

**ARTUR ZIMNY**

The background of the cover features a grayscale image of several coins, likely Euro, with a prominent blue horizontal band across the middle. The text is overlaid on this band.

**Decyzje na rynkach  
Venture Capital / Private Equity**



WYDAWNICTWO  
UNIwersytetu  
ŁÓDZKIEGO

**Decyzje na rynkach**  
**Venture Capital / Private Equity**



40 LAT  
WYDAWNICTWA  
UNIwersytetu  
ŁÓDZKIEGO

ARTUR ZIMNY

**Decyzje na rynkach  
Venture Capital / Private Equity**

 WYDAWNICTWO  
UNIwersYTETU  
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2013

Artur Zimny – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów  
Katedra Finansów i Rachunkowości MSP, 90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. 39

RECENZENT

*Jerzy Węclawski*

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ

*Bogusława Kwiatkowska*

SKŁAD I ŁAMANIE

*Oficyna Wydawnicza Edytor.org*

PROJEKT OKŁADKI

*Barbara Grzejszczak*

Publikacja finansowana w ramach dotacji na zadania służące rozwojowi  
młodych naukowców i doktorantów

© Copyright by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2013

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.06312.13.0.M

Publikacja jest udostępniona na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa-  
Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 (CC BY-NC-ND)

ISBN (wersja drukowana) 978-83-7969-018-3

ISBN (ebook) 978-83-7969-115-9

<https://doi.org/10.18778/7969-018-3>

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

[www.wydawnictwo.uni.lodz.pl](http://www.wydawnictwo.uni.lodz.pl)

e-mail: [ksiegarnia@uni.lodz.pl](mailto:ksiegarnia@uni.lodz.pl)

tel. (42) 665 58 63, faks (42) 665 58 62

– *Jest interes do zrobienia...*  
– *Interes? Ile można stracić?*  
– *Co się mnie pytasz ile można stracić!*  
*Się mnie natychmiast zapytujesz, ile można zarobić!*  
– *Ile się zarobi, to się zarobi. Ja się pytam: ile trzeba mieć żeby ryzykować w razie się straci.*

Kabaret Dudek, „Sęk”,

– *A czy ty wiesz, Dijkstra, że mieć milion i nie mieć miliona, to razem dwa miliony?*

A. Sapkowski, „Wieża Jaskółki”



# Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	11
<b>Rozdział 1. Specyfika finansowania Venture Capital / Private Equity jako podstawa podjętych zagadnień badawczych</b> .....	15
1. Desygnaty pojęć „Venture Capital” i „Private Equity” .....	15
2. Pojęcia pochodne i pokrewne .....	22
3. Geneza i ekspansja finansowania Venture Capital / Private Equity .....	24
3.1. Finansowanie udziałowe przed II wojną światową .....	24
3.2. Narodziny Venture Capital w USA i Wielkiej Brytanii .....	26
3.3. Rozprzestrzenianie się Venture Capital / Private Equity na świecie .....	28
4. Struktura geograficzna i trendy inwestycji VC/PE na świecie .....	30
4.1. Świat .....	30
4.2. Europa .....	33
4.3. Obszar Azji i Pacyfiku .....	34
5. Cykl obiegu kapitału a hipotezy badawcze .....	36
6. Zakres przeprowadzonych badań .....	38
<b>Rozdział 2. Źródła i determinanty podaży kapitału lokowanego w fundusze VC/PE</b> .....	41
1. Kapitałodawcy na rynku VC/PE .....	41
1.1. Klasyfikacje kapitałodawców .....	41
1.2. Motywy angażowania środków w inwestycje VC/PE .....	46
1.2.1. Motyw podstawowy – wysoka zyskowność i dywersyfikacja .....	46
1.2.2. Motywy i korzyści dodatkowe .....	47
1.3. Struktury źródeł kapitału – porównanie państw .....	49
2. Identyfikacja i analiza czynników determinujących podaż kapitału na rynkach VC/PE .....	57
2.1. Ogólny rozwój gospodarczy .....	58
2.2. Postęp technologiczny .....	60
2.3. Rynki giełdowe .....	64
2.4. Historyczne stopy zwrotu z inwestycji PE .....	68
2.5. Uwarunkowania społeczne i kulturowe .....	69
2.6. Kapitałowe wsparcie sektora VC/PE .....	73
2.7. Regulacje prawne dotyczące form działalności podmiotów VC/PE oraz przywileje podatkowe .....	88



2.8. Polityka pieniężna (stopy procentowe) .....	108
2.9. Regulacje prawne wpływające na podaż kapitału od inwestorów instytucjonalnych .....	110
2.10. Polityka ekonomiczna, promowanie przedsiębiorczości i innowacyjności .....	113
3. Determinanty skłonności do angażowania kapitału w rynek VC/PE – badanie empiryczne .....	119
3.1. Przesłanki badanej hipotezy 1 .....	119
3.2. Opis i wyniki badania .....	122
<b>Rozdział 3. Inwestowanie kapitału przez fundusze Venture Capital / Private Equity .....</b>	<b>129</b>
1. Innowacyjność – czynnik sukcesu, źródło ryzyka .....	129
1.1. Innowacja – definicja, możliwości klasyfikowania .....	129
1.2. Typy innowacji .....	131
1.3. Źródła innowacji .....	132
1.4. Stopnie innowacyjności .....	132
1.5. Skala innowacyjności .....	135
1.6. Użyteczność innowacji .....	136
2. Nabór i wybór projektów inwestycyjnych .....	137
2.1. Nabór projektów .....	137
2.2. Selekcja wstępna .....	139
2.3. Analiza fundamentalna ( <i>due dilligence</i> ) .....	142
2.4. Negocjowanie warunków inwestycji .....	152
2.4.1. Umowa intencyjna ( <i>term sheet</i> ) .....	152
2.4.2. Struktura współwłasności i problem współwładzy .....	152
2.4.3. Umowa inwestycyjna .....	158
3. Struktura branżowa inwestycji VC/PE .....	162
4. Stadia inwestycyjne – fazy rozwoju przedsiębiorstw .....	168
4.1. Klasyfikacje stadiów dla celów statystycznych .....	168
4.2. Struktura inwestycji pod względem stadiów inwestycyjnych – porównanie państw .....	176
5. Ilość zgromadzonego kapitału a skłonność do inwestowania w bardziej ryzykowne przedsięwzięcia – badanie empiryczne .....	186
5.1. Przesłanki badanej hipotezy 2 .....	186
5.2. Opis i wyniki badania .....	188
<b>Rozdział 4. Metody wyjścia z inwestycji Venture Capital / Private Equity .....</b>	<b>193</b>
1. Dezinwestycja – finalny cel inwestycji .....	193
2. Klasyfikacje form dezinwestycji .....	196
3. Charakterystyka poszczególnych form dezinwestycji .....	202
3.1. Sprzedaż przez giełdę .....	202
3.2. Sprzedaż inwestorowi branżowemu (strategicznemu) .....	206
3.3. Giełda vs <i>trade sale</i> – analiza porównawcza z punktu widzenia funduszu VC/PE .....	210
3.4. Sprzedaż inwestorowi finansowemu / innej firmie VC/PE .....	213
3.5. Sprzedaż pierwotnym właścicielom, zarządowi, pracownikom; <i>buy-back</i> i umorzenie .....	216
3.6. Nietypowe formy dezinwestycji .....	220
3.7. Likwidacja/upadłość .....	222

4. Struktura dezinwestycji w wybranych państwach .....	224
5. Koniunktura giełdowa a preferowane metody dezinwestycji – badanie empiryczne ....	232
5.1. Przesłanki badanej hipotezy 3 .....	232
5.2. Opis i wyniki badania .....	234
<b>Rozdział 5. Stopa zwrotu i ryzyko – finansowa specyfika inwestycji Venture Capital / Private Equity</b> .....	241
1. Teoretyczna charakterystyka parametrów inwestycji Venture Capital / Private Equity .....	241
1.1. Stopa zwrotu – oczekiwania inwestorów .....	242
1.2. Ryzyko inwestycji – kontekst ogólny .....	243
1.3. Związek ryzyka, stopy zwrotu i innych parametrów inwestycji z fazą rozwoju spółki portfelowej .....	246
1.4. Metody ograniczania ryzyka .....	251
1.5. Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego .....	253
1.6. Metody pomiaru stóp zwrotu – indywidualnych i zagregowanych .....	256
1.7. Rzeczywiste stopy zwrotu osiągnięte na rynkach VC/PE .....	261
1.8. Ryzyko jako odchylenie stóp zwrotu na rynkach kapitałowych .....	268
2. Stopy zwrotu i ryzyko na rynkach VC/PE w porównaniu z rynkami giełdowymi – badanie empiryczne .....	273
2.1. Przesłanki badanej hipotezy 4 .....	273
2.2. Opis i wyniki badania .....	275
<b>Zakończenie</b> .....	289
<b>Bibliografia</b> .....	293



## Wstęp

Nie.

Autor bardzo chciał zacząć ten wstęp od „nie”.

Czy da się zacząć od „nie” pracę z dziedziny finansów?

Owszem.

„Nie” jest bowiem słowem często używanym w biznesie, kto wie, czy nie częściej niż „tak”. „Nie” słyszy wielu przedsiębiorców-innowatorów ubiegających się o kredyt bankowy na realizację swojego projektu. „Nie” napotka także wielu z nich, sprawdzając, czy mogą szukać finansowania na rynku papierów wartościowych. Ale „nie” powinni oni również usłyszeć zapytawszy doradcę, czy kredyt i giełda to jedyne źródła zewnętrznego kapitału na realizację ich pomysłu.

„Nie” jest standardową odpowiedzią na pytanie, czy da się osiągnąć stopę zysku większą niż z lokat bankowych, nie ponosząc ryzyka. „Nie” należy odpowiedzieć również na pytanie, czy ryzyko to musi zawsze być wysokie, by mieć szansę na wysoki dochód. Odpowiedź „nie” jest właściwa także dla pytania, czy tylko giełda jest możliwością inwestowania w przedsiębiorstwa stworzone przez innych.

Te wszystkie „nie” mogą prowadzić do różnych konkluzji, ale tym, co je łączy jest Private Equity. Alternatywa dla kredytu bankowego i giełdy. Kapitał na projekt, który jest zbyt niesprawdzony lub zbyt nietypowy, by sfinansował go bank czy inwestorzy działający na rynku publicznym. Jednocześnie jest to alternatywa dla inwestycji, zwłaszcza giełdowych: daje szansę na wysokie stopy zwrotu i umożliwia dywersyfikację ryzyka. Czyż nie jest to wdzięczny przedmiot badań?

Porównując rynek Private Equity (czy wężziej: Venture Capital) do finansowania kredytowego czy rynków giełdowych, można go nazwać rynkiem niszowym. Jest mniej znany, mniejszy wartościowo i mniej wystandaryzowany pod względem proceduralnym. Finansowanie udziałowe nienotowanych przedsiębiorstw (a tak najkrócej można zdefiniować Private Equity) ma swą intrygującą specyfikę, każda transakcja ma charakter bardzo indywidualny, a wśród firm, które z tego finansowania skorzystały, znalazły się zarówno znane dziś niemal wszystkim giganty

informatyczne, jak i całe mnóstwo bezimiennych i zapomnianych projektów zakończonych bankructwami. Ten wyjątkowy charakter skłonił autora do podjęcia badań w tej właśnie dziedzinie.

Mimo iż rynek Private Equity ma znacznie mniejsze rozmiary niż finansowanie kredytami czy poprzez giełdę papierów wartościowych, to jest on ważnym segmentem rynku kapitałowego, bardzo rozwiniętym w krajach zaawansowanych gospodarczo i dynamicznie rozwijającym się w krajach pozostałych (w tym w Polsce). Przejawem tego rozwoju jest powstawanie licznych organizacji zrzeszających podmioty zarządzające tym typem kapitału. Dziś niewiele jest państw, w których nie funkcjonują stowarzyszenia Venture Capital / Private Equity. Instytucje te odgrywają znaczącą rolę w stymulowaniu rozwoju tego typu finansowania, są swoistym lobby reprezentującym branżę, a ponadto gromadzą i publikują znaczne zasoby danych statystycznych, nieocenionych przy prowadzeniu badań tego zjawiska. W gromadzeniu i dostarczaniu danych specjalizują się też uznane firmy działające na skalę międzynarodową, co odzwierciedla zapotrzebowanie na informacje z tego zakresu oraz ich wysoką wartość komercyjną. Standardy prezentowanych statystyk nie są jeszcze wystarczająco ujednocnione, dlatego w niniejszej pracy przeprowadzono ich analizę porównawczą i próbę uporządkowania poszczególnych pojęć i klasyfikacji (w badaniach literaturowych autor nie trafił dotąd na takie opracowanie).

Znaczenie Private Equity w systemach finansowych wynika także ze specyficznych funkcji, jakie spełnia. Jest to finansowanie kierowane często tam, gdzie tradycyjne formy kapitału są niedostępne. Przedsiębiorstwa młode, zwłaszcza dopiero zakładane czy przygotowywane do uruchomienia, nie mogą liczyć na kredyty bankowe ani na kapitał pochodzący z giełdy, mogą natomiast starać się o kapitał z funduszy Private Equity, a konkretniej – z funduszy Venture Capital stanowiących wąsko wyspecjalizowaną kategorię Private Equity (choć ich rola w zapełnianiu luki finansowej wydaje się być nieco przeceniana, bo finansowanie pozyskują tylko najlepsze projekty, stanowiące ok. 1% całej podaży biznesplanów). Private Equity jest również dobrą alternatywą (można zaryzykować opinię, że wręcz najwłaściwszą) przy finansowaniu fuzji i przejęć oraz wykupów menedżerskich, często wykraczających poza akceptowaną przez banki skalę potrzebnego kapitału czy ponoszonego ryzyka. Warto też wskazać na inne, rzadsze, lecz również ważne powiązania finansowania Private Equity z tradycyjnymi rynkami kapitału: może ono posłużyć refinansowaniu kredytu bankowego, przygotowaniu spółki do wejścia na giełdę lub wycofaniu jej z notowań. Spełnia więc rolę nie tylko alternatywną, lecz i komplementarną lub pomostową względem innych segmentów rynku kapitałowego.

Oprócz spojrzenia od strony firm korzystających z kapitału Private Equity istotnym punktem widzenia są też dążenia inwestorów (kapitałodawców) anga-

żujących swe środki w fundusze tego typu. Oczekują oni osiągnięcia ze swoich inwestycji stóp zwrotu wyższych niż z lokat bankowych, a nawet niż z giełdy. Powszechnie uważa się, że Private Equity charakteryzuje większe ryzyko inwestycyjne niż inwestycje giełdowe, dlatego – zgodnie z ogólnie znaną w finansach współzależnością dochodu i ryzyka – uzasadnione jest oczekiwanie z tych inwestycji odpowiednio wyższej zyskowności. W literaturze rzadziej eksponowany jest fakt, że także w ramach rynku Private Equity możliwa jest dywersyfikacja inwestycyjna służąca redukcji ryzyka, co powoduje, że wysoka dochodowość i wysokie ryzyko tej klasy aktywów wcale nie są tak oczywiste. Ten aspekt również poddano badaniu, którego wyniki zaprezentowano w niniejszej książce.

W swej pracy autor starał się przyjmować punkt widzenia jak najszerszy, globalny, a więc podchodzić do rynków Venture Capital / Private Equity raczej od strony ich agregatowych, statystycznych charakterystyk niż od analizy pojedynczych transakcji (nowomodnie zwanych case-ami). Z takim nastawieniem autor postawił sobie pytania o czynniki wpływające (czy mogące wpływać) na decyzje podejmowane przez uczestników badanych rynków. Toteż podstawowym celem pracy było zidentyfikowanie czynników determinujących decyzje podmiotów działających na rynkach Venture Capital / Private Equity oraz zbadanie siły i istotności wpływu tych czynników na te decyzje.

Odzwierciedleniem decyzji, o których mowa, są trendy, jakie na tych rynkach się kształtują, oraz zmiany ich struktury. Badając skutki wyrażone wielkościami statystycznymi, autor docieka przyczyn podejmowania takich, a nie innych decyzji przez podmioty reprezentujące popyt i podaż w tym sektorze systemu finansowego. Bazując na analizie cyklu obiegu kapitału Private Equity, określono cztery jego etapy (inwestycje kapitału w fundusze PE; inwestycje kapitału w spółki portfelowe; dezinwestycje; realizacje zysków dla inwestorów) i dla każdego z tych etapów postawiono jedną hipotezę badawczą. Każdemu etapowi (i każdej hipotezie) poświęcono jeden rozdział pracy, poprzedzając je rozdziałem o charakterze wprowadzającym.

Pierwszy rozdział zawiera definicje, historyczny rys zjawiska i przedstawienie jego trendów w ostatnich dekadach oraz omówienie cyklu obiegu kapitału na rynkach VC/PE, który to cykl posłużył za kanwę dla skonstruowania procesu badawczego (czterech kolejnych hipotez). Rozdział drugi skoncentrowany jest na źródłach kapitałów płynących do funduszy VC/PE. Scharakteryzowano różne grupy kapitałodawców i motywy, jakimi się kierują, a także przedstawiono struktury pochodzenia środków według tychże grup w wybranych państwach, analizując specyfikę każdego z nich oraz tendencje zachodzących zmian. Szerokiej i szczegółowej analizie poddano dostępne w literaturze informacje i opinie o czynnikach determinujących ilość kapitału oferowanego przez kapitałodawców, różniąc dwie zasadnicze grupy tych czynników – zależne od państwa w sposób bezpośredni

oraz niezależne bezpośrednio. Rozdział wieńczy wyniki badania wpływu czterech czynników na ilość środków lokowanych w funduszach VC/PE.

