

Tomasz Sosnowski

DEZINWESTYCJE FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* METODĄ IPO



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

DEZINWESTYCJE
FUNDUSZY
PRIVATE EQUITY
METODĄ IPO



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

Tomasz Sosnowski

**DEZINWESTYCJE
FUNDUSZY
PRIVATE EQUITY
METODĄ IPO**

 WYDAWNICTWO
UNIwersYTETU
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2014

Tomasz Sosnowski – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa
90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. 41/43

RECENZENT
Cezary Kochalski

PROJEKT OKŁADKI
Stämpfli Polska Sp. z o.o.
Zdjęcie na okładce: ©shutterstock.com

Wydrukowano z gotowych materiałów dostarczonych do Wydawnictwa UŁ
przez Katedrę Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa

© Copyright by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2014

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.06696.14.0.D

ISBN (wersja papierowa) 978-83-7969-363-4
ISBN (wersja elektroniczna) 978-83-7969-501-0

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63, faks (42) 665 58 62

SPIS TREŚCI

Wprowadzenie	9
Rozdział 1. Zarys funkcjonowania funduszy <i>private equity</i>	13
1.1. Pojęcie <i>private equity</i> i jego związek znaczeniowy z określeniem <i>venture capital</i>	13
1.2. Struktura rynku kapitału podwyższonego ryzyka i jego segmenty	19
1.3. Etapy rozwoju przedsiębiorstw wspieranych przez fundusze <i>private equity</i>	27
1.4. Korzyści i zagrożenia finansowania rozwoju przedsiębiorstw kapitałem podwyższonego ryzyka	33
1.5. Przebieg procesu inwestycyjnego funduszy <i>private equity</i>	37
1.5.1. Pozyskanie kapitału przez fundusze <i>private equity</i>	39
1.5.2. Inwestycje funduszy <i>private equity</i> w przedsiębiorstwa działające w Polsce ...	42
Rozdział 2. Dezinwestycja jako kluczowy etap procesu inwestycyjnego funduszy <i>private equity</i>	51
2.1. Pojęcie dezinwestycji i jej znaczenie dla funduszy kapitału podwyższonego ryzyka	51
2.2. Charakterystyka sposobów wyjścia z inwestycji funduszy <i>private equity</i>	56
2.2.1. Dezinwestycja poprzez wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu i ich sprzedaż za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych	56
2.2.2. Rynek fuzji i przejęć przedsiębiorstw jako miejsce realizacji procesów wyjścia z inwestycji funduszy <i>private</i>	64
2.2.3. Wyjście funduszu <i>private equity</i> z inwestycji w wyniku transakcji wykupu menedżerskiego i lewarowanego	71
2.2.4. <i>Write-off</i> i likwidacja spółki jako formy dezinwestycji	73
2.3. Rynkowe uwarunkowania procesów dezinwestycji funduszy <i>private equity</i>	74
2.4. Metody dezinwestycji funduszy <i>private equity</i> na rynku polskim	86
Rozdział 3. Determinanty architektury procesu dezinwestycji funduszy <i>private equity</i>	99
3.1. Główne nurty teoretyczne kształtowania procesu dezinwestycji funduszy <i>private equity</i>	99

3.1.1. Teoria agencji a dezinwestycje funduszy <i>private equity</i>	100
3.1.2. Asymetria informacji a wyjście z inwestycji	106
3.2. Wybór optymalnego momentu wyjścia z inwestycji funduszy <i>private equity</i>	109
3.3. Czynniki wpływające na wybór czasu wyjścia z inwestycji	112
3.4. Czynniki wpływające na wybór metody dezinwestycji	116
3.4.1. Zewnętrzne uwarunkowania wyboru metody dezinwestycji	118
3.4.2. Cechy specyficzne funduszu <i>private equity</i> a metoda dezinwestycji	120
3.4.3. Wpływ cech charakterystycznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> na wybór metody dezinwestycji	121
3.4.4. Relacja między funduszem <i>private equity</i> i spółką portfelową a wybór metody wyjścia z inwestycji	123
3.5. Kierunki realizacji strategii dezinwestycji funduszy <i>private equity</i> na krajowym publicznym rynku papierów wartościowych	124
3.5.1. Metodyka badań nad dynamiką i czasem trwania dezinwestycji funduszy <i>private equity</i> na GPW w Warszawie	124
3.5.2. Wyniki badań empirycznych	128
3.5.3. Stopień dezinwestycji funduszu <i>private equity</i> a emisja nowych akcji przez spółkę portfelową	135
3.5.4. Wyniki badań empirycznych nad stopniem dezinwestycji funduszu <i>private</i> <i>equity</i> a emisją nowych akcji przez spółkę portfelową	136
3.5.5. Wybrane przykłady dezinwestycji funduszy <i>private equity</i> realizowanych za pośrednictwem warszawskiej giełdy	140
3.5.5.1. Redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu <i>private equity</i> w spółkę <i>Travelplanet.pl SA</i>	142
3.5.5.2. Redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu <i>private equity</i> w spółkę <i>Opoczno SA</i>	150
3.5.5.3. Redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu <i>private equity</i> w Grupę Kapitałową <i>W. KRUK</i>	157
3.5.5.4. Redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu <i>private equity</i> w spółkę <i>K2 Internet SA</i>	161
3.5.5.5. Wnioski z analizy przypadków	165
Rozdział 4. Rynkowe efekty procesów dezinwestycji zrealizowanych metodą pierw- szej oferty publicznej	167
4.1. Rentowność kapitału własnego spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> objętych procesami dezinwestycji na publicznym rynku papierów wartościowych	167
4.1.1. Podstawy metodyczne badań nad zmianami rentowności kapitału własnego spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	168

