC w latach 2017-2024. Dane te wskazują na słabą dodatnią korelację rang Spearmana ($\rho = 0,2099$) pomiędzy tymi zmiennymi. Oznacza to, że wzrost liczby rejestracji spółek ASI może być powiązany ze wzrostem wartości inwestycji VC, jednak związek ten jest bardzo słaby i statystycznie nieistotny przy poziomie istotności 10%. Brak istotności sugeruje, że na podstawie dostępnych danych nie można jednoznacznie stwierdzić, że zmiany w liczbie rejestracji spółek mają bezpośredni wpływ na wartość inwestycji VC. Może to wynikać z ograniczonej liczby obserwacji, dużej zmienności danych lub wpływu innych czynników niezwiązanych bezpośrednio z tymi zmiennymi. Ponadto, związek między liczbą rejestracji a wartością inwestycji może mieć charakter nieliniowy lub opóźniony w czasie, co nie jest uwzględnione w korelacji rang Spearmana. W celu dokładniejszej analizy warto rozważyć badanie opóźnień czasowych, zastosowanie innych metod statystycznych, takich jak regresja czy uwzględnienie dodatkowych zmiennych ekonomicznych i rynkowych. Poszerzenie bazy danych o większą liczbę obserwacji lub bardziej szczegółowe dane może również poprawić wiarygodność wniosków.

Należy również wskazać, iż rynek VC w Polsce funkcjonuje pod dużym wpływem

otoczenia instytucjonalnego, przejawiającym się wsparcie ze strony m.in. takich podmiotów jak: PFR oraz NCBR. Czynniki te mogą mieć istotny wpływ na wartość inwestycji na rynku VC, niezależnie od dynamiki rejestracji spółek ASI.

Warto również zaznaczyć, iż pomimo pandemi COVID-19 rynek VC wykazywał tendencje wzrostowe - co spowodowane mogło być w głównej mierze specyfiką inwestycji, skierowanej w startupy technologiczne.



Wykres 4. Wartość transakcji na rynku VC w latach 2014-2024 (w mld zł)

Źródło: opracowanie własne.

Zakończenie

Analiza przeprowadzona w ramach niniejszego artykułu oparta na danych pochodzących z rejestru KNF oraz raportu PFR Ventures wykazała istotny udział ASI na rynku VC. Dominującą formą prawną dla zarządzających ASI stała się spółka z ograniczoną odpowiedzialnością m.in. ze względu na ich prostotę i niższe koszty administracyjne. Zgodnie z raportami rocznymi PFR Ventures w okresie po implementacji dyrektywy (2011/61/UE). Wartość inwestycji na rynku venture capital wzrosła, co sugeruje pozytywny wpływ reform, ale trudno jest przypisać ten wzrost wyłącznie zmianom legislacyjnym. Niewątpliwie jednak zmiany prawne przyczyniły się do ujednolicenia i poprawy przejrzystości na rynku venture capital w Polsce. Nowe normy prawne wpłynęły pozytywnie na spójność i przejrzystość działalności funduszy inwestycyjnych, co ułatwiło zrozumienie zasad funkcjonowania rynku VC oraz podwyższyło poziom zaufania.

Powyższy artykuł stanowi punkt wyjścia dla dokładniejszego zbadania wpływu implementacji dyrektywy na rynek VC w Polsce poprzez analizę efektywności inwestycyjnej

ASI w porównaniu do innych form organizacyjnych funduszy VC oraz ocenę wpływu interwencji publicznych (takich jak programy PFR) na kształtowanie struktury właścicielskiej i strategii inwestycyjnych funduszy. Warto również podjąć pogłębioną analizę nad poziomem ryzyka inwestycyjnego i odporności ASI na cykliczne wahania koniunktury, a także zbadać wpływ otoczenia regulacyjnego na decyzje inwestorów zagranicznych dotyczące wejścia na polski rynek VC. Postuluje się również rozszerzenia badania empirycznego o komponent jakościowy – np. wywiady z zarządzającymi funduszami – które mogłoby dostarczyć cennych informacji na temat praktycznych aspektów funkcjonowania ASI oraz barier ograniczających ich dalszy rozwój. Ponad to wskazane wydaje się rozszerzenie analizy statystycznej o dane uwzględniające m.in. ogólną koniunkturę gospodarczą, liczbę podmiotów kwalifikujących się do finansowania czy liczbę wyjść z inwestycji.

Bibliografia

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010, Dz.U. UE. L. z 2011 r. Nr 174, str. 1 z późn. zm.

Genprox (2023). Podatki w Alternatywnej Spółce Inwestycyjnej (ASI) – kluczowe informacje. Pobrano z <https://genprox.com/blog/podatki-w-alternatywnej-spolce-inwestycyjnej-asi-kluczowe-informacje/> (20.06.2025).

Grzegorzczak, E. (2019). *Sektor private equity / venture capital w Polsce na tle Europy*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.

Kidyba, A. (red.) (2018). *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1–157*. Warszawa: Wolters Kluwer Polska S.A.

Komisja Europejska (2021). *Wniosek: Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniająca dyrektywy 2011/61/UE i 2009/65/WE w zakresie ustaleń dotyczących przekazywania funkcji, zarządzania ryzykiem utraty płynności, sprawozdawczości nadzorczej, świadczenia usług depozytowych i powierniczych oraz udzielania pożyczek przez alternatywne fundusze inwestycyjne (COM(2021) 721 final)*, Bruksela.

Krawczyk, M. (2008). Venture capital w Polsce – od okresu transformacji systemowej po dzień dzisiejszy. *Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica*, 219, 123-137.

Mościborska, M. (2021). Efektywność klasycznych i alternatywnych akcyjnych funduszy inwestycyjnych w świetle zmian ustawy o funduszach inwestycyjnych. *Przegląd Prawa i Administracji*, 126, 339-353.

Panasiuk, A. M., Sałamacha, A., & Barcikowski, A. (2023). *Alternatywna Spółka Inwestycyjna Roku 2023*. Pobrano z <https://panasiuk.com.pl/alternatywna-spolka-inwestycyjna-asi-w-pigulce/> (20.06.2025).

PFR Ventures i Inovo.vc. (2024). *Transakcje VC na polskim rynku w 2024*. Pobrano z <https://pfrventures.pl/document/2210> (2.04.2025).

Pohulak-Żołędowska, E. (2018). Kapitał venture w finansowaniu innowacji przełomowych. *Nowości Społeczne a Wzrost Gospodarczy*, 3(55), 456-465.

Przybylska-Kapuścińska, W., Łukowski, M. (2014). Fundusze private equity i venture capital i ich znaczenie dla gospodarki. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 186(2), 287-300.

Sekulska, D., Sekulski, P. (2019). Alternatywne spółki inwestycyjne i ich zarządzający jako nowa forma regulowanej działalności inwestycyjnej w Polsce. *Internetowy Przegląd Prawniczy TBSP UJ*, 2(46), 52-64.

Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz.U. z 2025 r. poz. 278 z późn. zm.

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. z 2024 r. poz. 18 z późn. zm.

Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, Dz.U. z 2024 r. poz. 1034 z późn. zm.

Walenda, M. (2019), Alternatywne spółki inwestycyjne jako nowy rodzaj wehikułów inwestycyjnych w Polsce. Pobrano z https://www.knf.gov.pl/?articleId=66961&p_id=18 (01.04.2025).