Trzeci rozdział poświęcony jest inwestycjom VC/PE, a więc decyzjom podmiotów zarządzających zebranyim kapitałem. Przedstawiono w nim przebieg procesu inwestycyjnego (z akcentem na znaczenie innowacyjności projektów), omówiono zmiany struktury inwestycji pod względem branż gospodarki, zachodzące w wybranych regionach świata w okresie wieloletnim, przeanalizowano i szczegółowo porównano stosowane obecnie klasyfikacje stadiów rozwoju przedsiębiorstw, w które dokonuje się inwestycji, oraz zaprezentowano struktury inwestycji według tych stadiów w wybranych państwach i zmiany zachodzące w tych strukturach w długim okresie. Rozdział kończy się prezentacją wyników badania, w którym weryfikowano związek skłonności do inwestowania we wcześnie, bardziej ryzykowne fazy rozwoju przedsiębiorstw z ilością kapitału dostępnego na ogół inwestycji.

W rozdziale czwartym uwagę skupiono na dezinwestycjach. Po omówieniu ich znaczenia dla całej transakcji przeprowadzono analizę porównawczą stosowanych obecnie metod wyjść z inwestycji i przedstawiono szczegółową charakterystykę każdej z nich. Następnie zaprezentowano struktury dezinwestycji według ich form w wybranych państwach w okresach tak długich, na jakie pozwoliły dane. Na bazie tych danych przeprowadzono badanie wpływu koniunktury giełdowej na wybór form dezinwestycji – przedstawienie wyników tego badania zamyka rozdział czwarty.

Piąty rozdział służy omówieniu i zbadaniu dwóch kluczowych parametrów inwestycji Venture Capital / Private Equity, tj. stopy zwrotu i ryzyka. Omówiono tu oczekiwania inwestorów co do zyskowności osiągananej z zaangażowanego przez nich kapitału, przeanalizowano źródła ryzyka, jego powiązanie z innymi cechami transakcji oraz metody ograniczania go (z akcentem na dywersyfikację portfela inwestycyjnego). Następnie przedstawiono metody obliczania stóp zwrotu oraz przykłady ich rzeczywistych realizacji osiągniętych na wybranych rynkach, po czym przybliżono koncepcję ryzyka rozumianego jako odchylenie standardowe stóp zwrotu, co stanowi podstawę teoretyczną badania porównawczego stóp zwrotu i ryzyka z inwestycji VC/PE i z inwestycji giełdowych, którego wyniki przedstawiono na końcu tego rozdziału.

Bogactwo tematu nie pozwoliło poruszyć innych interesujących zagadnień z badanej dziedziny, niemniej jednak wykonane badania przyniosły autorowi kilka niespodzianek, rekompensując uczucie niedosytu wynikające z aspektów nieporuszonych i dając poczucie satysfakcji, które chce się dzielić z Czytelnikiem. Jednocześnie będąc świadomym licznych ograniczeń, także wynikających z ludzkiej natury, skłonnej do błędów, autor żywi nadzieję na wyrozumiałość, jeśli nie udało się ich w pracy uniknąć.

# Rozdział 1

## Specyfika finansowania Venture Capital / Private Equity jako podstawa podjętych zagadnień badawczych

### 1. Desygnaty pojęć „Venture Capital” i „Private Equity”

Przyczyną trudności w definiowaniu pojęć Private Equity i Venture Capital (a dokładniej, relacji/różnic między nimi) była sama geneza i ewolucja tych zjawisk. Za historycznie pierwsze uznaje się finansowanie typu Venture Capital, zaistniałe w latach 40. XX w. (w USA, Wielkiej Brytanii) i to określenie było używane przez kilka następujących dekad, a oznaczało, upraszczając, inwestowanie udziałowe w młode, nienotowane spółki o dobrych perspektywach rozwoju. Z czasem (zwłaszcza w drugiej połowie lat 80.) coraz więcej kapitałów kierowano na inwestycje w spółki bardziej rozwinięte; finansowano ekspansje, znacząco wzrastał też udział nowych dziedzin zainteresowania inwestorów: przejęć (*acquisition*) i wykupów lewarowanych (LBO)<sup>1</sup>. Pojawiło się i zaczęło upowszechniać określenie Private Equity, które akcentowało inwestowanie w spółki nienotowane (*private* jako antonim *public* oznaczający „publiczny rynek papierów wartościowych”), a pomijało akcent położony na ryzykowność przedsięwzięcia zawartą w znaczeniu słowa *venture*. Z czasem wykształciły się dwie interpretacje tych terminów: pierwsza, uznająca Private Equity za finansowanie spółek będących

---

<sup>1</sup> Zob.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston 1992, s. 32–35.



na późniejszych etapach rozwoju, czyli za segment rynku odrębny od Venture Capital (spółki młode lub dopiero zakładane czy też projekty w fazie badań), oraz druga, akcentująca fakt, że Venture Capital również polega na inwestowaniu w spółki nienotowane, czyli że jest to segment zawierający się w całym Private Equity, a nie od niego odrębny.

Jak pokazuje aktualna literatura, a zwłaszcza publikacje ze statystykami rynku VC/PE, ostatecznie dominującą pozycję uzyskała interpretacja druga, w mniemaniu autora bardziej spójna znaczeniowo.

Co do samej definicji, to krzyżują się tu trzy podejścia. Pierwsze, teoretyczne, reprezentowane przez środowisko nauki, dąży do jak najściślejszego oznaczenia desygnatów pojęć, co prowadzi do tworzenia definicji dość rozbudowanych, opisowych, możliwie drobiazgowo wskazujących cechy oddzielające definiowane zjawisko od innych, podobnych. Nierzadko w definicjach zawarte są cechy, które – choć charakterystyczne – niekoniecznie są konstytuujące dla definiowanego pojęcia (np. mocno dyskusyjne jest, przynajmniej obecnie, silne nastawienie inwestycji Private Equity czy nawet wężiej: Venture Capital na spółki wysokich technologii, tzw. *high-tech*<sup>2</sup>). Przeciwnie podejście reprezentują praktycy, którzy niespecjalnie zajmują się kwestią definicji, rozumiejąc je intuicyjnie i nie mając potrzeby odwoływania się do terminologii (podobnie jak pewien mieszczanin, który nie miał pojęcia, że mówi prozą, choć czynił to codziennie). Pomostem między tymi dwoma biegunami jest trzecie podejście, reprezentowane przez instytucje posiadające cechy zarówno naukowe (badawcze), jak i komercyjne, zwłaszcza stowarzyszenia prowadzące systematyczne badania (także statystyczne) rozwoju tego zjawiska. Wypracowywane przez nie definicje są konsensusem godzącym pragmatyzm praktyków z precyzją znaczeniową oczekiwaną przez teoretyków, a wieloletnie doświadczenia tych instytucji pozwalają uwzględnić historyczny kontekst ewolucji zjawiska i wiedzy na jego temat.

Z tych to przyczyn w niniejszej pracy szczegółowa analiza definicji proponowanych w literaturze zostaje pominięta na rzecz przywołania tych, które stosowane są przez czołowych dostawców danych. Poniżej zamieszczono zestawienie głównych treści z definicji zamieszczonych w metodologicznych działach ich publikacji; definicje te często odnoszą się do faz rozwojowych spółek, w które się inwestuje – jest to przedmiotem rozważań w rozdziale trzecim, tu ograniczono się tylko do podziału wszystkich faz na wczesne i późne, na tyle, na ile ma to znaczenie definicyjne. Ze szczególnym wyróżnieniem potraktowano źródła australijskie, bowiem ten region – choć ujęty w statystykach *ThomsonOne*, a także wchodzący w skład obszaru określonego jako Azja i Pacyfik badanego

---

<sup>2</sup> Por.: A. Zimny, *Inwestycje VC/PE w spółki high tech – trend długookresowy*, „Finanse. Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN”, nr 1 (5) 2012, Warszawa.

przez firmę AVCJ Ltd. – jest też przedmiotem niezależnych badań innych podmiotów (np. firma AVCAL, australijski urząd statystyczny) wartych uwzględnienia.

### ***ThomsonOne Database***<sup>3</sup>

W zestawieniu definicji i objaśnień metodologicznych (*Glossary*) nie podano definicji Private Equity ani Venture Capital. Pojawiają się one w dziale często zadawanych pytań (*Private Equity Frequently Asked Questions*), gdzie określono tylko, że **Private Equity** obejmuje cały zakres inwestycji Venture Capital (*venture investing*) oraz inwestycje w fazy późniejsze, a **Venture Capital** – konsekwentnie – faz późniejszych nie zawiera.

### ***NVCA Yearbook***<sup>4</sup>

Rocznik NVCA definiuje **Private Equity** jako inwestycje udziałowe w spółki nienotowane publicznie (oraz nadmienia, że kategoria ta zwykle obejmuje Venture Capital i fazy późniejsze). Inwestycje w nieruchomości, ropę i gaz oraz inne nietypowe czasem też włącza się do Private Equity. **Venture Capital** zaś zdefiniowano jako segment przemysłu Private Equity (*PE industry*) skupiający się na inwestowaniu w nowe spółki z wysokim potencjałem wzrostu i towarzyszącym mu wysokim ryzykiem.

### ***EVCA Yearbook***<sup>5</sup>

W roczniku 2011 określono, że **Private Equity** dostarcza kapitału udziałowego (*equity*) przedsiębiorstwom nienotowanym na giełdzie papierów wartościowych. Private Equity zawiera Venture Capital, jak i fazy późniejsze. **Fundusze Private Equity** zdefiniowano jako pule kapitału (*capital pools*) prowadzone zwykle w formie funduszy zamkniętych o ustalonym okresie trwania, a dokonujące głównie inwestycji udziałowych w przedsiębiorstwa nienotowane na rynku papierów wartościowych. Zaznaczono, że Fundusze Private Equity inwestują w przedsiębiorstwa, w przeciwieństwie do tzw. Funduszy Funduszy Private Equity (*private equity funds of funds*), które inwestują w inne fundusze. **Venture Capital** jest, ściśle ujmując, podzbiorem Private Equity i odnosi się do inwestycji kapitału udziałowego (*equity*) dokonanych w celu uruchomienia, wczesnego rozwoju lub ekspansji biznesu.

W roczniku 2012 pojawia się rozgraniczenie między Venture Capital (wczesne fazy rozwoju spółek) i Private Equity (opisane jako tylko późniejsze fazy); w opinii autora jest to niezamierzona niekonsekwencja, jako że w roczniku tym we wszystkich tabelach z danymi, gdzie to rozróżnienie jest istotne, stosuje się całościową kategorię Private Equity (*All Private Equity*) rozdzielaną na dwie podkategorie: Venture Capital i Wypłaty&Wzrost (*Buyout&Growth*).

<sup>3</sup> *ThomsonOne*, baza danych firmy Thomson Reuters, [www.thomsonone.com](http://www.thomsonone.com) (dostęp: 26.11.2011).

<sup>4</sup> *NVCA Yearbook 2012*, Appendix A: Glossary, s. 72 i 75.

<sup>5</sup> *EVCA Yearbook 2011*, Methodology and Definitions, s. 7.

### ***Asian Private Equity 300 / AVCJ Database***<sup>6</sup>

Źródła azjatyckie są oszczędniejsze pod względem definicji. Podają one, że **Private Equity** jest zwykle definiowany jako finansowanie o charakterze udziałowym, dostarczane nienotowanym spółkom. W roczniku *2012 Asian Private Equity 300* zaraz po definicji Private Equity pojawia się termin **Venture Capital**, a kontekst sugeruje wyraźnie użycie go jako tożsamego z Private Equity, jednak w tych statystykach pojęcie Venture Capital pojawia się niezwykle rzadko, operuje się niemal wyłącznie terminem Private Equity.

### **Australian Bureau of Statistics (ABS)**<sup>7</sup>

Australijski urząd statystyczny uściśla rozróżnienie między Venture Capital i późniejszymi stadiami Private Equity (*later stage private equity*), co oznacza, że stosuje on rozumienie Venture Capital jako segmentu Private Equity. **Venture Capital** jest definiowany jako obarczony wysokim ryzykiem kapitał Private Equity przeznaczony dla zwykle nowych, innowacyjnych i szybko rosnących spółek nienotowanych. **Późniejsze Stadia Private Equity** (*Later stage private equity*) definiuje się jako inwestycje w spółki będące w późniejszych stadiach rozwoju, jak również inwestycje w spółki o słabych wynikach. Są to także spółki będące w procesie tworzenia, a ryzyko inwestycji również jest wysokie. Obie kategorie (VC i LSPE) opisane są jako inwestycje zwykle krótko- lub średnioterminowe, z założoną strategią dezinvestycji oraz oczekiwanym zwrotem z inwestycji głównie w formie zysku kapitałowego (co odróżnia je od inwestycji długoterminowych, obejmujących regularne wpływy dochodów).

### **Australian Private Equity & Venture Capital Association Limited (AVCAL)**<sup>8</sup>

AVCAL jako jedyna z wymienionych tu instytucji stosuje „stare” ujęcie, rozdzielające Venture Capital od Private Equity. **Firma Venture Capital** zdefiniowana jest tu jako firma dokonująca inwestycji udziałowych (*equity investments*) w utworzenie, wczesny rozwój lub ekspansję biznesu, zwykle innowacyjnego lub opartego o wysoką technologię (*high tech*) produktu lub usługi. Venture Capital obejmuje tylko wczesne stadia rozwojowe i nie zawiera się w Private Equity, które jest kategorią odrębną i obejmuje fazy późniejsze.

Zgromadzone informacje pozwalają stwierdzić, że głównymi wyróżnikami definicyjnymi Private Equity są: udziałowy charakter finansowania oraz inwestowanie w spółki nienotowane. Venture Capital ma dodatkowy wyróżnik: inwestowanie w spółki będące na wczesnych etapach rozwoju, czemu towarzyszy wysoki

<sup>6</sup> *2012 Asian Private Equity 300*, AVCJ Group Ltd.; *AVCJ Database – Financing Stage Classification*, plik otrzymany bezpośrednio z AVCJ 19.09.2011.

<sup>7</sup> *Venture Capital and Later Stage Private Equity*, publikacja nr 5678.0, 2010–11, Australian Bureau of Statistics, [www.abs.gov.au](http://www.abs.gov.au) (dostęp 11.02.2012).

<sup>8</sup> *2011 Yearbook Australian Private Equity and Venture Capital Activity Report – November 2011*, AVCAL, [www.avcal.com.au](http://www.avcal.com.au), s. 26.

potencjał wzrostu i wysokie ryzyko strat (pojawia się jeszcze innowacyjność jako ich istotna cecha, ale to tylko w australijskim źródle danych). Wydaje się jednak, że wskazanie wysokiego ryzyka i wysokiej potencjalnej dochodowości jest niepotrzebne, ponieważ cechy te są jakby samoistnie przypisane do dopiero rozpoczynanych, niesprawdzonych biznesów.

Z kolei pewnym niedostatkim przytoczonych definicji (wyjąwszy te proponowane przez ABS) jest – zdaniem autora – pominięcie co najmniej jednej ważnej cechy: nastawienia na osiągnięcie zysku głównie przez przyrost wartości spółki, w którą się inwestuje (a więc zysk kapitałowy), a nie na bieżące dochody (w postaci dywidend czy odsetek). Ta cecha implikuje również ograniczony horyzont czasowy inwestycji, co też jest typowe dla Private Equity, dlatego – zdaniem autora – powinna być ujęta w jego definicji.

Na tej podstawie dla potrzeb niniejszej pracy sformułowano następujące definicje:

**PRIVATE EQUITY to kapitał inwestowany w udziały przedsiębiorstw nienotowanych na rynku papierów wartościowych w celu osiągnięcia zysku kapitałowego poprzez przyrost wartości tych przedsiębiorstw i odsprzedaż udziałów po upływie z góry przewidzianego okresu.**

**VENTURE CAPITAL to podzbiór Private Equity, obejmujący inwestycje w przedsięwzięcia będące na wczesnych etapach rozwoju.**

Przez użyty powyżej zwrot „po upływie z góry przewidzianego okresu” rozumie się tu nie tyle konkretną datę w przyszłości (choć to niewykluczone), ile spełnienie się z góry przewidzianych warunków, np. osiągnięcie przez spółkę dojrzałości wystarczającej do jej sprzedania z satysfakcjonującym zyskiem<sup>9</sup>.

Autor jest świadom możliwej niedoskonałości zaproponowanych definicji, w szczególności zaś tego, że przyjmuje podejście, które – choć dominujące – nie jest całkowicie powszechne (jak wspomniano, od traktowania Venture Capital jako podzbiór Private Equity są wyjątki). Takie definicje przyjęto w niniejszej pracy, a jej treść będzie się odnosić generalnie do całej dziedziny Private Equity, z tym jednak zastrzeżeniem, że w szczególnych przypadkach uzasadnione jest użycie wąskiego terminu Venture Capital. Chodzi nie tylko o stwierdzenia dotyczące wyłącznie tego wydzielonego segmentu całego Private Equity (co jasno wynika z kontekstu), ale jeszcze o odnoszenie się do treści historycznych, sięgających drugiej połowy XX w., gdzie powszechne było stosowanie pojęcia Venture Capital, nawet do transakcji wychodzących poza dzisiejsze ramy znaczeniowe tego

---

<sup>9</sup> Por.: J. Węclawski, *Finansowanie innowacyjnych przedsiębiorstw przez korporacje*, [w:] L. Pawłowicz, R. Wierzbą (red.), *Finanse przedsiębiorstw wobec procesów globalizacji*, Gdańska Akademia Bankowa przy Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk–Jurata 2003, s. 211.

terminu; proste zastępowanie go terminem Private Equity w takich przypadkach mogłoby być zbyt daleko idącą zmianą.