4.1.2. Wyniki badań empirycznych nad rentownością kapitału własnego spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	171
4.2. Koszty przeprowadzenia pierwszych ofert publicznych	179
4.2.1. Bezpośrednie koszty pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	182
4.2.2. Pośrednie koszty pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	188
4.2.2.1. Eksplicacja niedowartościowania pierwszych ofert publicznych w literaturze przedmiotu	188
4.2.2.2. Metodyka badań nad niedowartościowaniem akcji w pierwszym dniu notowań giełdowych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	196
4.2.2.3. Wyniki badań empirycznych nad niedowartościowaniem pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	201
4.2.2.4. Alokacja kosztu niedowartościowania akcji w pierwszych ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	211
4.2.2.5. Wyniki badań empirycznych nad alokacją kosztu niedowartościowania akcji w pierwszych ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	216
4.3. Wyniki badań nad zmianami stóp zwrotu z pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	218
4.3.1. Przewartościowanie pierwszych ofert publicznych w perspektywie średnio- i długoterminowej – wnioski z badań literaturowych	218
4.3.2. Przyjęte w badaniach empirycznych rozwiązania metodyczne	222
4.3.3. Wyniki badań empirycznych nad zmianami stóp zwrotu z pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	225
Zakończenie	237
Bibliografia	241
Spis tabel	250
Spis schematów	254
Spis wykresów	255

WPROWADZENIE

Fundusze *private equity* są alternatywą wobec bankowych źródeł pozyskania kapitału. W zamian za możliwość osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału są gotowe zaakceptować ponadprzeciętne ryzyko. Specyficzną cechą inwestycji funduszy *private equity* jest różnorodność form i sposobów działania. Ich działalność nie ogranicza się wyłącznie do udostępnienia kapitału finansowego przedsiębiorstwom poszukującym środków na rozwój, lecz fundusze *private equity* także wspierają je kapitałem menedżerskim. Fundusz *private equity* jest nie tylko współwłaścicielem przedsiębiorstwa, ale strategiem wyznaczającym perspektywiczne cele i pomagającym spółkom portfelowym je realizować. Tego rodzaju wsparcie uznać można za kluczowy czynnik sukcesu ekonomicznego przedsiębiorstwa działającego na konkurencyjnym rynku.

Fundusze *private equity* są podmiotami inwestującymi zgromadzone wcześniej zasoby kapitału w przedsiębiorstwa wyróżniające się znaczącym potencjałem wzrostu wartości rynkowej. Wspomagając kapitałowo rozwój tych przedsiębiorstw działają one również w interesie swoich właścicieli i wierzycieli, którzy oczekują odpowiedniej stopy zwrotu z kapitału powierzonych w zarządzanie. Specyfiką działalności funduszy *private equity* jest odłożona w czasie realizacja zysku kapitałowego z inwestycji. Jest on realizowany dopiero w końcowej części całego cyklu inwestycyjnego tj. w fazie dezinwestycji, a jego podstawowym źródłem jest osiągnięta nadwyżka rynkowej wartości kapitału przedsiębiorstwa udziałowego w momencie wyjścia z inwestycji nad sumą zainwestowanego kapitału. Wyjście z inwestycji stanowi finalny etap w cyklu życia każdego przedsięwzięcia kapitałowego realizowanego przez fundusze *private equity*. Dezinwestycja jest bowiem swoistego rodzaju ukoronowaniem starań zarządzających funduszem o realizację określonej rentowności kapitału własnego.

Fundusze *private equity* stosują wiele różnorodnych metod zakończenia zaangażowania kapitałowego w spółkę portfelową. Forma oraz sposób realizacji zakończenia współpracy między spółkami portfelowymi i funduszem *private equity* wpływają nie tylko na efekty działań podejmowanych przez fundusz *private equity*, ale również niosą za sobą długofalowe skutki dla dalszego funkcjonowania spółek portfelowych objętych procesami dezinwestycji. Dezinwestycje realizowane za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartości-

wych uznawane są za preferowany sposób realizacji zysku kapitałowego przez fundusze *private equity*.

Zasadniczym celem pracy jest ocena przebiegu i efektów procesu dezinwestycji funduszy *private equity* metodą pierwszej oferty publicznej w Polsce. Głównym sposobem realizacji tego celu jest przeprowadzenie analiz teoretycznych i badań empirycznych pozwalających rozpoznać i poddać ocenie działalność inwestycyjną funduszy *private equity* w Polsce z wykorzystaniem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla wyjścia z inwestycji.

Podjęcie wskazanego powyżej zamierzenia badawczego uzasadnione jest występowaniem istotnej luki w badaniach teoretycznych i analizach empirycznych poświęconych funkcjonowaniu funduszy *private equity* w warunkach polskiego rynku kapitałowego. Krajowa literatura przedmiotu koncentruje się głównie na eksploracji zagadnień związanych z procesami gromadzenia środków na inwestycje oraz lokowania ich w przedsiębiorstwa udziałowe, a także na ogólnogospodarczych korzyściach wynikających ze stosowania tej formy finansowania innowacyjnych przedsiębiorstw. Dużo mniejsza uwaga badaczy skierowana jest na problemy zakończenia współpracy między funduszem *private equity* a spółką portfelową. Ubogie są zwłaszcza wyniki analiz empirycznych dla polskiego rynku. W zagranicznej literaturze przedmiotu odnaleźć można rezultaty badań empirycznych, dające częściową odpowiedź na podnoszone w pracy problemy badawcze. Wynikające z nich wnioski formułowane są dla wysoko rozwiniętych rynków kapitałowych.

Sformułowany powyżej cel opracowania odzwierciedla szerokie spektrum problemów teoretyczno-empirycznych badań naukowych zorientowanych na wielowymiarową analizę dezinwestycji funduszy *private equity* przeprowadzonych metodą pierwszej oferty publicznej. Problemy te dadzą się sprowadzić do analizy:

- a) dezinwestycji funduszy *private equity* traktowanych jako złożony proces realizacji zysku kapitałowego na giełdzie papierów wartościowych oraz
- b) efektów wyjścia z inwestycji funduszy *private equity* metodą pierwszej oferty publicznej.

Przeprowadzone badania dotyczą głównie wybranych podmiotów uczestniczących w procesie dezinwestycji, tj. funduszy *private equity* i przedsiębiorstw udziałowych.

Zasadnicze badania naukowe koncentrowały się na poszukiwaniu odpowiedzi na sześć następujących pytań badawczych:

- 1) w jaki sposób kształtował się czas realizacji i dynamika procesów dezinwestycji realizowanych za pośrednictwem GPW w Warszawie?
- 2) jak zmieniła się struktura akcjonariatu spółek portfelowych funduszy *private equity* w następstwie procesów dezinwestycji realizowanych w drodze pierwszej publicznej oferty sprzedaży akcji?
- 3) czy występowały bariery realizacji zysku kapitałowego przez fundusze *private equity* przy wykorzystaniu GPW w Warszawie?

4) jak zmieniła się kondycja finansowa przedsiębiorstw udziałowych funduszy *private equity*, w których proces dezinwestycji przeprowadzono za pośrednictwem warszawskiego rynku giełdowego?

5) jaki był koszt implementacji strategii redukcji zaangażowania kapitałowego funduszy *private equity* w przedsiębiorstwa udziałowe za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych? oraz

6) jakie były rynkowe efekty pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity*?

Praca ta ma charakter monografii naukowej, na którą składają się wprowadzenie, cztery rozdziały oraz zakończenie wraz z bibliografią, spisem tabel, schematów oraz wykresów.

Rozdział pierwszy pt. *Zarys funkcjonowania funduszy private equity* stanowi studium teoretyczne działalności funduszy *private equity*. Omówione zostały podstawowe pojęcia związane z rynkiem funduszy *private equity*, jego struktura oraz kluczowe segmenty inwestycji *private equity*. Następnie przedstawiona została ogólna charakterystyka procesu inwestycyjnego prowadzonego przez fundusze *private equity*. W tej części opracowania scharakteryzowane zostały etapy gromadzenia środków na inwestycje oraz lokowania kapitału w przedsiębiorstwa o znaczącym potencjale wzrostu wartości rynkowej.

Rozdział drugi, zatytułowany *Wyjście z inwestycji funduszy private equity*, został poświęcony dezinwestycji, która stanowi finalną część procesu inwestycyjnego na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Z jednej strony przedstawia teoretyczne kwestie strategii dezinwestycji funduszy *private equity*, z drugiej zaś ukazuje rozmiary i metody praktyki dezinwestycji funduszy *private equity* prowadzących działalność inwestycyjną w Polsce.