Konieczny jest komentarz do kwestii charakteru inwestowanego kapitału; otóż oprócz typowo udziałowego może on mieć też charakter określony – za P. Tamowiczem – jako *quasi*-udziałowy<sup>10</sup>. Zdarza się bowiem, że przy inwestycjach VC/PE mówi się o udziale finansowania dłużnego. Potraktowanie go jak kapitał udziałowy może być uznane za uprawnione w przynajmniej dwóch przypadkach:

– gdy dług stanowi tylko część kapitału wnoszonego przez inwestora, a pozostała część jest kapitałem udziałowym;

– gdy dług jest konwertowalny na kapitał typowo udziałowy (np. dług w postaci obligacji zamiennych na akcje); takie finansowanie, nazywane hybrydowym, ma często postać długu podporządkowanego (w kolejce zaspokajania wierzycieli jest na dalszej pozycji niż dług typowy, np. bankowy), ale może być zamienione na instrumenty udziałowe w razie powodzenia inwestycji (dając oczywiście większy dochód niż dług) – dla takiej konstrukcji upowszechniło się określenie *mezzanine*.

W praktyce kwestia potraktowania takiego długu zależy od reguł definicyjnych przyjętych przez daną instytucję prowadzącą badania i/lub publikującą statystyki. Trudno natomiast byłoby uzasadnić uznanie za inwestycję VC/PE udzielenie przedsiębiorstwu tylko zwykłego kapitału dłużnego.

Przy analizie definicji należy też wspomnieć o możliwości inwestowania przez fundusze VC/PE w spółki notowane, co wykracza poza zaproponowaną definicję. Jednakże celem takich operacji bywa często wycofanie takich spółek z notowań, co można uznać za „wyjątki potwierdzające regułę”.

Kwestią otwartą pozostaje, czy definicje VC i PE powinny zawierać doradczą rolę inwestora wobec dofinansowywanej spółki. W praktyce inwestor (fundusz VC/PE) po nabyciu udziałów stara się aktywnie wspomagać spółkę portfelową w zarządzaniu, co ma zwiększać potencjał przyrostu jej wartości. Jednak prawo do udziału w decydowaniu o losach spółki jest typowe dla samej inwestycji udziałowej (może się zrealizować także przy inwestycjach w spółki notowane, przy zakupie odpowiednio dużego pakietu akcji). Ponadto wyłączenie poza obszar VC/PE inwestycji, w której inwestor okazuje się czysto pasywny (a nie można wykluczyć, że są to częste przypadki) wydaje się zbyt radykalne. Dlatego też udział dawcy kapitału VC/PE w zarządzaniu spółką portfelową uznaje się tu za specyficzną cechę tego typu finansowania, ale nie wyznacznik definicyjny.

Tym bardziej za definiujące nie należy, zdaniem autora, uznawać takich cech specyficznych, jak inwestowanie w spółki z sektora MSP (nie jest to regułą, zwłaszcza dla funduszy PE specjalizujących się w późniejszych fazach rozwoju) czy wybieranie spółek posiadających innowacyjny produkt lub usługę bądź dysponu-

---

<sup>10</sup> Por.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne typu venture capital*, IBnGR, Gdańsk 1995, s. 3.

jących nową technologią (tzw. *high-tech*); daje to oczywistą przewagę konkurencyjną i jest jak najbardziej pożądane przy wyborze projektów, ale finansowanie atrakcyjnych przedsięwzięć opartych na tradycyjnych koncepcjach biznesowych też bywa realizowane, niekoniecznie rzadko.

Warto też zwrócić uwagę na obecne w polskiej literaturze tematu polskojęzyczne zastąpienia, zwłaszcza terminu Venture Capital – tłumaczonego jako „kapitał ryzyka”, „kapitał podwyższonego ryzyka” czy „kapitał wysokiego ryzyka”, które pojawiają się wciąż mimo wcześniejszych ostrzeżeń przed takim upraszczaniem<sup>11</sup>. Autor niniejszej pracy jest przeciwnikiem tych spolszczeń. Słowo *venture* oznacza w kontekście ekonomicznym „ryzykowne przedsięwzięcie”, ale akcent kłaść należy raczej na „przedsięwzięcie” (a więc podejmowanie jakiegoś działania), a nie na jego ryzykowność. To biznes, w który inwestuje się kapitał, jest głównym przedmiotem zainteresowania inwestora, a ryzyko jest tylko parametrem tego biznesu. Tymczasem przytoczone spolszczenia mogą sugerować, że chodzi właśnie o szukanie ryzyka, co jest mylące. Jest przecież oczywiste, że inwestor Venture Capital nie będzie wybierał do sfinansowania projektów, kierując się ich jak najwyższym ryzykiem, a nawet przeciwnie, bardzo chętnie zaangażuje się w przedsięwzięcie o niskim ryzyku, jeśli tylko będzie interesujące i da mu przekonanie o wysokim potencjale dochodowości. Ryzyko pojawia się tu więc nie jako cecha pożądana, lecz konieczna do zaakceptowania, jeśli oczekuje się wysokiego dochodu. W związku z tym przytoczone spolszczenia należy, zdaniem autora, uznać za nieadekwatne. Jednocześnie można wskazać wiele zapożyczeń obcojęzycznych, które w polskiej nomenklaturze biznesowej (często także w ustawodawstwie) przyjęły się pomyślnie, bez konieczności szukania polskich zastępników (np. faktoring, leasing, dumping, sponsoring, holding, embargo czy, zwłaszcza podobne w formie, joint venture, nie wspominając już o biznesie, biznesmenach, menedżerach i inwestorach). Z tej perspektywy forsowanie terminów spolszczonych wydaje się nie tylko bezcelowe, ale nawet niekorzystne, tym bardziej, że pojęcia anglojęzyczne upowszechniają się też w innych państwach, więc ich przyjęcie w oryginalnym brzmieniu mieć może również wymiar czysto pragmatyczny (ułatwianie przepływu wiedzy).

Dla przejrzystości w niniejszej pracy stosowane są skróty VC, PE oraz VC/PE. Konsekwentnie pełne nazwy, tj. Venture Capital i Private Equity, pisane są tu wielkimi literami, tak dla powiązania ich z wymienionymi skrótami, jak i dla wyróżnienia ich w tekście.

---

<sup>11</sup> Por.: J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 14; E. Glogowski, M. Münch, *Nowe usługi finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994, s. 282.



## 2. Pojęcia pochodne i pokrewne

Pisząc o finansowaniu VC/PE używa się pewnych przyjętych ogólnie sformułowań, których scharakteryzowanie jest istotne dla całej treści niniejszej pracy. Tu zebrano ważniejsze z takich sformułowań.

**Fundusz Private Equity (Venture Capital)** to chyba najczęściej stosowana (przynajmniej w polskiej literaturze) nazwa podmiotu dokonującego inwestycji kapitału VC/PE. Tymczasem K. Sobańska i P. Sieradzan słusznie zauważają, że w teorii finansów fundusz jest wydzieloną masą majątkową nieposiadającą cech podmiotowych, toteż stwierdzenia, że „fundusz zarządza aktywami” lub „fundusz inwestuje środki” są niepoprawne (to fundusz jest zarządzany i inwestowany)<sup>12</sup>. Mimo to takie „upodmiotowianie” funduszy jest powszechne wśród teoretyków i praktyków finansów, a przez stwierdzenie, że fundusz dokonuje określonej czynności, rozumie się, że dokonuje jej instytucja zarządzająca tym funduszem. Takie podejście jest również – za cytowanymi autorami – przyjęte także w niniejszej pracy.

**Firma Private Equity (Venture Capital)** jest uściśleniem powyższej niekonsekwencji. Jest to podmiot, który organizuje fundusz VC/PE, pozyskuje do niego środki, a następnie zarządza nim, alokując kapitały w spółki portfelowe. Najbardziej typową konstrukcją prawną, stosowaną przy VC/PE, jest *limited partnership* (najbliższym polskim odpowiednikiem jest spółka komandytowa), w której firma VC/PE staje się partnerem zarządzającym i ponoszącym pełną odpowiedzialność przy jednoczesnym dość małym wkładzie kapitałowym (*General Partner*, odpowiednik komplementariusza), zaś inni inwestorzy (kapitałodawcy) wnoszą zasadnicze porcje kapitału i pod względem decyzji zarządczych są pasywni (*Limited Partners*, odpowiednik komandytariuszy). Tak naprawdę to firma (a nie fundusz) prowadzi działalność inwestycyjną, ale to uściślenie jest w polskiej literaturze mało obecne. W niniejszej pracy pojęcie „firma VC/PE” jest używane zamiennie z pojęciem „fundusz VC/PE”, zwłaszcza gdy jest to szczególnie uzasadnione przez kontekst.

**Inwestor Private Equity (Venture Capital)** może mieć znaczenie dwojakie. Pierwsze oznacza kapitałodawcę angażującego swe środki w fundusz VC/PE (zwykle przyjmuje on rolę *limited partnera*, co omówiono powyżej). W drugim znaczeniu tego terminu używa się zamiennie wobec „fundusz VC/PE” czy „firma VC/PE”, by podkreślić inwestycyjną działalność tychże podmiotów (w tym sensie zaletą

---

<sup>12</sup> Zob.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity / venture capital*, Wydawnictwo Key Text sp. z o.o., Warszawa 2004, s. 15.

tego pojęcia jest to, że nie ogranicza formy podmiotu inwestującego tylko do funduszy i/lub firm, a więc obejmuje także osoby inwestujące bezpośrednio, tj. aniołów biznesu). Rozróżnienie, o które znaczenie chodzi, wynika zwykle z kontekstu (przy czym w pierwszym znaczeniu używa się raczej samego słowa „inwestor”, bez dookreślenia „VC/PE”).

**Spółka portfelowa** to dość trafny odpowiednik angielskiego terminu *investee*, czyli „podmiotu, w który zainwestowano” (forma *investee* pochodzi od *investor* na tej samej zasadzie, co *employee* od *employer* czy *franchisee* od *franchisor/franchiser*). Samo *investee* trudno byłoby bezpośrednio przetłumaczyć na język polski; możliwa forma „inwestant” wydaje się dziwaczna. Także wprowadzona do polskiego prawa forma „inwestobiorca”<sup>13</sup> (bardzo zgrabna, nawiasem mówiąc) nie rozprzestrzeniła się. W pierwszych na polskim rynku publikacjach stosowano często określenia opisowe typu „przedsiębiorstwo dokapitalizowane”, „firma dofinansowana”, „przedsiębiorstwo wsparte kapitałem”, „biorca Venture Capital” czy też inne, ogólniejsze, ale wymagające właściwego kontekstu. Wydaje się, że określenia te coraz częściej wypierane są przez termin „spółka portfelowa”, który dobrze się do tej roli nadaje, tym bardziej, że w treściach anglojęzycznych również ma swój odpowiednik (*portfolio company*).

### **Przemysł/Rynek/Sektor Private Equity (Venture Capital)**

Ściśle rzecz biorąc, „przemysł VC/PE” (*VC/PE industry*) to zbiór konkurujących ze sobą podmiotów dostarczających przedsiębiorstwom kapitały, czyli strona podażowa, zaś „rynek VC/PE” (*VC/PE market*) to pojęcie szersze od przemysłu, obejmujące także stronę popytu na kapitał oraz całą sferę regulacyjno-instytucjonalną tego sektora<sup>14</sup>. Często jednak używa się tych pojęć zamiennie, oznaczając nimi ogół instytucji i procesów dotyczących VC/PE i syzyfową pracą byłoby forsowanie ścisłości w stosowaniu tych terminów. Trzecim wygodnym zastępnikiem jest upowszechniony przez A. Kornasiewicza termin „sektor VC”, który śmiało można rozszerzyć do „sektora VC/PE” czy „sektora PE”.

### **Aniołowie biznesu (business angels)**

Aniołowie biznesu to majątne osoby (często byli przedsiębiorcy) skłonne angażować swój kapitał, czas i doświadczenie w cudze przedsiębiorstwa. Zaliczanie ich do grupy inwestorów VC/PE (z akcentem na VC) nie powinno budzić wątpliwości. Spełniają oni wszystkie konieczne cechy zaproponowanej w niniejszej pracy definicji, a od funduszy VC/PE różni je jedynie forma działalności oraz niektóre wynikające stąd specyficzne charakterystyki, jak np. mniejszy rozmiar kapitałowy,

<sup>13</sup> Rozporządzenie Ministra Gospodarki z dnia 13 lipca 2006 r. w sprawie udzielania pomocy finansowej funduszom kapitału zaangażowanego, Dz. U., nr 141, poz. 1000.

<sup>14</sup> Por.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 4–5.



stopień sformalizowania i wystandaryzowania działalności. Te specyficzne cechy powodują, że działalność aniołów biznesu jest wobec rynku PE (a ściślej – tylko VC) raczej komplementarna niż substytucyjna (konkurencyjna): po pierwsze, w przeciwieństwie do funduszy VC, operujących środkami powierzonymi, aniołowie inwestują tylko własne pieniądze, więc nie rywalizują z funduszami o kapitał zewnętrzny; po drugie, angażują się w projekty o mniejszej skali niż fundusze (odrzucając przez nie z racji relatywnie wysokich kosztów przygotowawczych); po trzecie wreszcie, aniołowie biznesu znacznie mniejszą wagę przywiązują do spodziewanej stopy zwrotu niż fundusze VC, dla których jest to kryterium fundamentalne<sup>15</sup>.

Choć aniołowie biznesu formalnie kwalifikują się do kategorii „Venture Capital” (więc i do „Private Equity”), to w praktyce traktuje się ich jak odrębną grupę podmiotów. Oddzielenie ich od pozostałych inwestorów VC/PE jest szczególnie istotne przy omawianiu danych statystycznych – wówczas wskazane jest operowanie pojęciem funduszy VC/PE (lub firm VC/PE), bo w zasadzie tylko one podlegają monitoringowi instytucji tworzących statystyki VC/PE; z racji wymienionych cech specyficznych (rozmiar, stopień formalizacji) *business angels* nie są zwykle włączani do zestawień, bo dane takie byłoby bardzo trudno pozyskać, choć prowadzone są osobne, tylko im poświęcone badania. Należy zatem mieć na uwadze, że zdecydowana większość dostępnych danych dotyczących VC/PE (w tym w zasadzie wszystkie wykorzystane w niniejszej pracy) **nie uwzględnia** tej grupy inwestorów.

### 3. Geneza i ekspansja finansowania Venture Capital / Private Equity

#### 3.1. Finansowanie udziałowe przed II wojną światową

Finansowanie pomysłów rokujących nadzieje na wysokie zyski, ale niedających pewności co do ich osiągnięcia, nie jest zjawiskiem nowym. W historii wiele jest przykładów na to, że dysponujący koncepcją uruchomienia danej działalności, a nieposiadający własnego kapitału, byli wspierani przez inne osoby, skłonne zaangażować środki. Wyprawy Krzysztofa Kolumba (pomysłodawcy) nie doszłyby do skutku, gdyby nie ofiarność hiszpańskiej królowej Izabeli (ka-

---

<sup>15</sup> Szerzej zob.: B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, *Komplementarność i substytucyjność aniołów biznesu i operatorów venture capital*, „Bank i Kredyt”, marzec 2006, s. 53–61.

piłałodawcy)<sup>16</sup>. Podobnym przykładem może być finansowanie wypraw Marco Polo czy Vasco da Gamy<sup>17</sup>.

Zapotrzebowanie na kapitał związane z finansowaniem innowacji pojawiło się na szerszą skalę w XIX w. w związku z rewolucją przemysłową dokonującą się w najszybciej rozwijających się krajach Europy Zachodniej i Stanach Zjednoczonych. Postęp techniczny stwarzał duże możliwości osiągania zysków, istniała więc silna skłonność do zakładania nowych przedsiębiorstw, często jednak potencjalnym przedsiębiorcom brakowało kapitału, po który zwracali się do dawców zewnętrznych. Finansowania takich projektów podejmowały się w tym okresie zwłaszcza bogate osoby lub rodziny, a także banki – pierwsi instytucjonalni kapitałodawcy dla innowacyjnych przedsięwzięć. Podejmowane przez nie ryzyko było wówczas bardzo duże – niepowodzenie projektu groziło bankructwem banku. Sposobem na ograniczenie tego ryzyka było zakładanie przez banki spółek-córek, których podstawową działalnością miało być finansowanie o wysokim stopniu ryzyka<sup>18</sup>. Za pierwszy instytucjonalny podmiot o charakterze działalności porównywalnym do współczesnych instytucji alokujących kapitał w przedsiębiorstwach uważa się taką właśnie spółkę utworzoną w 1822 r. w Belgii przez *Société Générale*<sup>19</sup>. Instytucja ta (właściwie: *Société Générale de Belgique*) została założona tylko pozornie dla wspierania rozwoju gospodarczego kraju, ukrytym celem było pokrywanie kosztów tworzenia armii belgijskiej, a gdy ten projekt się nie powiódł, cel spółki zmieniono na wypłacanie renty królowi. Dopiero później spółka okazała się ważnym dostarczycielem kapitału dla rozwoju belgijskiego przemysłu w wieku XIX i na początku XX<sup>20</sup>. Warto nadmienić, że jest to instytucja osobna od lepiej znanej *Société Générale Group*, banku założonego we Francji w 1864 r., który jednak również wpisuje się w historyczne korzenie działalności VC. Utworzono go dla zaspokojenia popytu na kapitał, zgłaszanego przez francuskich producentów stali i spółki przemysłu kolejowego, jego celem było wspieranie rozwoju i modernizacji francuskiej gospodarki. Niecałe 10 lat po jego utworzeniu nastąpił kryzys, trwający do końca XIX w.; w tym okresie bank angażował się w wysokoryzykowne inwestycje w Południowej Ameryce<sup>21</sup>.