Rozważania zawarte w rozdziale trzecim, zatytułowanym *Determinanty architektury procesu dezinwestycji funduszy private equity*, dotyczą conceptualnych i praktycznych problemów zakończenia zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę. Szczególną uwagę zwrócono na teorię agencji oraz teorię asymetrii informacji. Wśród efektów analizy determinant wyboru optymalnego momentu i sposobu zakończenia współpracy funduszu *private equity* z przedsiębiorstwem udziałowym znajdują się wyniki autorskich badań empirycznych nad realizowanymi strategiami dezinwestycji na polskim publicznym rynku papierów wartościowych.

Rozdział czwarty monografii, zatytułowany *Rynkowe efekty procesów dezinwestycji realizowanych metodą pierwszej oferty publicznej*, składa się z trzech części i w całości został poświęcony rozpoznaniu rynkowych implikacji wyjść z inwestycji funduszy *private equity* realizowanych za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych w Polsce. W pierwszej kolejności analiza dotyczy efektywności wykorzystania kapitału własnego przez przedsiębiorstwa udziałowe funduszy *private equity* w trakcie realizacji dezinwestycji metodą pierwszej oferty publicznej. Następnie analiza zawiera ocenę kosztów wyjścia

z inwestycji za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych. W ostatniej części rozdziału przedstawiono wyniki badań własnych nad zmianami kursów akcji spółek, których akcje zostały wprowadzone do publicznego obrotu z intencją realizacji zysku kapitałowego poprzez wyjście z inwestycji funduszy *private equity*.

Zasadnicze badania empiryczne nad realizację procesów dezinwestycji funduszy *private equity* za pośrednictwem krajowego publicznego rynku papierów wartościowych dotyczą procesów dezinwestycji spółek portfelowych funduszy *private equity*, których akcje zostały wprowadzone po raz pierwszy do publicznego obrotu w latach 2002–2010 i zostały przeprowadzone w oparciu o analizę:

- a) jednostkowych i skonsolidowanych rocznych sprawozdań finansowych spółek,
- b) prospektów emisyjnych badanych jednostek,
- c) raportów bieżących oraz informacji znajdujących się w *Elektronicznym Systemie Przekazywania Informacji* (ESPI),
- d) informacji uzyskanych bezpośrednio od funduszy *private equity*,
- e) informacji zawartych na stronach internetowych badanych spółek oraz innych ogólnodostępnych portalach internetowych,
- f) gotowych zbiorów danych w postaci biuletynów i roczników statystycznych oraz raportów (np. *Rocznik Giełdowy*, *Rocznik EVCA*).

Książka adresowana jest do szerokiego grona obecnych i przyszłych interesariuszy rynku kapitału podwyższonego ryzyka w Polsce, zwłaszcza zarządzających funduszami *private equity*, właścicieli i menedżerów innowacyjnych spółek oraz inwestorów giełdowych. Choć książka ma charakter monografii naukowej, a nie podręcznika akademickiego, z powodzeniem może być wykorzystywana przez nauczycieli akademickich w kształceniu studentów ekonomii, finansów i zarządzania zainteresowanych tematyką finansów przedsiębiorstw oraz rynku kapitałowego, stanowiąc przy tym przyczynek do licznych dyskusji.

Prezentowana monografia jest efektem niezwykle inspirującej współpracy naukowej z Panem Profesorem Janem Durajem oraz całym Zespołem naukowym Katedry Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa Uniwersytetu Łódzkiego. Na ostateczny kształt monografii wpłynęły również niezmiernie cenne, konstruktywne uwagi i sugestie wniesione przez Panią Profesor Małgorzatę Janicką z Uniwersytetu Łódzkiego oraz Pana Profesora Adama Samborskiego z Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, za które gorąco dziękuję. Osobne, z serca płynące podziękowania kieruję do Pana Profesora Cezarego Kochalskiego z Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, za istotną pomoc w przygotowaniu ostatecznej wersji monografii. Sam jednak ponoszę odpowiedzialność za prezentowane treści, wykorzystane metody badań empirycznych oraz wnioski z nich płynące.

Tomasz Sosnowski

Rozdział 1

ZARYS FUNKCJONOWANIA FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

1.1. Pojęcie *private equity* i jego związek znaczeniowy z określeniem *venture capital*

Określenie *private equity* jest terminem stosunkowo nowym i jednocześnie niejednoznacznie rozumianym w polskiej literaturze z zakresu finansów przedsiębiorstwa. Jest ono przypisywane inwestycjom i funduszom *private equity*. Pojęciu temu nadawana jest wieloznaczna treść, wskazująca na różnice przyczyn i motywów realizacji inwestycji *private equity*¹.

K. Sobańska, P. Sieradzan określają inwestycje *private equity* jako średnio- i długoterminowe inwestycje o charakterze udziałowym, mające zwykle miejsce na rynku niepublicznym, połączone ze wsparciem menedżerskim ze strony funduszu w przedsiębiorstwa, które mają szansę osiągnięcia ponadprzeciętnego wzrostu wartości w określonym przez inwestora okresie².