---

<sup>16</sup> Zob.: A. Bukowska-Piestrzyńska, *Rynek capital venture w Polsce*, „Studia i Materiały Wyższej Szkoły Marketingu i Biznesu w Łodzi” 2000, nr 5.

<sup>17</sup> Zob.: T. Gruszecki, *Przedsiębiorca w teorii ekonomii*, CEDOR Sp. z o.o., Warszawa 1994, s. 214.

<sup>18</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 11–12.

<sup>19</sup> Zob.: A. Bukowska-Piestrzyńska, *Rynek capital venture...*

<sup>20</sup> Wikipedia, hasło „Société Générale de Belgique”, [http://en.wikipedia.org/wiki/Soci%C3%A9t%C3%A9\\_G%C3%A9n%C3%A9rale\\_de\\_Belgique](http://en.wikipedia.org/wiki/Soci%C3%A9t%C3%A9_G%C3%A9n%C3%A9rale_de_Belgique) (dostęp 11.07.2012).

<sup>21</sup> Zob.: strona internetowa Societe Generale, <http://www.societegenerale.com/en/nous-connaitre/notre-histoire/chronologie> (dostęp 11.07.2012).

Przykładem sukcesu inwestora indywidualnego może być firma, której rozwój pod koniec XIX w. sfinansował Andrew Mellon, działająca później pod nazwą ALCOA i będąca jednym z największych koncernów aluminiowych na świecie. Natomiast przykładem inwestycji banków, która przyniosła znaczny sukces, może być sfinansowanie na początku XX w. przez grupę prywatnych bankierów fuzji trzech małych firm, które rozwinęły się później w koncern IBM<sup>22</sup>.

Opisana powyżej działalność, występująca w XIX i na początku XX w., a polegająca na inwestowaniu kapitału w ryzykowne przedsięwzięcia, miała wiele wspólnych cech z Venture Capital, jednak nie można jej określić tą nazwą. Inwestycje te były zorientowane na pojedyncze projekty i ograniczone wyłącznie do dostarczania kapitału. Venture Capital w swej późniejszej, typowej formie wykształcił się dopiero po 1945 r.<sup>23</sup> Doprowadziły do tego ważne zjawiska zachodzące równoległe w USA i Wielkiej Brytanii, dlatego dziś trudno rozstrzygnąć, które z tych państw uznać za kolebkę finansowania VC.

### 3.2. Narodziny Venture Capital w USA i Wielkiej Brytanii

W roku 1931 komisja parlamentu Wielkiej Brytanii opublikowała raport, zwany raportem Macmillana, ujawniający występowanie zjawiska określonego jako *equity gap*, czyli luki kapitałowej. Stwierdzono, że dostęp do krótkoterminowego finansowania bankowego przedsiębiorstwa mają niezależnie od wielkości, ale w dostępie do kapitału długoterminowego (udziałowego, czyli *equity*) występuje luka obejmująca przedsiębiorstwa małe i średnie<sup>24</sup>. Luka ta obejmowała firmy już zbyt duże lub zbyt szybko rozwijające się, by ich popyt na kapitał mógł być zaspokojony przez dotychczasowych właścicieli i ich rodziny lub też pożyczki z banku, a jednocześnie jeszcze niegotowe do wejścia na rynek akcji (potrzeby zbyt małe w stosunku do kosztów tej operacji) i nie dość atrakcyjne dla silnych kapitałowo inwestorów prywatnych (z powodu niskiej płynności takich inwestycji). Raport wskazywał, że rozwiązaniem problemu luki kapitałowej byłoby utworzenie instytucji oferującej kapitał udziałowy przedsiębiorstwom małym i średnim<sup>25</sup>. Instytucję taką powołano jednak dopiero pod koniec wojny (w międzyczasie pojawiło się kilka takich podmiotów, które jednak dysponowały bardzo małymi środkami). Była to **Industrial and Commercial Finance Corporation**<sup>26</sup> (ICFC), której powsta-

<sup>22</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 12.

<sup>23</sup> Tamże.

<sup>24</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 19–20.

<sup>25</sup> Zob.: G. Arnold, *Corporate financial management*, Prentice Hall 2002, s. 423; J. Krajewski, *Tani kapitał, czyli jak zdobyć pieniądze dla firmy*, Business Press, Warszawa 1998, s. 170.

<sup>26</sup> Obecnie, po wielu przekształceniach, działająca pod nazwą „3i”.

nie ogłoszono w styczniu 1945 r. Jej założycielami (i udziałowcami) było pięć największych brytyjskich banków komercyjnych oraz Bank of England, którego udział z początkowego 3% wzrósł później do 15%. W momencie utworzenia ICFC dysponowało kapitałem akcyjnym wynoszącym 15 mln GBP oraz kwotą 30 mln GBP w formie pożyczki od akcjonariuszy<sup>27</sup>. Działalność ICFC polegała na dostarczaniu przedsiębiorstwom o dużym potencjale wzrostu kapitału (od 5 do 200 tys. GBP) w formie właścicielskiej (mniejszościowe pakiety udziałów lub akcji), a także pożyczek<sup>28</sup>. Był to początek brytyjskiego rynku VC we właściwym sensie tego terminu. W następnych latach zaczęli się pojawiać (początkowo dość wolno) następcy ICFC.

Tymczasem w Stanach Zjednoczonych analogiczne luki w infrastrukturze rynku finansowego dostrzegli R. Flanders i G. Doriot. Flanders, szef Banku Rezerwy Federalnej w Bostonie, zwrócił uwagę na niską dynamikę tworzenia nowych przedsiębiorstw prywatnych, związaną z niemożnością wykorzystania kapitałów korporacji, firm ubezpieczeniowych i innych instytucji zablokowanych w funduszach powierniczych. Flanders postulował uwolnienie tych funduszy od restrykcyjnych regulacji ustawy Investment Act z 1940 r. i umożliwienie im inwestowania do 5% aktywów w udziały w nowych przedsiębiorstwach. Wraz z Doriotem, profesorem Harvard Business School podzielającym pogląd Flandersa, wskazali oni również na zablokowany brakiem kapitału potężny potencjał komercyjny projektów technologicznych opracowanych w czasach wojny w laboratoriach *Massachusetts Institute of Technology*. Wyciągnięte przez nich wnioski doprowadziły ich do utworzenia w 1946 r. **American Research & Development Corporation (ARD, ARDC)**<sup>29</sup>.

Celem, jaki Doriot i Flanders postawili przed ARD, było tworzenie małych, prywatnych przedsiębiorstw i za ich pośrednictwem finansowanie prac badawczych oraz przenoszenie osiągnięć technologicznych ze świata nauki do sfery komercyjnej. Do Doriota, Flandersa i ich kolegów dołączyli przedsiębiorcy, prawnicy i finansisci. Powstało aktywne lobby zdolne do kształtowania opinii publicznej, zwłaszcza środowisk biznesowych i rządowych<sup>30</sup>. Zgromadzono kapitał inwestycyjny wielkości 3,5 mln USD (znacznie mniej niż pierwotnie zakładane 5 mln, ale też o 0,5 mln więcej niż ustalone minimum), z czego 1,8 mln USD pochodziło od instytucji. Na koniec 1947 r. przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe i inwestycyjne oraz trzy uniwersytety posiadały 49,6% kapitału, zaś około 45% – szefowie i pracownicy

---

<sup>27</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 21.

<sup>28</sup> Zob.: J. Krajewski, *Tani kapitał...*, s. 170.

<sup>29</sup> Zob.: B. Mikołajczyk, *Polityka i strategia inwestycyjna venture capital (wybrane problemy)*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawki (red.), *Rynek finansowy. Instytucje, strategie, instrumenty*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2003, s. 205–206; W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 17.

<sup>30</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 76.

ARD<sup>31</sup>. Nowością w działalności firmy ARD było wspomaganie dokapitalizowanych przedsiębiorstw w realizacji ich przedsięwzięć i aktywne uczestnictwo w wypracowywaniu przez nie zysków<sup>32</sup>. U uruchomienie tej firmy jest uznane za początek rynku VC w USA w jego właściwym sensie. Jej następcy pojawili się dość szybko.

### 3.3. Rozprzestrzenianie się Venture Capital / Private Equity na świecie

Stosunkowo wcześniej Venture Capital pojawił się też w Holandii. Także tutaj jego początki wiązały się z diagnozą luki w tradycyjnym systemie bankowym, a inicjatywę w utworzeniu pierwszych instytucji tego sektora wykazał czynnik publiczny. Jednakże założony krótko po wojnie przez rząd holenderski i przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe *National Investeringsbank* (NIB) nie był jeszcze instytucją VC – był to bank mający finansować przedsięwzięcia o zwiększonym ryzyku, ale specjalizował się on w kredytach długoterminowych. Popyt na kapitał udziałowy zaczęła zaspokajać dopiero instytucja o nazwie *Nederlandse Participatie Maatschappij N. V.* (NPM), utworzona w 1948 r. przez NIB w kooperacji z bankami komercyjnymi i inwestorami instytucjonalnymi, a będąca już funduszem VC w jego właściwym znaczeniu<sup>33</sup>.

Koncepcja finansowania Venture Capital rozprzestrzeniła się na świecie aż do lat 90., obejmując coraz to nowe kraje i regiony. W 1952 r. powstała *Charterhouse Canada Ltd.* – filia brytyjskiego funduszu *Charterhouse*, uważana za pierwszy fundusz VC w Kanadzie i jedyny przez blisko dziesięć następnych lat<sup>34</sup>. We Francji w 1958 r. powołano przy wsparciu państwa *Sociétés de Développement Régional*, które realizowały zadania związane z restrukturyzacją gospodarki na szczeblu regionalnym poprzez wnoszenie mniejszościowych udziałów do małych i średnich przedsiębiorstw<sup>35</sup>. Państwo zainicjowało też narodziny rynku VC w Japonii, zezwalając w 1963 r. na wykorzystanie do tego celu publicznych środków będących w dyspozycji organów państwa i prefektur oraz pochodzących z sektora prywatnego. Na bazie tych kapitałów utworzono trzy spółki inwestowania i doradztwa na rzecz małego i średniego biznesu (*Small and Medium Business Investment & Consultation Companies*) w Tokio, Nagoi i Osace<sup>36</sup>. Za początek

<sup>31</sup> Zob.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 18.

<sup>32</sup> Zob.: Węclawski J., *Venture capital...*, s. 13.

<sup>33</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 27–28.

<sup>34</sup> Tamże, s. 28.

<sup>35</sup> J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 195.

<sup>36</sup> M. Kenney, K. Han, S. Tanaka, *The Globalization of Venture Capital: The Cases of Taiwan and Japan*, materiały zaprezentowane podczas Międzynarodowej Konferencji *Financial systems, corporate investment in innovation and venture capital*, Bruksela, 7–8 listopada 2002 r., s. 21.

rynku VC w Niemczech uznaje się rok 1965, który wskazuje się jako datę powstania (z inicjatywy Deutsche Banku) pierwszej firmy organizującej finansowanie tego typu – *Deutsche Beteiligungsgesellschaft mbH (DBG)*<sup>37</sup> czy pojawienie się spółek udziałów kapitałowych (*Kapitalbeteiligungsgesellschaften, KBG*), zakładanych głównie z inicjatywy banków i osób prywatnych, które udzielały nienotowanym przedsiębiorstwom kapitału o charakterze udziałowym, choć pobierały od nich dywidendę i nie wspierały w zarządzaniu, więc nie były jeszcze całkiem typowymi funduszami VC<sup>38</sup>.

Wskazuje się, że Venture Capital w Europie (zwłaszcza kontynentalnej) pojawił się i rozwijał z dużym opóźnieniem w stosunku do USA. Jako przyczyny podaje się różny stopień zaangażowania czynnika publicznego w proces jego tworzenia, jak też w ogół procesów gospodarczych zachodzących w poszczególnych państwach, zwłaszcza dość silny interwencjonizm stosowany przez państwa europejskie. Kryzys lat 70., związany z tym modelem, spowodował odwrót od interwencjonizmu na rzecz wspierania przedsiębiorczości, co umożliwiło zdynamizowanie rozwoju rynku VC<sup>39</sup>.

Także na obszar Azji i Pacyfiku Venture Capital zawędrował dość późno, nie licząc wspomnianej Japonii. Pierwszy fundusz VC w Australii (*International Venture Corporation*) powstał dopiero w 1970 r., dwa lata później założono drugi – *Enterprise Management of Australia Corporation*<sup>40</sup>. W latach 70. finansowanie Venture Capital pojawiło się też w Hongkongu, a w latach 80. – w Korei Południowej, Singapurze, na Tajwanie, w Chinach, Malezji i szeregu innych krajów tego regionu<sup>41</sup>.

Ostatnia znacząca fala napływu Venture Capital, a właściwie już szerzej rozumianego Private Equity, na nowe obszary nastąpiła w latach 90., w związku z transformacją krajów o systemach centralnie planowanych w systemy rynkowe. Jako pionierskie pod tym względem wymienia się Węgry, Czechy, Słowację oraz Polskę (nieco później także Słowenię)<sup>42</sup>, a rozszerzanie statystyk publikowanych przez EVCA uwidacznia wchodzenie coraz to nowych państw w obszar zainteresowania inwestorów VC/PE (dane od roku 2000 obejmują już Rumunię, a od 2007 r. także Bułgarię, państwa byłej Jugosławii, Litwę, Łotwę, Estonię oraz Ukrainę)<sup>43</sup>.

<sup>37</sup> A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 142.

<sup>38</sup> J. Węćławski, *Venture capital...*, s. 201, 203.

<sup>39</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 31–32 oraz J. Węćławski, *Venture capital...*, s. 191.

<sup>40</sup> *Australian Venture Capital Association Limited, Yearbook 2002*, Prepared by Thomson Venture Economics, s. 9.

<sup>41</sup> J. Węćławski, *Venture capital...*, s. 199.

<sup>42</sup> Tamże, s. 198.

<sup>43</sup> Roczniki EVCA oraz plik z danymi zagregowanymi otrzymany bezpośrednio z EVCA 02.01.2012.

## 4. Struktura geograficzna i trendy inwestycji VC/PE na świecie

Najogólniej rynki VC/PE charakteryzowane są przez cztery wielkości statystyczne: ilość zebranych środków, liczbę i wartość inwestycji, liczbę i wartość dezinwestycji oraz całkowity kapitał pod zarządem (w uproszczeniu: wartość aktywów funduszy na dany moment). Spośród tych zmiennych strukturę i tendencje zmian najczęściej ocenia się w oparciu o wartość inwestycji (struktura geograficzna i zmiany w czasie pozostałych zmiennych kształtują się bardzo podobnie). Do analizy posłużą zaprezentowane dalej wykresy.

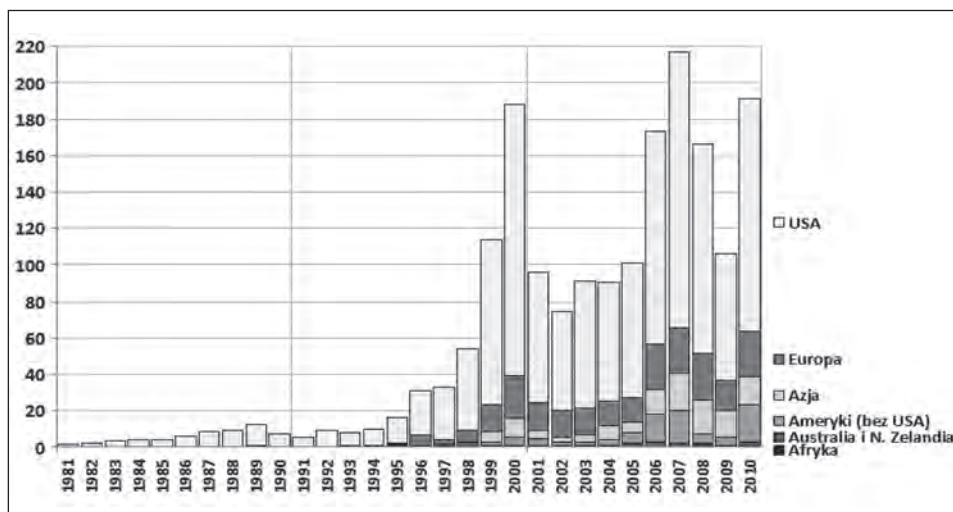
### 4.1. Świat

Na wykresie 1 celowo oddzielono USA od pozostałych krajów obu Ameryk, by przedstawić ogromny udział tego państwa w całym rynku światowym. Należy przy tym mieć na uwadze, że baza danych *ThomsonOne*, z której tu korzystano, skoncentrowana jest przede wszystkim na badaniu Stanów Zjednoczonych, dlatego dla lat starszych (np. 80.) niekompletność danych o innych państwach może być bardzo duża, a i w latach nowszych dość prawdopodobne jest pewne niedoszacowanie wartości dla państw poza USA (może z wyjątkiem Wielkiej Brytanii). Niemniej jednak, nawet uwzględniając tę uwagę, dominacja USA jest przytłaczająca – choć udział tego państwa w całej światowej wartości inwestycji PE jest w długim okresie generalnie spadkowy (możliwe, że tylko z powodu coraz lepszego pokrycia badaniami innych regionów przez firmę Thomson Reuters), to w latach 2006–2010 oscylował on (według danych przedstawionych na wykresie 1) w granicach 65–70%, podczas gdy udział Wielkiej Brytanii (drugie centrum VC/PE na świecie) w analogicznym okresie wynosił jedynie 7–10%.