Fundusze *private equity* są jednostkami inwestującymi określony kapitał finansowy w spółki posiadające i wykorzystujące potencjał wzrostu wartości rynkowej. Istota ich działalności polega na poszukiwaniu, finansowaniu i wspieraniu przedsiębiorstw będących narzędziami Schumpeterowskiej *twórczej destrukcji*³. Rolą funduszy *private equity* jest pośredniczenie pomiędzy inwestorami kapitałowymi a spółkami portfelowymi. Z jednej strony fundusze zapewniają profesjonalne zasady selekcji obiecujących projektów inwestycyjnych, z drugiej strony – gromadzą kapitał i przyciągają dużą liczbę inwestorów, oferując im

¹ M. Pietraszewski, *Proces inwestycyjny realizowany przez fundusze private equity*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna we Włocławku, Włocławek 2007, s. 28.

² K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 13.

³ M. Panfil, *Globalizacja inwestycji venture capital*, [w:] A. Szablewski (red.), *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Difin, Warszawa 2009, s. 169.

wpływ na zarządzanie powierzonymi przez nich pieniędzmi, raportowanie i monitoring inwestycji⁴.

Odmienną definicję *private equity* sformułował M. Wrzeński. Stwierdza on, iż jest to typowo średnio- lub długoterminowe zaangażowanie kapitału zarządzanego przez profesjonalnych pośredników finansowych przede wszystkim w znaczne pakiety akcji bądź pakiety udziałów przedsiębiorstw nienotowanych publicznie, znajdujących się w procesie radykalnych zmian, w celu uzyskania ponadprzeciętnej stopy zwrotu, przede wszystkim za sprawą realizacji zysku kapitałowego⁵. W tym podejściu podkreślone zostały pewne dodatkowe cechy inwestycji *private equity*. Zaakcentowano działanie polegające na inwestowaniu w znaczące pakiety papierów wartościowych o charakterze udziałowym, przez co zwiększa się ryzyko ponoszone przez inwestora oraz podkreślono nietypową sytuację, w której znajduje się na ogół przedsiębiorstwo korzystające z tej formy finansowania rozwoju.

Za symptomatyczne cechy działania funduszy *private equity* uznać można m. in.:

- a) poszukiwanie niepublicznych spółek kapitałowych, wykazujących możliwości wzrostu wartości rynkowej kapitału własnego,
- b) lokowanie w nich kapitału i aktywny udział w zarządzaniu spółkami dla skutecznego i efektywnego rozwoju tychże przedsiębiorstw oraz
- c) sprzedaż posiadanych akcji, zapewniającą uzyskanie określonych korzyści kapitałowych.

Z kolei *European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)*, organizacja, która od wielu lat wspiera rozwój *private equity* i pozostaje najistotniejszym źródłem informacji o działaniach podejmowanych przez podmioty funkcjonujące w tej części rynku finansowego w Europie wskazuje, iż przez *private equity* należy rozumieć inwestycje kapitału udziałowego w przedsiębiorstwa nienotowane na publicznym rynku papierów wartościowych. Kapitał ten może być wykorzystany do rozwoju nowych produktów i technologii, w celu zwiększenia kapitału obrotowego, dokonywania przejęć oraz do wzmocnienia bilansu przedsiębiorstwa. Może on mieć również wpływ na kształtowanie struktury właścicielskiej oraz zarządzanie. W zakres działalności funduszy *private equity* wchodzi również wykupy menedżerskie oraz udział w procesach związanych z dziedziczeniem w firmach rodzinnych⁶.

W tak sformułowanym wyjaśnieniu terminu *private equity* zaakcentowane są głównie cele, na które mogą być wydatkowane środki pochodzące od inwestorów. W ujęciu tym w znacznie mniejszym stopniu podkreślane są kwestie

⁴ M. Panfil, *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 87.

⁵ M. Wrzeński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 23.

⁶ <http://www.evca.eu/toolbox/glossary.aspx?id=982>, 09.07.2010 r.

związane ze strukturą i przebiegiem procesu inwestycyjnego, ponadprzeciętnym ryzykiem związanym z tego rodzaju specyficzną działalnością inwestycyjną oraz oczekiwaniami w zakresie poziomu zysku kapitałowego.

Tabela 1.1

Fazy inwestycji *private equity*

Faza inwestycji	Charakterystyka
Finansowanie zasiewu (ang. <i>seed</i>)	Kapitał przeznaczany na sfinansowanie badań, ocenę i rozwój wstępnej koncepcji produktu, przed osiągnięciem fazy <i>start-up</i> .
Kapitał początkowy (ang. <i>start-up</i>)	Kapitał przeznaczony na rozwój produktu i podjęcie działań marketingowych. Przedsiębiorstwa mogą być w trakcie powstawania lub mogą działać od krótkiego czasu, aczkolwiek nie prowadzą sprzedaży na skalę komercyjną.
Finansowanie pozostałych etapów wczesnego rozwoju (ang. <i>other early stage</i>)	Kapitał przekazywany przedsiębiorstwom, które mają zakończony etap rozwoju produktu, a uzyskane środki pieniężne niezbędne są do rozpoczęcia produkcji i sprzedaży na skalę rynkową. Działalność nadal jest nierentowna.
Finansowanie rozwoju (ang. <i>expansion</i>)	Kapitał przeznaczony na rozwój działalności funkcjonującego przedsiębiorstwa, które może, ale nie musi osiągnąć próg rentowności. Środki mogą być wykorzystane do sfinansowania zwiększenia mocy produkcyjnych, rozwoju rynku, produktu lub zapewnienie dodatkowego kapitału obrotowego.
Finansowanie pomostowe (ang. <i>bridge financing</i>)	Środki pieniężne przekazywane podmiotom przygotowującym się do wprowadzenia akcji do publicznego obrotu na giełdzie papierów wartościowych.
Wykup wtórny (ang. <i>secondary purchase</i>)	Finansowanie nabycia akcji/udziałów w spółce przez fundusz <i>private equity</i> od innego funduszu kapitału podwyższonego ryzyka.
Kapitał zastępczy (ang. <i>replacement capital</i>)	Finansowanie nabycia akcji/udziałów spółki od innych udziałowców (niebędących inwestorem <i>private equity</i>).
Finansowanie restrukturyzacji (ang. <i>rescue/turnaround</i>)	Środki przeznaczone na finansowanie istniejących przedsiębiorstw znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej, mające na celu przywrócenie optymalnego stanu.
Refinansowanie zadłużenia (ang. <i>refinancing bank debt</i>)	Kapitał przeznaczony na zmniejszenie stopnia zadłużenia przedsiębiorstwa.
Wykupy menedżerskie (ang. <i>management buyout</i>)	Finansowanie umożliwiający obecnemu zarządowi i inwestorom przejście istniejącej linii produktów lub całego przedsiębiorstwa.
Zewnętrzny wykup menedżerski (ang. <i>management buyin</i>)	Wsparcie finansowe przejścia przedsiębiorstwa przez menedżera lub grupę menedżerów z zewnątrz jednostki przy współudziale kapitału podwyższonego ryzyka.
Zakup akcji spółki giełdowej (ang. <i>venture purchase of quoted shares</i>)	Finansowanie nabycia akcji spółki giełdowej mające na celu wycofanie jej z obrotu publicznego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2008*.

Aktywność funduszy *private equity* ocenić można posługując się wieloma kryteriami i miernikami, które dotyczą m. in. rozmiarów, rodzajów i struktury celowego inwestowania kapitału w określone spółki dla ich późniejszej sprzedaży z zamiarem osiągnięcia zysku kapitałowego.

Inwestycje tych funduszy obejmują swym zakresem wiele różnorodnych faz rozwoju działalności przedsiębiorstw korzystających z tego źródła finansowania (zob. tab. 1.1).

Abstrahując od kwestii związanych z różnicami pomiędzy poszczególnymi definicjami określenia *private equity* można wskazać na kilka istotnych cech inwestycji, które wyróżniają omawianą formę inwestycji spośród innych. Są to:

- inwestycja dokonywana jest za pośrednictwem papierów wartościowych reprezentujących kapitał właścicielski (udziałowy) lub hybrydowych papierów wartościowych,

- przedmiotem inwestycji są zazwyczaj spółki nienotowane na publicznym rynku papierów wartościowych,

- inwestor *private equity* akceptuje ponadprzeciętne ryzyko inwestycyjne w oczekiwaniu na osiągnięcie ponadprzeciętnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału w określonym horyzoncie inwestycyjnym,

- zysk z inwestycji wynika bezpośrednio z przyrostu wartości akcji lub udziałów spółki będącej przedmiotem inwestycji i jest głównie realizowany w momencie zakończenia inwestycji,

- zarządzaniem inwestycjami *private equity* najczęściej zajmują się wyspecjalizowane podmioty, które zwykle nie tylko inwestują kapitału w spółki portfelowe, lecz także oferują dodatkowe formy wsparcia w postaci tzw. kapitału menedżerskiego.

Termin *private equity* bywa wielokrotnie traktowany jako synonim innego, poniekąd pokrewnego określenia, a mianowicie *venture capital*.

W zależności od fazy rozwoju rynku kapitału podwyższonego ryzyka w literaturze przedmiotu można odnaleźć wiele definicji pojęcia *venture capital*. Początkowo terminem tym określano kapitał inwestowany w wysoce ryzykowne przedsięwzięcia z sektora małych i średnich przedsiębiorstw z zakresu nowoczesnych technologii⁷. Wraz z rozwojem rynku i gospodarki odstąpiono od tak wąskiego znaczenia pojęcia *venture capital*.