Z pozostałych regionów największa wartość inwestycji przypada na Europę, następnie Azję i niewiele mniej na obie Ameryki z wyłączeniem USA. Udział Australii i Nowej Zelandii jest bardzo mały (to zapewne jeden z powodów włączenia ich do zagregowanych danych azjatyckich), a Afryki – wręcz niedostrzegalny. Warto podkreślić, że w ostatnim 15-leciu udziały Azji i Pacyfiku oraz obu Ameryk (bez USA) cechują wyraźne tendencje wzrostowe, zbliżając się do zrównania z udziałem Europy, który takich wzrostów nie wykazuje (pozostaje względnie stały). Dokładniejszą strukturę inwestycji w Europie oraz na obszarze Azji i Pacyfiku omówiono poniżej, w oparciu o dane EVCA i AVCJ. Tu warto jeszcze uzupełnić charakterystykę struktury o główne centra inwestycji VC/PE pozostałych regionów. Na obszarze Ameryk po USA największy udział ma Kanada, a po niej – Brazy-



lia, wykazująca jednak już wielokrotnie mniejsze od Kanady wartości inwestycji. Do najaktywniejszych państw Azji, nieobjętych statystykami AVCJ (głównie Bliski Wschód), należą Izrael oraz Zjednoczone Emiraty Arabskie. W Afryce największe udziały w łącznej wartości inwestycji przypadają na Republikę Południowej Afryki oraz Mauritius, trzecią pozycję zajmuje Egipt.



Wykres 1. Geograficzny rozkład i tendencja zmian wartości światowych inwestycji Private Equity w latach 1981–2010 (w mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *ThomsonOne*, bazy danych firmy Thomson Reuters (dostęp 27.08.2011)

Wykres 1 ilustruje też kilka istotnych momentów w historii rozwoju rynków VC/PE. Przede wszystkim charakterystyczna jest połowa lat 90., która rozdziela prezentowany okres na dwa piętnastoletnia o zupełnie innej skali inwestycji. Wzrosty i spadki wartości następujące do 1995 r. wówczas oceniane jako „dynamiczne” czy „znaczące”, teraz wydają się zaledwie przygotowaniem do rozkwitu, jaki nastąpił po tym roku. „Nowa jakość” rynku ma jednak i drugą stronę – im większe kwoty wchodzi do gry, tym większe następują wahania, co również dobrze ilustruje wykres.

Po drugie, rozmiary rynku cechuje zauważalna cykliczność – wyraźne są szczyty w latach 1989, 2000 i 2007 (dane dostępne z innych źródeł sugerują, że 2010 nie jest rokiem kolejnego szczytu, bo 2011 przyniósł dalsze wzrosty). W roku 1989 rekord wartości inwestycji został osiągnięty na fali wzrostu zainteresowania późniejszymi stadiami rozwoju spółek (ekspansje, przejęcia, a zwłaszcza wykupy lewarowane – LBO)<sup>44</sup>, które wymagają większych nakładów jednostkowych niż fazy

<sup>44</sup> Zob.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 32–35.



wczesne. Następujące potem spadki były wywołane obniżeniem się stóp zwrotu mocno poniżej oczekiwań<sup>45</sup>.

Rekord z roku 2000 był wynikiem tzw. bańki internetowej (*dot com bubble*, *internet bubble*); mniej więcej w połowie lat 90. rozpoczął się boom inwestycyjny na spółki technologiczne, zwłaszcza działające w dziedzinie internetu, który objawiał się dynamicznym wzrostem wycen tych spółek wprowadzanych na giełdę, co napędzało inwestycje PE (zwłaszcza VC) w kolejne firmy z tej branży. Zwrot zainteresowania ku spółkom internetowym po roku 1993 był dość nagły, jak wskazują badacze<sup>46</sup>. Doszło do nadmiernego optymizmu, przeszacowywano wyceny projektów przyjmowanych do finansowania, często też dla szybkiej realizacji zysków wprowadzano dofinansowane spółki na giełdę, zanim te do tego dojrzały. Boom przerodził się w bańkę spekulacyjną, która wywindowała kursy giełd (a także rozmiary rynków VC/PE) do niebywałych poziomów, aż wreszcie zaczęto rewidować rzeczywiste wartości finansowanych biznesów. Tak uruchomiła się fala spadków notowań na giełdach, której towarzyszyła seria bankructw, jednocześnie załamaniem dotknęło rynki VC/PE<sup>47</sup>.

Trzeci szczyt, przypadający na rok 2007, jest równoczesny z kolejną bańką spekulacyjną – tym razem występującą na rynku nieruchomości. Niskie stopy procentowe skłoniły banki w USA do poluzowania polityki kredytowej, zaczęto udzielać finansowania zakupu mieszkań osobom o niskiej zdolności kredytowej (tzw. kredyty *subprime*), bowiem wartość ich zabezpieczeń (ceny nieruchomości) rosła dynamicznie, niwelując znacznie związane z tym ryzyko. Jednocześnie kredyty te sekurytyzowano, przerzucając ryzyko za pośrednictwem rynków finansowych na szerokie grono inwestorów. Podobnie jak przy bańce internetowej, pęknięcie było tylko kwestią czasu. Wywołała je zmiana trendu cen nieruchomości na spadkową, która spowodowała problemy z zabezpieczeniem i spłatami kredytów (nastąpił tzw. *credit crunch*), a to pociągnęło za sobą spadki notowań opartych o nie papierów wartościowych, w rezultacie doprowadzając do ogólnej bessy na amerykańskich i globalnych rynkach finansowych. Sektor VC/PE, choć niepowiązany bezpośrednio z przyczyną tego kryzysu, również na tym ucierpiał, jak pokazują zaprezentowane dane. Co ciekawe, ożywienie nastąpiło stosunkowo szybko, bo już w 2010 r., co sugeruje, że cykle koniunkturalne tego rynku ulegają skróceniu. Nie pozwala tego sprawdzić brak dostępu do najnowszych danych bazy *ThomsonOne*, ale wiadomo już, że inwestycje w samym segmencie VC w USA w latach 2010 i 2011 wykazały wzrosty, a w 2012, choć ich wartość

---

<sup>45</sup> Zob.: tamże, s. 264–265.

<sup>46</sup> Zob.: B. Mikołajczyk, *Rynek venture capital u progu XXI wieku w Stanach Zjednoczonych*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski, *Strategie i instrumenty alokacji kapitału finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2004, s. 150.

<sup>47</sup> Por.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 199–200.

niewielko spadła, była o 31% wyższa od poziomu z roku 2009<sup>48</sup>. Podobnie wielkości europejskich inwestycji PE wykazały kontynuację wzrostów w latach 2010 i 2011 oraz spadek w roku 2012, w którym jednak wykazano nakłady o 47% wyższe od tych z roku 2009<sup>49</sup>, co pozwala sądzić, że i ogół inwestycji PE w USA oraz ogółem na świecie wykazał podobne trendy. Trudno rozstrzygnąć, co oznaczają spadki odnotowane w roku 2012 – czy to zapowiedź kolejnej kilkuletniej dekonjunktury na rynku, czy raczej tymczasowe zmniejszenie aktywności firm zarządzających funduszami, o ile bowiem w roku tym amerykańskie fundusze VC zgromadziły więcej nowych środków (*capital commitments*) niż rok wcześniej, to europejskie fundusze PE (w tym także same VC) pozyskały ich zdecydowanie mniej.

## 4.2. Europa

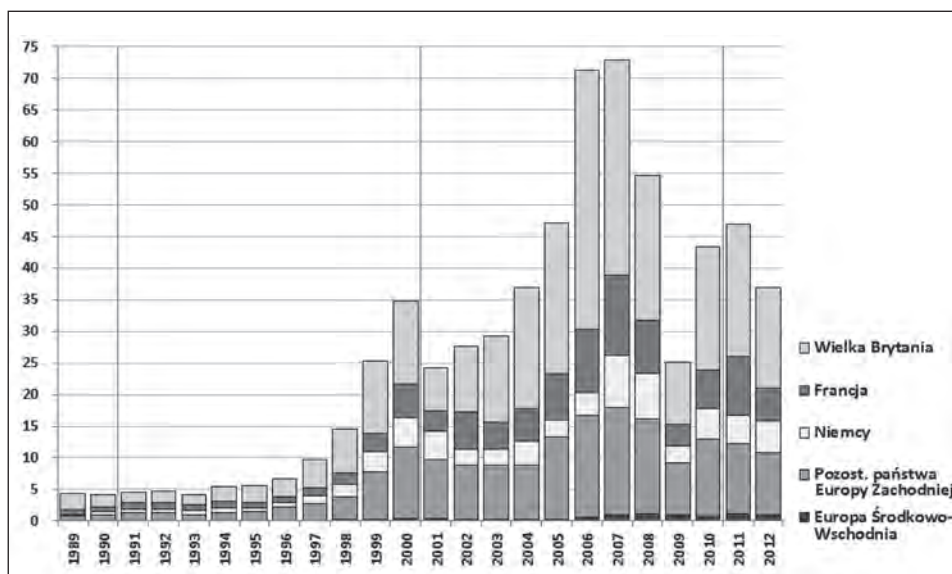
Wielkości globalne prezentowane w poprzednim punkcie (wykres 1) determinowane są głównie wartościami wykazanymi przez USA, ale wykres 2 pokazuje, że tendencje dla samej Europy są w zasadzie takie same – w długim okresie następuje tu dynamiczny wzrost wartości inwestycji Private Equity, przerywany okresami dekonjunktury (po pęknięciu bańki internetowej w roku 2000 i po załamaniu się rynku kredytów *subprime* w latach 2007–2008). Widoczne jest też, wspomniane już, dość szybkie „odbudowywanie” rozmiarów rynku, choć jego dynamika jest słabsza niż wykazana dla danych globalnych.

Co do struktury rynku, to niekwestionowanym liderem jest Wielka Brytania, która generuje zwykle między 40% a 50% całej wartości inwestycji w Europie (Wielka Brytania jest też pod tym względem druga na świecie). Dwa następne państwa, Francja i Niemcy, wykazywały w ciągu wielu lat bardzo zbliżone wartości inwestycji, jednak od roku 2002 były one zdecydowanie wyższe we Francji (od 14% do 21% inwestycji całej Europy). Niemcy generowały w tym okresie od 5% do 13% udziału, ale w roku 2012 wielkość inwestycji niemieckich zrównała się z francuskimi, osiągając również 14% udział. Niemcy tradycyjnie zamykają trójkę liderów europejskich – w prezentowanym okresie inne państwa (Włochy i Szwecja) tylko cztery razy wykazały inwestycje większe od niemieckich. Po tych trzech państwach jest następna czwórka, wyraźnie dystansująca całą resztę państw europejskich; są to Włochy, Holandia, Szwecja i Hiszpania. Ich kolejność w rankingu układała się różnie w różnych okresach, ale w ostatnich 8 latach przeważającą aktywność wykazuje Szwecja.

---

<sup>48</sup> NVCA Yearbook 2013.

<sup>49</sup> EVCA Yearbook 2013.



Wykres 2. Struktura wg państw i tendencja zmian wartości inwestycji Private Equity w Europie w latach 1989–2012 (w mld EUR)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EVCA (lata 1989–2006: plik z danymi otrzymany bezpośrednio z EVCA 19.07.2011; lata 2007–2012: *EVCA Yearbook 2013*)

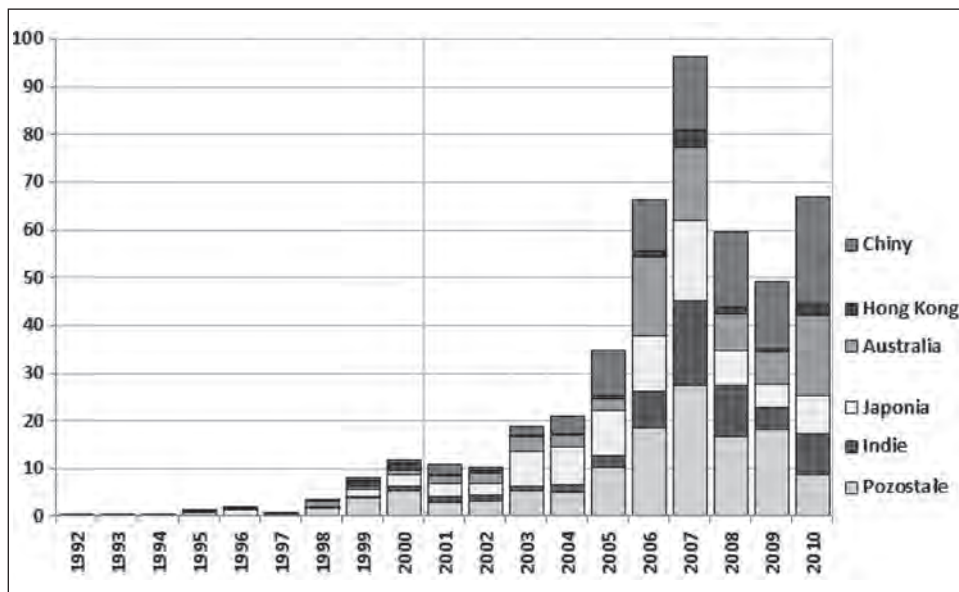
Państwa Europy Środkowo-Wschodniej siłą rzeczy dość późno zaznaczyły się na historycznej mapie inwestycji PE, a ich udział w strukturze europejskiej jest niewielki, choć w porównaniu z początkowym okresem ich uwzględniania w statystykach, tj. w latach 1998–2007 (kiedy nie przekraczał 1,5%) uległ on wyraźnemu wzrostowi (wyniósł np. 3,5% w 2009, 2,4% w 2011 i 2012).

### 4.3. Obszar Azji i Pacyfiku

Wykres 3 sporządzono w oparciu o dane dostarczane przez firmę AVCJ Group Ltd. (rocznik *Asian Private Equity 300*, baza danych *AVCJ Database*). Analizując je, należy mieć na uwadze ich specyficzną cechę: choć nazwa wskazuje, że dotyczą Azji, to nie obejmują one wszystkich państw azjatyckich (pomijają np. państwa Bliskiego Wschodu, a także Rosję i byłe republiki radzieckie), dołączają natomiast Australię i Nową Zelandię.

Pewne podobieństwo trendu wartości inwestycji państw Azji i Pacyfiku do pozostałych regionów jest widoczne, ale nie jest to podobieństwo tak silne, jak między Europą i USA. Wyraźnie słabiej wpłynęła na to gorączka inwestycyjna

okresu bańki internetowej, choć i tu wystąpił dynamiczny wzrost wartości inwestycji, tyle że wykres nie oddaje jego skali z powodu kolejnej, niewspółmiernie większej fali wzrostów w latach 2003–2007.



Wykres 3. Struktura wg państw i tendencja zmian wartości inwestycji Private Equity na obszarze Azji i Pacyfiku w latach 1992–2010 (w mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *AVCJ Database* (dostęp 19.09.2011)

Na obszarze Azji i Pacyfiku zaszły w ostatnich latach głębokie zmiany gospodarcze, które podniosły wiele tamtejszych państw (zwłaszcza Chiny, Indie czy Koreę Południową) do poziomu równoprawnych partnerów (i konkurentów!) krajów zachodnich. Odzwierciedla się to w dynamice rozwoju tamtejszego rynku Private Equity: jeśli za poziom bazowy (100%) przyjąć najniższą wartość inwestycji po pęknięciu bańki internetowej (czyli rok 2002 dla Azji i Pacyfiku i dla USA oraz 2001 dla Europy), to rekord osiągnięty w 2007 stanowił 956% tej bazy (a tylko 278% w USA i 297% w Europie), a wartość z roku 2010 wyniosła 664% bazy (natomiast 235% dla USA i 177% dla Europy<sup>50</sup>).

Jeśli chodzi o strukturę inwestycji według państw, to na obszarze Azji i Pacyfiku nie występował w dłuższym okresie kraj będący wyraźnym liderem, struktura jest dość silnie zdywersyfikowana. Pewną przewagę, z racji swego

<sup>50</sup> Przyrosty dla Azji i Pacyfiku – wg danych AVCJ, dla USA – wg danych z *ThomsonOne*, dla Europy – wg danych EVCA; źródła danych: jak dla wykresów nr 1, 2 i 3.

zaawansowania gospodarczego, wykazywała często Japonia, jednak od 2005 r. straciła ona dominującą pozycję. W roku 2007 cztery wymienione na wykresie państwa (oprócz Hong Kongu) wykazały niemal identyczny poziom inwestycji, zaś po tym roku wyraźnie większy udział od pozostałych państw charakteryzuje Chiny. Udział ten okaże się jeszcze większy, jeśli doliczy się inwestycje PE Hong Kongu, specyficznego regionu, który w 1997 r. Wielka Brytania zwróciła Chinom, zgodnie z postanowieniami umowy dzierżawy z 1842 r.; mimo wciąż znacznej autonomii Hong Kong jest w zasadzie częścią Chin. Rosnący w ostatnich latach udział Chin w rynku Private Equity Azji i Pacyfiku w roku 2010 osiągnął 33%, a razem z Hong Kongiem – 37%. Drugie pod tym względem państwo, Australia, wygenerowało w tym roku 25% wartości inwestycji całego regionu, a dwa następne – Indie i Japonia – odpowiednio 13% i 12%. Spośród pozostałych państw pod względem aktywności inwestycyjnej w przedstawionym okresie wyróżniały się jeszcze Singapur i Korea Południowa oraz w nieco mniejszym stopniu Tajwan.