J. Węćławski określa *venture capital* jako kapitał własny wnoszony na ograniczony okres przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich 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 sukce-

⁷ Ch. C. Cleifie, *Venture capital in Europe*, [w:] J. M. Gibb, *Venture capital Markets for Regeneration of Industry*, Amsterdam 1984, [za:] M. Panfil, *Fundusze Private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 16.

su przedsięwzięcia, wspomaganego w zarządzaniu przez inwestorów, zapewniają znaczący przyrost wartości zainwestowanego kapitału, który jest realizowany przez sprzedaż udziałów⁸.

Podejście to akcentuje głównie pionierski i innowacyjny charakter działalności podmiotów będących przedmiotem inwestycji oraz wysokie ryzyko inwestycyjne. Zauważyć również należy, iż autor powyższej definicji zaznacza, że adresatem tego typu kapitału są przedsiębiorstwa małe i średnie.

Natomiast M. Panfil wskazuje, iż pojęcie *venture capital* odnosi się do inwestowania w kapitał udziałowy przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie, znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju (tzn. zasiew lub start) lub w fazie ekspansji⁹.

P. Gompers, J. Lerner zwracają uwagę, iż *venture capital* połączone jest wysokim ryzykiem. Ich zdaniem działalność *venture capital* polega na finansowaniu wysoce ryzykownych, potencjalnie wysoce zyskowych projektów, poprzez nabywanie udziałowych lub hybrydowych papierów wartościowych przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych¹⁰. Zakres omawianego pojęcia został również rozszerzony o papiery wartościowe inne niż tylko udziałowe, co w większym stopniu przystaje do praktyki gospodarczej¹¹.

Również EVCA, określając zakres pojęcia *venture capital*, za istotny uznaje fakt, na jakim etapie rozwoju znajduje się przedsiębiorstwo będące przedmiotem inwestycji. Zgodnie z informacjami umieszczonymi na stronie internetowej tej organizacji, *venture capital* należy rozumieć jako kapitał profesjonalnie inwestowany przez fundusz przy współpracy z przedsiębiorcą, w przedsięwzięcia znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju (zasiew lub start) lub w fazie ekspansji. W zamian za podejmowane przez inwestora wysokie ryzyko oczekuje on ponadprzeciętnej stopy zwrotu z inwestycji. W tym znaczeniu należy więc traktować *venture capital* jako podzbiór inwestycji *private equity*¹². W tym miejscu należy również podkreślić, iż inwestycje *venture capital*, z racji inwestowania w dopiero rozwijające się koncepty biznesowe, wyróżnia zdecydowanie wyższy poziom ryzyka spośród pozostałych inwestycji *private equity*.

Z kolei J. Świdarska wskazuje na nową formę finansowania rozwoju przedsiębiorstw przynależną do analizowanej grupy inwestycji, a mianowicie *quasi-fundusze venture capital*. Terminem tym określane są *quasi-komercyjne* i z reguły niewielkie fundusze, tworzone lub funkcjonujące przy kapitałowym zaangażo-

⁸ J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 17.

⁹ M. Panfil, *Fundusze private equity...*, *op. cit.*, s. 18–19.

¹⁰ P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Revolution*, „The Journal of Economic Perspectives” 2001, Vol. 15, No. 2, s. 145

¹¹ S. Kaplan, P. Strömberg, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture capital Contracts*, „Review of Economic Studies” 2002, s. 4, 15.

¹² <http://www.evca.eu/toolbox/glossary.aspx?id=982>, 09.07.2010 r.

waniu czynnika publicznego, prowadzące działalność o charakterze lokalnym lub regionalnym, nakierowaną na wspieranie przedsiębiorczości, innowacyjności i/lub procesów transformacyjnych zachodzących na ograniczonym terytorialnie obszarze, które oferują relatywnie niewielkie porcje kapitału małym i średnim przedsiębiorstwom znajdującym się najczęściej we wczesnych fazach rozwoju¹³.

Interpretacja pojęć *private equity* i *venture capital* bywa odmienna w amerykańskiej i europejskiej literaturze przedmiotu, co można bezpośrednio powiązać z różnicami w rozwoju i genezą tego segmentu rynku. Wielokrotnie zwraca się uwagę, iż amerykańskiej terminologii dla całej omawianej grupy inwestycji w kapitał udziałowy przedsiębiorstw stosuje się określenie *venture capital*, a pojęcie *private equity* utożsamiane jest z finansowaniem transakcji wykupów¹⁴. Pojęcie *private equity* bywa również identyfikowane z inwestycjami dużych inwestorów instytucjonalnych w rozwinięte przedsiębiorstwa w okresie gruntownych zmian struktury właścicielskiej, co również można łączyć z transakcjami przejęć i wykupów¹⁵.