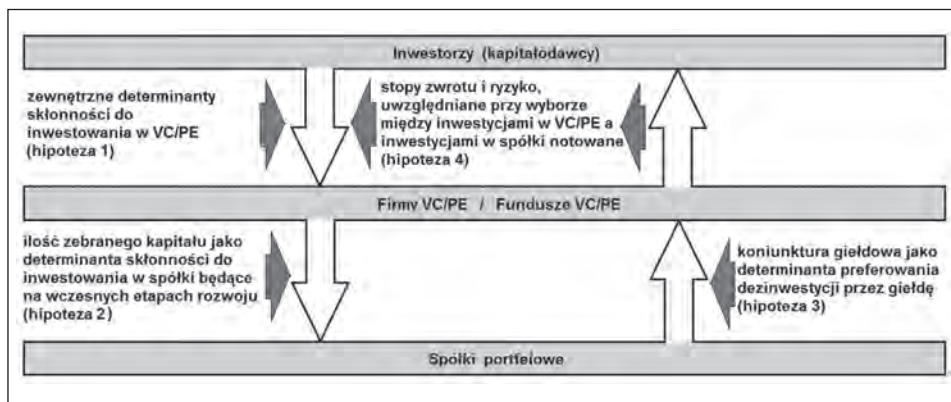
## 5. Cykl obiegu kapitału a hipotezy badawcze

Charakterystyczną cechą rynków Venture Capital / Private Equity jest zamknięty, zwrotny cykl obiegu kapitału. Rozpoczynają go kapitałodawcy, którzy lokują swe środki w fundusze VC/PE, te z kolei inwestują bezpośrednio w spółki portfelowe, które pozyskane środki wykorzystują na realizację swoich projektów, np. na inwestycje rzeczowe czy przejęcia innych podmiotów. Cykl zamyka „powrót” kapitału; zaczyna się od wzrostu wartości spółek portfelowych (niekoniecznie wszystkich), które następnie są upłynniane (najczęściej sprzedawane innym inwestorom), a uzyskana przez fundusze gotówka jest transferowana z powrotem do inwestorów, na których obieg kapitału się kończy.

Na bazie analizy tego cyklu ustalone zostało brzmienie czterech hipotez badawczych<sup>51</sup>, wyniki weryfikacji których zaprezentowano w niniejszej książce. Za cel dociekań autor przyjął poszukiwanie czynników determinujących decyzje podmiotów działających na tym rynku oraz sprawdzenie, czy czynniki, które uważa się za wywierające wpływ na te decyzje, rzeczywiście taki wpływ wywierają. Graficzne ujęcie hipotez na tle cyklu obiegu kapitału przedstawiono na schemacie 1.

---

<sup>51</sup> Pełne brzmienie każdej z czterech hipotez podano w końcowych punktach rozdziałów 2–5, zawierających wyniki badań własnych autora.



Schemat 1. Miejsce hipotez badawczych w cyklu obiegu kapitału VC/PE

Źródło: opracowanie własne

Pierwszym etapem cyklu obiegu jest angażowanie kapitału przez inwestorów (kapitałodawców) w sektor VC/PE (z punktu widzenia funduszy VC/PE czy też firm nimi zarządzających jest to gromadzenie kapitału). Na tym etapie badanie dotyczy zewnętrznych czynników mogących wpływać na skłonność tychże inwestorów do lokowania swoich środków w tę grupę aktywów inwestycyjnych. Badanie polega na stwierdzeniu, czy istnieje statystycznie istotna zależność między czterema wyselekcjonowanymi czynnikami zewnętrznymi (rozwój gospodarczy wyrażony przez PKB, koniunktura giełdowa wyrażona poziomem indeksów, długoterminowa stopa procentowa oraz stawka podatku CIT) a wartością zgromadzonych środków Private Equity.

Drugi etap to inwestowanie zgromadzonego kapitału w wybrane spółki portfelowe. Inwestycje te można kierować na przedsiębiorstwa będące w dojrzszych stadiach rozwojowych lub we wcześniejszych, z którymi wiąże się potencjalnie większe ryzyko. Celem badania jest stwierdzenie, czy ilość zgromadzonego kapitału wpływa na skłonność do ryzyka przy jego inwestowaniu, a skłonność tę ujęto tu jako udział inwestycji we wczesne fazy rozwoju przedsiębiorstw w inwestycjach PE ogółem.

Trzecim etapem, rozpoczynającym powrotną drogę kapitału, jest dezinwestycja, integralny element procesu inwestycyjnego. Jest kilka form, w jakich może ona być dokonana, a jedną z nich jest upłynnienie spółki portfelowej przez giełdę. Badanie ma na celu sprawdzenie, czy koniunktura giełdowa ma wpływ na decyzje podmiotów zarządzających funduszami VC/PE, a konkretnie – na preferowanie giełdy jako drogi wyjścia z inwestycji.

Ostatnim etapem obiegu kapitału jest jego zwrot pierwotnym inwestorom (kapitałodawcom), z wygenerowanym zyskiem lub stratą. Tu realizuje się stopa

zwrotu z inwestycji. Stopę tę można rozpatrywać z punktu widzenia pojedynczej transakcji, całego funduszu lub całej grupy funduszy wyodrębnionej pod względem specjalizacji i/lub regionu. Stopy zwrotu w tej ostatniej wersji są publikowane i stanowią wyznacznik atrakcyjności inwestycji tego typu. Natomiast zmienność tych stóp, w finansach opisywana często odchyleniem standardowym od średniej w długim okresie, wyraża ryzyko tej klasy aktywów. Parametry te są porównywane z analogicznymi wskaźnikami giełd, co jest dla inwestorów jedną z przesłanek decydowania o angażowaniu swych kapitałów w tę właśnie klasę aktywów. Uważa się, że w porównaniu z inwestycjami giełdowymi inwestycje VC/PE charakteryzują się wyższą stopą zwrotu, ale przy wyższym ryzyku. Badanie ma na celu zweryfikowanie prawdziwości tego przekonania.

Można twierdzić, że wymienione powyżej etapy trzeci i czwarty są w rzeczywistości jednym etapem, bo zachodzą w zasadzie jednocześnie (dezinwestycja jest realizacją zysku lub straty) i dlatego ich rozdzielenie jest nieco sztuczne. Jest ono jednak uzasadnione, jako że hipotezy 3 i 4 traktują o zupełnie różnych aspektach dezinwestycji; 3 dotyczy czynników decydujących o wyborze form wyjść z inwestycji (co zachodzi przed samymi wyjściami), 4 zaś – efektów tych wyjść, ustalanych już po ich dokonaniu.

Niniejszy opis cyklu obiegu kapitału i hipotez w nim umiejscowionych ma tylko szkicową formę, ponieważ ciężar przedstawienia genezy poszczególnych problemów badawczych oraz przesłanki stawianych do zbadania też przeniesiono na odpowiednie podrozdziały poprzedzające bezpośrednio części empiryczne każdego rozdziału.

## **6. Zakres przeprowadzonych badań**

Zakres badania jest w znacznym stopniu ograniczany dostępnością danych. Opisywanie uniwersum Venture Capital / Private Equity za pomocą statystyk wymaga pozyskiwania szeregu szczegółowych danych, przy czym natrafia się na szereg trudności, z których wymienić należy przynajmniej trzy:

- 1) niechęć zarządzających funduszami VC/PE do ujawniania danych (zwłaszcza w przypadku osiągnięcia niesatysfakcjonujących wyników),
- 2) relatywnie wysoki koszt pozyskania informacji o transakcjach najmniejszych (które z racji ich ilości mogą stanowić znaczny udział w rynku),
- 3) różnice metodologiczne między poszczególnymi dostawcami danych.

Dwie pierwsze trudności skutkują tym, że gromadzone dane zawsze są w jakimś stopniu niekompletne. Oczywiście dąży się do jak najgłębszej penetracji rynku i wydaje się, że im większa, starsza i bardziej prestiżowa instytucja, tym



dokładniejsze dane gromadzi. Trzecia z wymienionych trudności powoduje z kolei, że dane pochodzące od różnych dostawców nie zawsze są bezpośrednio porównywalne, choć i tu pracuje się nad ujednoczaniem standardów przetwarzania informacji.

Pod względem zakresu podmiotowego badaniem objęto wszystkie te podmioty Private Equity danego państwa/regionu, o których stosowne informacje zostały pozyskane przez instytucje gromadzące takie dane. Pewna liczba firm, funduszy i transakcji nie trafia do zbiorów danych, ale dotyczy to zwłaszcza przypadków małych wartościowo, więc ich brak nie wpływa znacząco na reprezentatywność dostępnych danych. Osobną kwestią jest grupa nieformalnych inwestorów PE, tj. aniołów biznesu, o których dane nie trafiają do wspomnianych statystyk, a próby samodzielnego ich pozyskiwania byłyby bardzo trudne. Dlatego, jak już wspomniano w podrozdziale 1.2, ten segment rynku PE **nie jest objęty badaniami** prezentowanymi w niniejszej książce.

Co do geograficznego zakresu, należy podkreślić, że aspiracją autora było wyprowadzenie wniosków o możliwie wysokim stopniu ogólności. Zgodnie z postulatami współczesnej epistemologii wiedza powinna mieć charakter powszechny, a więc jak najbardziej uogólniony. Dlatego wnioski wyciągnięte na podstawie badania jednego państwa nie są automatycznie prawdziwe dla innego. Uwzględnienie wielu państw pozwala na formułowanie wniosków dalece bardziej ogólnych i taki cel przyświecał badaniom tu prezentowanym: nie ograniczono się do zbadania jednego państwa czy jednego regionu (np. Europy). Lista krajów objętych badaniem nie mogła być jednak zbyt długa, dlatego konieczne było wytypowanie państw mających spełnić rolę reprezentantów. Wybrano 8 takich państw, które w największym stopniu reprezentują poszczególne regiony świata, tj. USA (globalny lider rynku VC/PE), Wielką Brytanię, Francję i Niemcy (łącznie 60–80% europejskiego rynku PE objętego statystykami EVCA), Australię, Japonię, Chiny i Indie (od 2001 r. łącznie 60–80% obszaru Azji i Pacyfiku objętego statystykami AVCJ Ltd.). Dzięki temu zapewniono zbadanie znacznej części globalnego rynku VC/PE w ujęciu wartościowym, a jednocześnie uwzględniono zróżnicowanie specyfiki poszczególnych regionów mogące wpływać na odmienne kształtowanie się badanych zjawisk.

Dobór państw do badania zapewnia wysoką reprezentatywność pod kilkoma względami jednocześnie – trafiły tu kraje:

- z czterech kontynentów (Ameryka Północna, Europa, Azja i Australia) o największym natężeniu inwestycji VC/PE;
- o różnych modelach społecznych i kulturowych;
- o różnych modelach gospodarczych (typowo wolnorynkowy, np. USA, wolnorynkowy z dużym udziałem zabezpieczenia socjalnego, np. Niemcy, czy wreszcie socjalistyczny z uwolnioną sferą wolnorynkową, tj. Chiny);



– o dwóch modelach finansowych: anglosaskim, opartym o rynki giełdowe (USA, Wielka Brytania, Australia) i niemiecko-japońskim, o dominującej roli banków (Niemcy, Japonia)<sup>52</sup>.

Niestety, nie dla wszystkich państw udało się zdobyć wystarczające dane, by zweryfikować dla nich wszystkie hipotezy: państwa azjatyckie nie zostały uwzględnione przy weryfikacji hipotezy 3 i 4, przy tej ostatniej badanie nie objęło również Australii.

Co do horyzontu czasowego danych przyjmowanych do badań, to starano się, by był on jak największy (im dłuższe serie danych, tym bardziej uprawnione jest wnioskowanie statystyczne), ale częstokroć konieczne było rezygnowanie z pozyskanych najstarszych danych ze względu na podejrzenie ich niekompletności w samym źródle.

---

<sup>52</sup> O dwóch modelach finansowych państw zob. np.: D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch, *Ekonomia. Mikroekonomia*, PWE, Warszawa 2003, s. 172; K. Mościbrodzka, *Finansowanie sektora przedsiębiorstw w okresie transformacji (rozwiązania alternatywne)*, Instytut Finansów w Wyższej Szkole Ubezpieczeń i Bankowości, Warszawa 2000, s. 14.

## Rozdział 2

# Źródła i determinanty podaży kapitału lokowanego w fundusze VC/PE

## 1. Kapitałodawcy na rynku VC/PE

### 1.1. Klasyfikacje kapitałodawców

Przy okazji omawiania kapitałodawców angażujących się w inwestycje Venture Capital / Private Equity warto wymienić pewne przydatne terminy. Otóż najczęstszą praktyką gromadzenia pieniędzy w funduszu VC/PE jest sytuacja, w której firma zarządzająca (*Private Equity firm*) występuje do kapitałodawców (inwestorów) z propozycją uczestnictwa w funduszu (*Private Equity fund*). W krajach o anglosaskiej tradycji prawnej (np. USA, Wielka Brytania, Australia) najpopularniejszą formą funduszu jest *limited partnership* (w Polsce najbliższym odpowiednikiem jest spółka komandytowa), w której firma zarządzająca przyjmuje rolę *General Partnera* (reprezentacja funduszu, odpowiedzialność decyzyjna – jak komplementariusz; wkład kapitałowy niewielki), zaś kapitałodawcy – *Limited Partnerów* (odpowiedzialność ograniczona, duże wkłady kapitałowe – jak komandytariusze). Następnie przedstawiciele funduszu wyszukują spółki, w które warto zainwestować – po inwestycji będą to spółki portfelowe (*portfolio companies*).

Istotną specyfiką tej procedury jest to, że zwykle kapitał nie jest wpłacany z góry. Na pierwszym etapie kapitałodawcy (inwestorzy) składają jedynie zobowiązania do przekazania kapitału (tzw. *commitments*), dopiero potem wzywa się ich do wniesienia rzeczywistej gotówki (*capital calls* lub *drawdowns*). W statystykach dotyczących sektora VC/PE charakterystyczne jest, że dane dotyczące zbierania środków (*fundraising*) dotyczą właściwie tychże właśnie zobowiązań (*committed capital*).

Oprócz rodzajów inwestorów wymienionych w tabeli 1 dodatkowym źródłem środków mogą być zrealizowane zyski (*realised capital gains*). W swoich dawniejszych rocznikach EVCA prezentowała dane o tych wartościach, obecnie w strukturze kapitałodawców nie są już one uwzględniane. Kategoria taka pojawiła się też w jednym z roczników dotyczących Azji i Pacyfiku (*Asian Private Equity 300*, rocznik 1996/1997).

Część wymienionych w tabeli 1 typów kapitałodawców (inwestorów) jest zupełnie zrozumiała (chodzi zwłaszcza o pozycje z górnej części tabeli, bardziej typowe i tradycyjne). Wydaje się natomiast wskazane krótkie objaśnienie pozostałych, zwłaszcza tych nowych, niedawno wprowadzonych do klasyfikacji EVCA (najbardziej rozbudowanej spośród ujętych w tabeli 1). Są to następujące typy<sup>1</sup>:

- **fundacja** – ten polski termin ma dwa odpowiedniki:

- *foundation* – organizacja non-profit, poprzez którą prywatny majątek jest wnoszony i wykorzystywany na cele publiczne (najczęściej charytatywne); może udzielać środków i wsparcia innym organizacjom lub stanowić samodzielne źródło finansowania własnej aktywności charytatywnej;

- *endowment* – instytucja, którą w drodze darowizny wyposażono w pieniądze (i ewentualnie w inne aktywa) przeznaczone do zainwestowania w celu wypracowania zysków, które mają być wykorzystane na realizację szczególnych celów, tak by pierwotny kapitał pozostał nienaruszony (bezterminowo, w określonym czasie lub kiedy zakumulowane zostaną aktywa wystarczające do osiągnięcia wyznaczonego celu);

Tabela 1. Klasyfikacje kapitałodawców inwestujących w fundusze VC/PE stosowane przez wybranych dostarczczyeli danych

Odpowiednik polskojęzyczny	EVCA (Europa)	NVCA (USA)	APE 300 (Azja&Pacyfik)	AVCAL (Australia)	ABS (Australia)
1	2	3	4	5	6
Banki	Banks	Financial & Insurance	Banks	a)	Authorised Deposit-taking Institutions
Firmy ubezpieczeniowe	Insurance companies		Insurance Companies	Insurance company	Life insurance offices
Fundusze emerytalne	Pension funds	Private and Public Pension Funds	Pension Funds	Private pension fund	Pension funds non-residents <sup>c)</sup>
				Public pension fund	Pension funds residents <sup>c)</sup>

<sup>1</sup> Opisy głównie na podstawie *EVCA Yearbook 2012*.

1	2	3	4	5	6	
Przedsiębiorstwa niefinansowe	Corporate investors	Corporations (Non-Employee Benefit)	Corporations	Corporate investor	Trading enterprises	
Osoby prywatne	Private individuals	Individuals & Families	Private individuals	Private individual	a)	
Agencje rządowe	Government agencies	a)	Government Agencies	Public sector	Governments in Australia	
Fundacje	Endowments & foundations <sup>b)</sup>	Endowments & Foundations	a)	Academic/ Endowment	a)	
Instytucje akademickie	Academic institutions	a)		Fund-of-funds	d)	
Fundusze funduszy	Fund of funds			a)	a)	
Rynki kapitałowe	Capital markets			Family office		
Firmy zarządzające majątkami rodzinnymi	Family offices <sup>b)</sup>			a)	Trusts	
Inne podmioty zarządzające aktywami	Other asset managers <sup>b)</sup>			Sovereign funds	a)	
Państwowe fundusze majątkowe	Sovereign wealth funds <sup>b)</sup>			Others	Other	Other non-residents <sup>c)</sup>
Inne	Unclassified				Other residents <sup>c)</sup>	
Nieznane			Unknown		Not stated	

Uwaga: odpowiedniki w poszczególnych klasyfikacjach nie odpowiadają sobie całkowicie dokładnie.

a) – brak w klasyfikacji źródłowej; zapewne kwalifikowane do innych kategorii;

b) – kategorie najnowsze, wprowadzone do statystyk EVCA po 2006 r.;

c) – ABS oddziela od źródeł krajowych (*residents*) źródła zagraniczne (*non-residents*), wśród których z kolei oddziela fundusze emerytalne od wszystkich pozostałych;

d) – ABS traktuje fundusze funduszy jak pośredników dla inwestorów ujętych w przedstawionej klasyfikacji, a nie samodzielne źródło, dlatego w niej nie występują; udział funduszy funduszy w całości zebranych środków jest jednak badany jako osobna kategoria.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *EVCA Yearbook 2012*; *NVCA Yearbook 2004*; *Asian Private Equity 300*, AVCJ Group Ltd., roczniki 2000–2012; *2011 Yearbook, Australian Private Equity and Venture Capital Activity Report – November 2011*, AVCAL, [www.avcal.com.au](http://www.avcal.com.au) (dostęp 11.02.2012); *Venture Capital and Later Stage Private Equity*, publikacja nr 5678.0, 2010–2011, Australian Bureau of Statistics, [www.abs.gov.au](http://www.abs.gov.au) (dostęp 11.02.2012).

- **fundusz funduszy** (*fund of funds*) – fundusz Private Equity, który przyjmuje głównie pozycje udziałowe w innych funduszach (szerzej poniżej);

- **firma zarządzająca majątkami rodzinnymi** (*family office*) – firma świadcząca na rzecz jednej lub kilku rodzin usługi zarządzania inwestycjami i inne (rachunkowość, doradztwo podatkowe i finansowe itd.);

- **inne podmioty zarządzające aktywami**, w tym firmy PE inne niż fundusze funduszy (*other asset managers, including PE houses other than funds-of-funds*) – instytucje finansowe (inne niż bank, fundacja, *endowment, family office*, firma ubezpieczeniowa czy fundusz emerytalny) zarządzające kapitałem poprzez inwestowanie go w różne klasy aktywów w celu generowania zysków finansowych; ta kategoria może zawierać bezpośrednie fundusze PE, które sporadycznie dokonują inwestycji pośrednich, ale nie obejmuje ona funduszy funduszy, które są oddzielną kategorią;

- **agencje rządowe** (*government agencies*) – krajowe, regionalne, rządowe i europejskie agencje lub instytucje działające na rzecz innowacji i rozwoju (w tym takie struktury, jak Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBRD) czy Europejski Fundusz Inwestycyjny (EIF));

- **państwowe fundusze majątkowe** (*sovereign wealth funds*) – należące do państwa fundusze inwestycyjne zarządzające pulą pieniędzy pochodzącą z rezerw państwowych (szerzej poniżej).

Poniżej przedstawiono kilka dodatkowych informacji o wybranych typach inwestorów.

### Fundusze funduszy

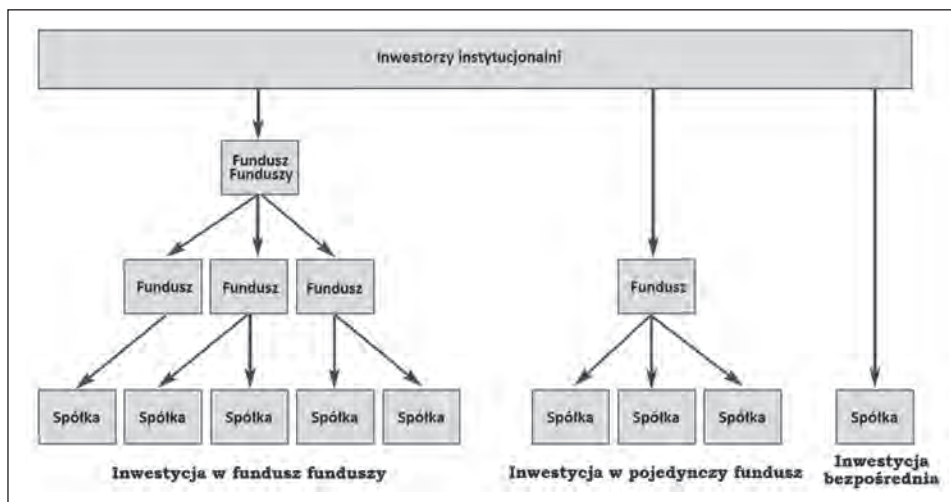
Inwestorzy chcący zainwestować swój kapitał na rynku VC/PE mogą wybrać jedną z trzech form takiej inwestycji (zob. schemat 2): 1) bezpośrednią inwestycję w nienotowane spółki; 2) inwestycję w fundusz VC/PE; 3) inwestycję w fundusz funduszy. Pierwsza z tych form wymaga znacznego nakładu czasu, pracy i środków, dlatego jest stosowana przez inwestorów korporacyjnych i instytucjonalnych dla celów strategicznych lub też jako rozszerzenie ich własnej działalności. Inwestycja w fundusz VC/PE nie wymaga tak dużych nakładów, bowiem środki dostarczane są przez większą liczbę inwestorów, a do zarządzania nimi zatrudnia się zespół profesjonalistów. Najmniej wymagającą, a więc także najbardziej dostępną dla różnych typów inwestorów formą, jest inwestycja w fundusz funduszy<sup>2</sup>.

Fundusze funduszy przyjmują mniejszościową pozycję udziałową w innych funduszach. Jeśli taki fundusz koncentruje się na inwestowaniu w fundusze

---

<sup>2</sup> Zob.: *Fund of Funds, a guide for Institutional Investors*, Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), 2005, s. 4.

nowe, zwany jest *Primary* lub *Primaries fund of funds*, natomiast jeśli skupia się na inwestowaniu w fundusze już istniejące, to określa się go nazwą *Secondary fund of funds*<sup>3</sup>.



Schemat 2. Trzy główne typy inwestowania w spółki

Źródło: *Fund of Funds, a guide for Institutional Investors*,  
Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), 2005, s. 5

### Państwowe fundusze majątkowe

Ta kategoria inwestorów wydaje się być szczególnie interesująca. W statystykach EVCA jest ona „najmłodsza”, pierwszy raz została wyszczególniona w roczniku EVCA 2011; struktury z jej wyszczególnieniem przekalkulowano wstecz do roku 2007, natomiast dla lat wcześniejszych wartości te zawarte są w kategorii „agencje rządowe”<sup>4</sup>.

Państwowe fundusze majątkowe (w skrócie PFM, ang. *sovereign wealth funds*, po polsku zwane też państwowymi funduszami inwestycyjnymi lub funduszami narodowymi) są zakładane przez państwo w celu prowadzenia inwestycji głównie w zagraniczne aktywa finansowe. Fundusze takie są finansowane przeważnie z przychodów z eksportu surowców naturalnych (ropa naftowa, gaz ziemny oraz minerały), rezerw walutowych, nadwyżek bilansu handlowego lub nadwyżek bilansu płatniczego. Celem ich działalności jest uzyskiwanie zysków z inwestycji przewyższających stopę zysku wolną od ryzyka. Obecnie istnieje około 60 państwowych funduszy majątkowych na całym świecie, z czego największe

<sup>3</sup> NVCA Yearbook 2007, s. 64.

<sup>4</sup> Objasnienia z rocznika EVCA Yearbook 2011.

występują w państwach arabskich (Zjednoczone Emiraty Arabskie, Arabia Saudyjska, Kuwejt, Katar, Libia) i Dalekiego Wschodu (Chińska Republika Ludowa, Singapur, Korea Południowa), a w Europie – w Norwegii<sup>5</sup>. Co ciekawe, padały już wypowiedzi o możliwości utworzenia analogicznego funduszu w Polsce w oparciu o planowane wydobywanie gazu łupkowego (na wzór funduszu norweskiego bazującego na wydobywaniu gazu i ropy)<sup>6</sup>.

## 1.2. Motywy angażowania środków w inwestycje VC/PE

### 1.2.1. Motyw podstawowy – wysoka zyskowość i dywersyfikacja

Podejście wymienionych w poprzednim punkcie grup inwestorów do inwestycji VC/PE nie jest jednorodne. Generalnie dla większości z nich (a zwłaszcza dla tych, które powołano do inwestowania) podstawowym celem takich decyzji jest chęć osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu. Kryterium zyskowości, fundamentalne dla funduszy VC/PE, jest jedną z ważniejszych cech odróżniających tę grupę podmiotów (określanych mianem „inwestorów formalnych”) od aniołów biznesu, zwanych inwestorami nieformalnymi<sup>7</sup>. Wysokiego dochodu oczekują bowiem kapitałodawcy, którzy angażują swe środki w fundusze VC/PE.

**Banki** interesują się tym instrumentem z powodu rosnącej konkurencji na rynku finansowym oraz dążenia do pozyskiwania nowych możliwości osiągnięcia dochodu. Finansowanie VC/PE jest dla nich alternatywną (wobec kredytu) formą udzielenia kapitału przedsiębiorstwu<sup>8</sup>. **Fundusze emerytalne** i **towarzystwa ubezpieczeniowe** pozyskują środki finansowe w postaci składek od swoich klientów oraz wypłacają je w przypadku, gdy klienci uzyskują do nich prawa. Możliwe i wskazane jest lokowanie tych środków tak, by przynosiły długoterminowy przyrost swej wartości. Finansowanie VC/PE jest tu jedną z dostępnych możliwości<sup>9</sup>. Z tytułu wysokiego ryzyka jego udział w portfelu tych instytucji musi być ograniczony (fundusze emerytalne w Europie lokują w VC/PE 6–7% swoich środków,

---

<sup>5</sup> <http://www.sovereignwealthfunds.pl> (strona internetowa poświęcona Państwowym Funduszom Majątkowym) (dostęp 24.07.2012).

<sup>6</sup> M. Strzelecki, *Poland Sees Norway as Model to Benefit From Shale Gas Output*, serwis informacyjny agencji Bloomberg, <http://www.bloomberg.com> (dostęp 24.07.2012).

<sup>7</sup> Szerzej zob.: B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, *Komplementarność i substytucyjność aniołów biznesu i operatorów venture capital*, „Bank i Kredyt”, marzec 2006, s. 53–61.

<sup>8</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 68–69.

<sup>9</sup> Zob.: tamże, s. 66.

w USA – nawet 8%<sup>10</sup>), ale wysoka zyskowość czyni z niego bardzo dobry instrument służący dywersyfikacji ich portfeli inwestycyjnych. Istotne znaczenie ma także długoterminowy charakter inwestycji (zwłaszcza VC), szczególnie dla funduszy emerytalnych, które posiadają długoterminowe zobowiązania o okresie zapadalności sięgającym nawet 30–40 lat. Specyfika zobowiązań umożliwia im szukanie takich inwestycji, które przynoszą wysoki zysk w perspektywie długoterminowej<sup>11</sup>.

**Osobom prywatnym** skłonny podjąć wysokie ryzyko inwestycyjne dla wysokiego zysku fundusze VC/PE stwarzają możliwości korzystniejsze niż w przypadku inwestycji „na własną rękę” (bezpośredniego). Inwestowanie poprzez fundusz oznacza uczestnictwo w znacznie większej masie kapitałowej, która umożliwia dywersyfikowanie ryzyka, a instytucjonalna forma (i często specjalistyczna firma zarządzająca środkami) daje nieporównywalnie większe możliwości oceny projektów oraz wspomaganie w zarządzaniu przedsiębiorstw wspartych kapitałowo. Przekłada się to na znacznie większe możliwości realizowania wysokiej zyskowości z inwestycji. Angażowanie części zasobów majątkowych przez osoby bogate może mieć na celu wejście w posiadanie własnych przedsiębiorstw bądź jedynie przejściowe wnoszenie do nich udziałów w celu osiągnięcia wysokiego zysku. W obu przypadkach motyw zysku jest niewątpliwie dominujący<sup>12</sup>.

Oczekiwanie wysokiego zysku ma mniejsze znaczenie dla **przedsiębiorstw**, które z tego punktu widzenia mogą potraktować inwestycje VC/PE jako możliwość dywersyfikacji w ramach podejmowanych decyzji inwestycyjnych<sup>13</sup>, choć wskazuje się też, że pod koniec lat 90. XX w., kiedy stopy zwrotu z inwestycji tego typu osiągnęły bardzo wysokie poziomy, znaczenie tego parametru decyzyjnego dla przedsiębiorstw znacząco wzrosło<sup>14</sup>. Motyw osiągania wysokiej rentowności ma najmniejsze znaczenie dla **instytucji publicznych**, które z definicji są podmiotami nienastawionymi na zysk; dla nich istotne są inne cele inwestowania na rynku VC/PE.

### 1.2.2. Motywy i korzyści dodatkowe

Oprócz osiągnięcia wysokiej zyskowości inwestorzy w sektorze VC/PE mają także cele dodatkowe, których charakter zależny jest od tego, jaki podmiot/instytucja jest inwestorem. Te dodatkowe cele mogą być źródłem korzyści pośrednich,

<sup>10</sup> Zob.: J. Pochłopień, *Kapitał do Polski płynie głównie z zagranicy*, „Puls Biznesu”, 11 czerwca 2003.

<sup>11</sup> Zob.: A. Witkowska, *Fundusze tańsze i zyskowe*, „Gazeta Prawna”, dodatek: „Gazeta Gospodarcza”, 24 lutego 2005, nr 39 (1404); E. Glogowski, M. Münch, *Nowe usługi finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994, s. 66.

<sup>12</sup> J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 59.

<sup>13</sup> E. Glogowski, M. Münch, *Nowe usługi...*, s. 207.

<sup>14</sup> *NVCA Yearbook 2007*, s. 60.



które w ocenie inwestorów mogą mieć znaczenie nie mniej istotne od oczekiwanej rentowności inwestycji. Tabela 2 prezentuje zestawienie takich dodatkowych celów i płynących z nich korzyści dla wybranych typów inwestorów.

Tabela 2. Dodatkowe cele i korzyści z inwestycji VC/PE

Podmiot	Cel dodatkowy	Dodatkowa korzyść
Przedsiębiorstwa (korporacje)	wgląd w tworzone w dofinansowanych przedsiębiorstwach pomysły, innowacje technologiczne (tzw. <i>window on technology</i> ); wczesna identyfikacja „wschodzących” i „gasnących” gałęzi przemysłu; identyfikacja potencjalnych kandydatów do wykupu	zwiększenie przyszłej rentowności z działalności podstawowej poprzez zwiększenie własnej innowacyjności, konkurencyjności i potencjału rynkowego
Banki	sprzedaż dofinansowanej firmie innych produktów bankowych (np. prowadzenie rozliczeń, kredyty, leasing, factoring, obsługa wejścia na giełdę); pozyskiwanie potencjalnych klientów kredytowych na przyszłość; wyprzedzenie konkurencji w walce o klienta	zwiększanie bieżącej i przyszłej rentowności z działalności podstawowej (kredytowej, rozliczeniowej itd.); umacnianie pozycji rynkowej i wizerunku banku
Fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe	sprzedawanie dofinansowanym przedsiębiorstwom udziałowym swoich podstawowych produktów ( <i>cross selling</i> )	zwiększanie bieżącej i przyszłej rentowności z działalności podstawowej
Institucje naukowe	promocja i komercjalizacja pomysłów i wyników badań, stymulacja własnych pracowników do rozpoczynania działalności gospodarczej	rozszerzanie zakresu działalności o praktyczne wykorzystanie osiągnięć naukowych, wzrost renomy
Institucje publiczne (władze lokalne i centralne) oraz fundacje	stymulowanie rozwoju sektora MSP, aktywizacja gospodarcza społeczeństwa, stymulowanie gospodarki, zwłaszcza przedsiębiorczości, innowacyjności, transferu nowoczesnych technologii	rozwój gospodarczy, zwiększanie konkurencyjności przedsiębiorstw krajowych, wzrost dobrobytu społecznego
Osoby prywatne	zdobywanie doświadczenia i kontaktów biznesowych	wzrost prestiżu, satysfakcja i samorealizacja

Źródło: opracowanie własne w oparciu o: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne typu venture capital*, IBnGR, Gdańsk 1995, s. 35–36; J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 58, 63–70, 90; J. Krajewski, *Tani kapitał, czyli jak zdobyć pieniądze dla firmy*, Business Press, Warszawa 1998, s. 172.

Warto zauważyć, że dodatkowe korzyści z inwestycji VC/PE dla instytucji publicznych (także dla fundacji) mogą być nawet celem jedynym, a dla przedsiębiorstw – priorytetowym, ważniejszym od zysku z inwestycji. Także instytucje naukowe mogą przedkładać cele dodatkowe ponad spodziewaną rentowność.

Natomiast dla instytucji finansowych cele inne niż wysoka zyskowność z inwestycji mają charakter zdecydowanie dodatkowy, uzupełniający. W szczególności trudno się spodziewać, by jakieś dodatkowe cele miały podmioty powołane ściśle do prowadzenia działalności inwestycyjnej.

Przedsiębiorstwa, które oczekują od inwestycji VC/PE oprócz zyskowności także wglądu w technologie, preferują bezpośredni udział kapitałowy w innowacyjnej spółce. Może ona być wydzielona z przedsiębiorstwa-kapitałodawcy lub też nabyta na zewnątrz; służą do tego transakcje określane jako *corporate venture capital*, do których zalicza się *management buy-outs*, *venture managements* czy *venture spin-offs*. Podobne cechy wykazuje współpraca przedsiębiorstw określaną jako *corporate partnering*<sup>15</sup>. Warto przy tym zaznaczyć, że bezpośrednie inwestycje korporacji (poprzez własne fundusze VC/PE) mają antycykliczne znaczenie dla gospodarki, bowiem nie są zależne od środków zewnętrznych kapitałodawców nastawionych na zysk. Dzięki temu korporacje te mogą sobie pozwolić na inwestowanie w wybrane przedsięwzięcia także w okresach słabej koniunktury gospodarczej. Co więcej, właśnie inwestycje w takich okresach okazują się często szczególnie korzystne, bowiem ich owoce (w postaci nowych rozwiązań technologicznych) mogą dać inwestującemu przedsiębiorstwu znaczną przewagę konkurencyjną, gdy sytuacja gospodarcza ulegnie poprawie<sup>16</sup>.