W niniejszej pracy pojęcie *private equity* odnosi się do określenia działalności polegającej na inwestowaniu przez wyspecjalizowane podmioty zgromadzonych przez nie środków finansowych głównie w udziałowe papiery wartościowe zwykle przedsiębiorstw niepublicznych, niezależnie od fazy ich rozwoju, aby poprzez budowanie wartości spółek portfelowych i wyjście z inwestycji zrealizować w określonym horyzoncie czasowym ponadprzeciętną stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Natomiast sformułowanie *venture capital* używane będzie w kontekście grupy inwestycji *private equity* w przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju, co jest zgodne ze stanowiskiem EVCA.

W polskojęzycznej literaturze przedmiotu nie został dotychczas osiągnięty konsensus co do polskiego odpowiednika określenia terminu *private equity*. Najczęściej można spotkać się z terminem *kapitał podwyższonego ryzyka*. W niniejszej pracy określenia te będą traktowane jako synonimy. Ponadto w niektórych opracowaniach stosowany jest termin *kapitał wysokiego ryzyka*, jednakże takie ujęcie może powodować skojarzenia z działalnością funduszy typu *hedge*, co byłoby nieprzystające dla realizacji celu rozprawy. L. Lewandowska wprost podkreśla, że rozpatrywana grupa inwestycji w żadnym razie nie może być utożsamiana z kapitałem spekulacyjnym o ekstremalnie wysokim ryzyku¹⁶.

¹³ J. Świdowska, *Quasi-fundusze venture capital. Publiczne wsparcie innowacyjnych MSP*, Difin, Warszawa 2008, s. 13–14.

¹⁴ G. Fraser-Sampson, *Private equity as an Asset Class*, WilleyFinance, 2007, s. 5; J. Świdowska, *op. cit.*, s. 40.

¹⁵ S. Bloomfield, *Venture capital Funding. A Practical Guide to Raising Finance*, Kogan Page Limited 2005, s. 4.

¹⁶ L. Lewandowska, *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, ODiDK Sp. z o.o., Gdańsk 2000, s. 111.

1.2. Struktura rynku kapitału podwyższonego ryzyka i jego segmenty

W tradycyjnym ujęciu zapotrzebowanie przedsiębiorstw na kapitał obcy zaspokajane jest przez szeroką ofertę usług finansowych oferowanych przez systemy bankowe oraz dłużne papiery wartościowe. Postępujące procesy globalizacji, jak i rozwój technologii kapitałochłonnych przyczyniają się do zwiększenia popytu na kapitał, co skłania przedsiębiorców do poszukiwania innych jego źródeł¹⁷. Alternatywą, szczególnie dla małych i średnich przedsiębiorstw o wysokim poziomie innowacyjności i dużym potencjale wzrostu, mogą być fundusze *private equity*, które wydają się wręcz predestynowane do finansowania proinnowacyjnych projektów stymulujących wzrost gospodarczy¹⁸.

Zadaniem funduszy *private equity* jest stworzenie warunków skutecznego przepływu kapitału pomiędzy inwestorami dysponującymi określonymi zasobami kapitałowymi a spółkami potrafiącymi efektywnie wykorzystać te zasoby¹⁹, przynosząc jednocześnie korzyści wszystkim stronom zaangażowanym w dane przedsięwzięcie.

Rynek funduszy *private equity* umożliwia powiązanie kapitałowe pomiędzy podmiotami chcącymi efektywnie zarządzać posiadanymi wolnymi środkami a przedsiębiorstwami potrzebującymi dodatkowego kapitału na rozwój. Choć ten rynek nie należy do grupy rynków regulowanych to posiada on właściwą sobie strukturę, która może różnić się w poszczególnych krajach w zależności od systemu prawnego i struktury instytucjonalnej, płynności i budowy rynku kapitałowego oraz doświadczenia inwestorów w budowaniu wartości przedsiębiorstw²⁰. Przyjmuje się, iż na rynku kapitału podwyższonego ryzyka działają następujące trzy główne grupy uczestników:

- inwestorzy – podmioty o różnym profilu działania i strukturze własności, udostępniające kapitał na inwestycje²¹,
- pośrednicy – fundusze typu *private equity*,
- emitenci – przedsiębiorstwa, będące przedmiotem inwestycji, które z reguły działają w dynamicznie rozwijających się sektorach gospodarki, odznaczają

¹⁷ B. Ziółkowska, *Proces tworzenia jednolitego rynku finansowego w UE*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 107.

¹⁸ L. Lewandowska, *Finansowanie w kontekście pozycji konkurencyjnej firmy*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 136.

¹⁹ G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *The Economics of the Private equity Market*, „Federal Reserve Bulletin”, January 1996, s. 3–5.

²⁰ D. Cumming, G. Fleming, J-A. Suchard, *Venture Capitalist Value-added Activities, Fundraising and Drawdowns*, „Journal of Banking&Finance” 2005, Vol. 29, s. 297.

²¹ M. Pietraszewski, *op. cit.*, s. 50.