### 1.3. Struktury źródeł kapitału – porównanie państw

Ze względu na różnice metodologiczne nie da się ujednoczyć struktur gromadzonych środków PE dla różnych państw, niemniej jednak dostępne dane pozwalają na wychwycenie ogólnej specyfiki w tym zakresie i trendów zachodzących zmian.

Prezentowane dane o zgromadzonych (czy raczej „zadeklarowanych” – *committed*) kapitałach PE mają w źródłach dwojaki format: albo są to nowe środki w danych latach (wykresy 4–7), albo narastająca wartość tych środków (wykresy 8 i 9). Dla zwiększenia czytelności wykresów badane lata pogrupowano w podokresy (głównie trzyletnie), co jednocześnie niweluje nieco występujące w pojedynczych latach nietypowo duże lub małe wartości w niektórych kategoriach, pozwalając w ten sposób oceniać długookresową tendencję w bardziej generalny

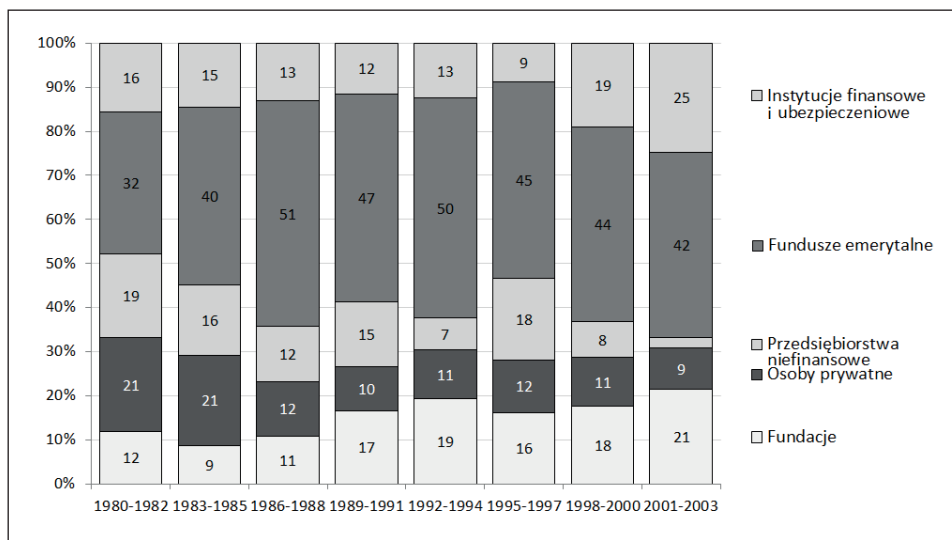
<sup>15</sup> Szerzej zob.: J. Węclawski, *Finansowanie innowacyjnych przedsiębiorstw przez korporacje*, [w:] *Finanse przedsiębiorstw wobec procesów globalizacji*, praca zbiorowa pod red. L. Pawłowicza i R. Wierzbę, Gdańska Akademia Bankowa przy Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk–Jurata 2003, s. 213–214.

<sup>16</sup> Zob.: J. Węclawski, *Rozwój rynku private equity a koniunktura gospodarcza*, [w:] K. Jajuga (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Problemy wiodące*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011, s. 247.

sposób. Oczywiście w przypadku dwóch ostatnich wykresów nie stosowano kumulowania wartości, lecz przedstawianie stanów w poszczególnych latach oddzielonych założonymi (zwykle trzyletnimi) odstępami.

## USA

Jak wskazuje wykres 4 jakość wykorzystanych danych jest najłabsza, ponieważ: a) dotyczą one tylko subkategorii VC, a nie całego PE, b) NVCA przestała publikować te dane po 2004 r., c) relatywnie mała ilość uwzględnionych typów inwestorów rodzi pytanie o to, czy (i jak) potraktowano innych, np. agencje rządowe, skoro w źródle nie występuje kategoria „inne” czy „pozostałe”.



Wykres 4. Struktura pochodzenia nowych środków zgromadzonych przez fundusze Venture Capital w USA w latach 1980–2003 (w %)

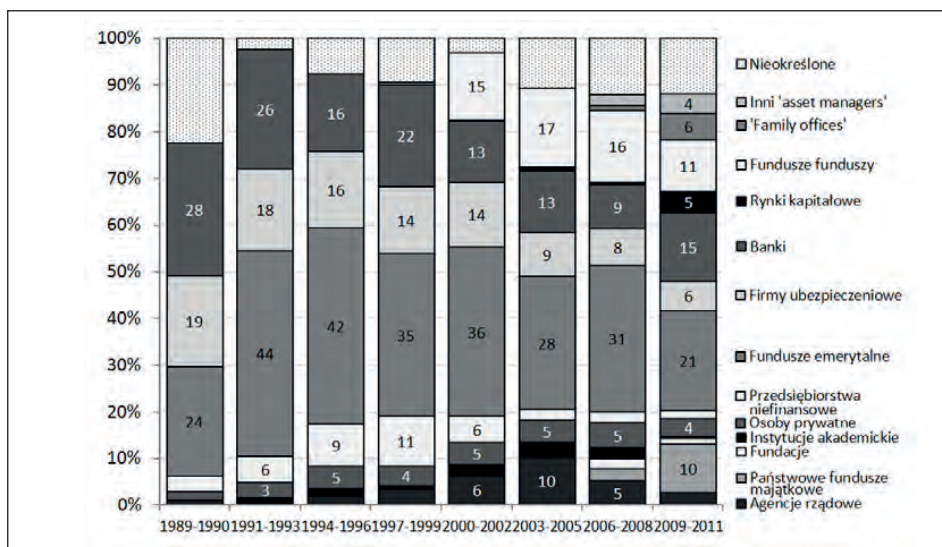
Źródło: opracowanie własne na podstawie *NVCA Yearbook 2004*

Co do struktury inwestorów, to już w latach 80. głównym dostarczycielem kapitału były fundusze emerytalne; w ciągu 24 lat ich udział dwukrotnie osiągnął połowę całej puli środków zbieranych w poszczególnych trzyletnich podokresach, a w ostatnim były one źródłem 42% środków. Osoby prywatne i przedsiębiorstwa niefinansowe, czyli dwie grupy mające na początku lat 80. kolejne, po funduszach emerytalnych, pozycje na liście kapitałodawców, zostały wyparte przez instytucje finansowe i ubezpieczeniowe oraz fundacje (warto przy tym podkreślić, że udział fundacji stanowi tu o wiele wyższy odsetek niż w przypadku omawianych dalej państw europejskich).

Wstrzymanie przez NVCA publikowania tych danych nie pozwala ocenić struktury obecnej, ale można śmiało zakładać, że dominacja funduszy emerytalnych się utrzymuje.

## Wielka Brytania

Jak wynika z wykresu 5, w Wielkiej Brytanii jeszcze w latach 1989–1990 największy udział w wartości zebranych nowych środków PE przypisywano bankom, ale potem strukturę kapitałów zdominowały fundusze emerytalne i stan ten trwa do czasów obecnych (choć ich udział w porównaniu z początkiem lat 90. skurczył się o ponad połowę, to nadal jest to piąta część całej sumy wnoszonej do sektora). W latach 90. drugą pozycję pod względem ilości angażowanych środków dzierżyły banki (nieco mniej dostarczały firmy ubezpieczeniowe), zaś początek tysiąclecia otworzył „erę funduszy funduszy”, które weszły na drugą pozycję i dopiero w ostatnim podokresie większy udział wykazały ponownie banki. Charakterystyczne jest, że po wprowadzeniu nowych kategorii do statystyk EVCA struktura stała się bardzo rozdrobniona. Warto też zwrócić uwagę na czwarty (po funduszach emerytalnych, bankach i funduszach funduszy) typ inwestorów w najświeższym podokresie – to państwowe fundusze majątkowe (*sovereign wealth funds*), stosunkowo nowy, ale bardzo zasobny „gracz” na rynku.

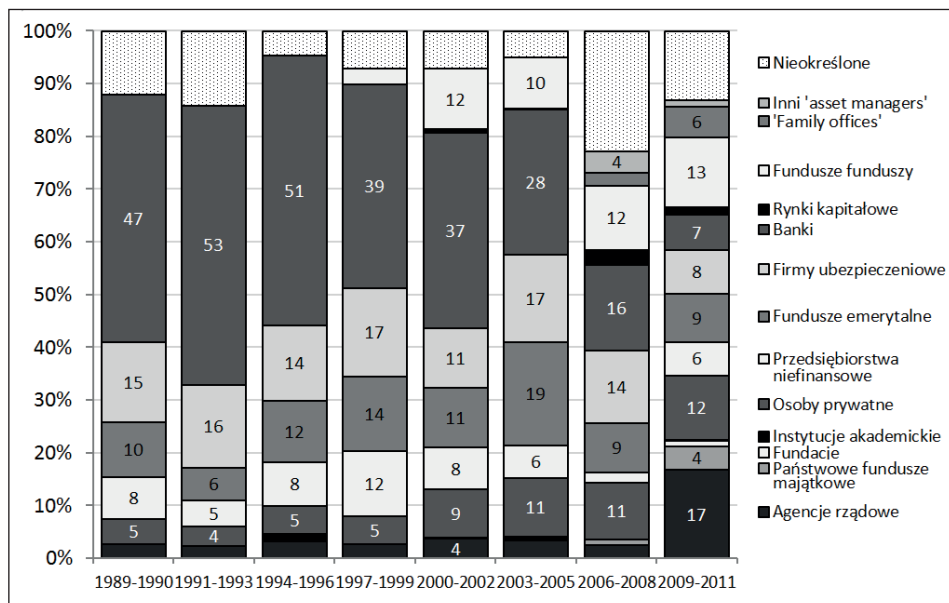


Wykres 5. Struktura pochodzenia nowych środków zgromadzonych przez fundusze Private Equity w Wielkiej Brytanii w latach 1989–2011 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EVCA (lata 1989–2006: plik z danymi otrzymany bezpośrednio z EVCA 02.01.2012; lata 2007–2011: *EVCA Yearbook 2012*)

## Francja

Z wykresu 6 wynika, że we Francji w prawie całym badanym okresie niekwestionowanym liderem w dostarczaniu środków do sektora PE były banki. W latach 90. wносиły one więcej środków niż fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe łącznie, dopiero od roku 2003 ta proporcja zaczęła się zmieniać, choć wciąż banki pozostawały głównymi kapitałodawcami. Od początku XXI w. rośnie też znaczenie funduszy i osób prywatnych, zaś niknie rola przedsiębiorstw niefinansowych. W ostatnim podokresie, w którym statystyki uwzględniają już bardzo szczegółową klasyfikację inwestorów, ich struktura jest szczególnie równomiernie zdywersyfikowana (bardziej niż w Wielkiej Brytanii czy Niemczech), przy czym odnotowania godne jest osiągnięcie największego odsetka przez kapitałodawców reprezentujących państwo – w latach 2009–2011 agencje rządowe i państwowe fundusze majątkowe wniosły do francuskiego sektora VC/PE łącznie aż 21%, podczas gdy następane dwie grupy – fundusze i osoby prywatne – odpowiednio 13% i 12%. Podkreślić należy też stosunkowo mały (w porównaniu z innymi państwami) udział funduszy emerytalnych, wzrost znaczenia funduszy i osób prywatnych oraz zmarginalizowanie roli banków w ostatnich latach.

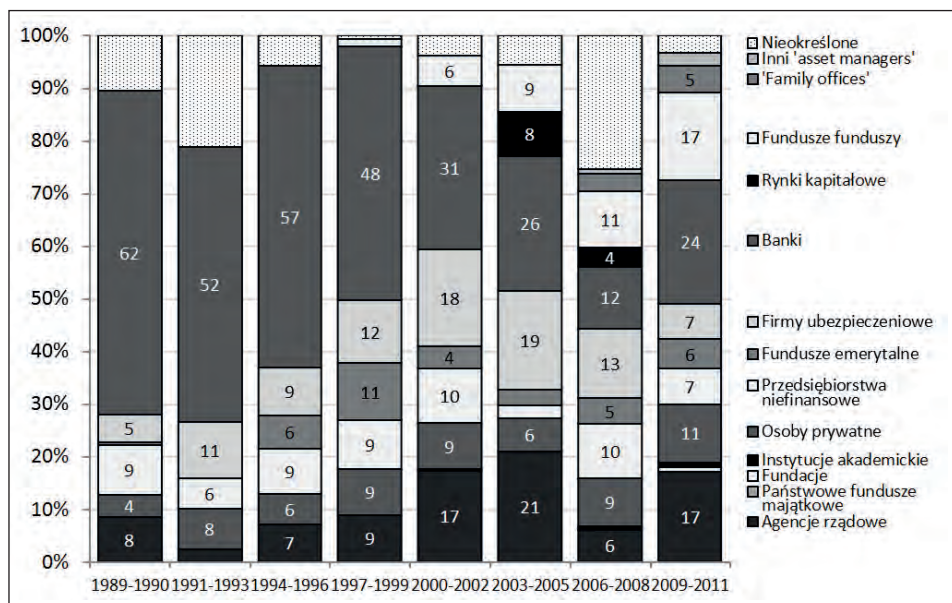


Wykres 6. Struktura pochodzenia nowych środków zgromadzonych przez fundusze Private Equity we Francji w latach 1989–2011 (w %)

Źródło: jak przy wykresie 5

## Niemcy

Wykres 7 pokazuje, że – podobnie jak we Francji – w Niemczech rynek PE zasilany był głównie przez banki, ich udział w sumie zbieranych środków był nawet większy. Mimo spadku tego udziału banki pozostały dostawcą największej części środków PE aż do czasów obecnych, jedynie przejściowo (2006–2008) ustępując nieznacznie firmom ubezpieczeniowym. Te z kolei okazują się o wiele ważniejszym kapitałodawcą niż fundusze emerytalne, których znaczenie dla niemieckiego rynku PE jest zdecydowanie niewielkie. Od początku XXI w. rośnie znaczenie funduszy funduszy, a maleje firm ubezpieczeniowych. Ważnym zjawiskiem jest duże zaangażowanie środków państwowych w rynek niemiecki – ich udział sięgnął aż 21% w podokresie 2003–2005, a ostatnio wyniósł 17%, czyli tyle samo, co udział funduszy funduszy (razem z bankami były to trzy główne źródła kapitału PE w Niemczech, łącznie 57% wszystkich zgromadzonych środków).



Wykres 7. Struktura pochodzenia nowych środków zgromadzonych przez fundusze Private Equity w Niemczech w latach 1989–2011 (w %)

Źródło: jak przy wykresie 5

A. Kornasiewicz zaznacza, że udział funduszy emerytalnych dotyczy tak naprawdę funduszy zagranicznych, bo niemieckich brak<sup>17</sup>. Obecnie nie można,

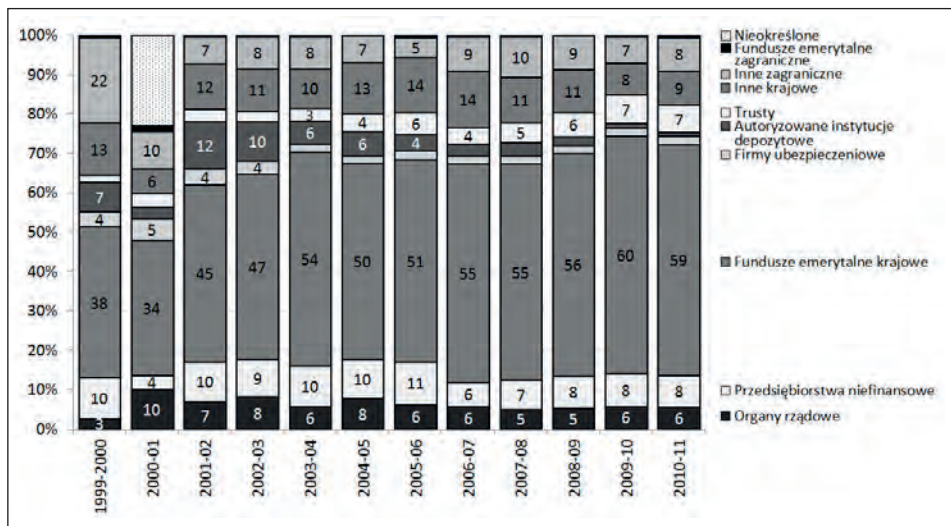
<sup>17</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 147.



co prawda, mówić o zupełnym ich braku, ale rzeczywiście niemiecki system emerytalny jest nastawiony silnie na formę repartycyjną (tylko pierwszy filar – publiczny – jest obowiązkowy). Aktywa funduszy emerytalnych stanowią w Niemczech (dane na rok 2009) jedynie 5,2% PKB; dla porównania – w Australii jest to 82,3%, w Wielkiej Brytanii 73%, w USA 67,6%, w Polsce 13,5%. Nastawienie inwestycyjne tych funduszy również jest wysoce nieryzykowne w Niemczech – instrumenty udziałowe (*equities*) stanowiły w 2009 r. jedynie 6% ich inwestycji (podczas gdy 54% w Australii, 45% w USA, 40% w Wielkiej Brytanii i 30% w Polsce)<sup>18</sup>.

## Australia

W przypadku Australii dane do wykresu 8 pozyskano z australijskiego urzędu statystycznego, bowiem ani dane AVCAL, ani AVCJ nie umożliwiają sporządzenia takiego zestawienia. Należy podkreślić, że są to dane ujęte narastająco.



Wykres 8. Struktura pochodzenia środków zgromadzonych (narastająco) przez fundusze Private Equity w Australii w latach fiskalnych 1999/2000–2010/2011 (w %)

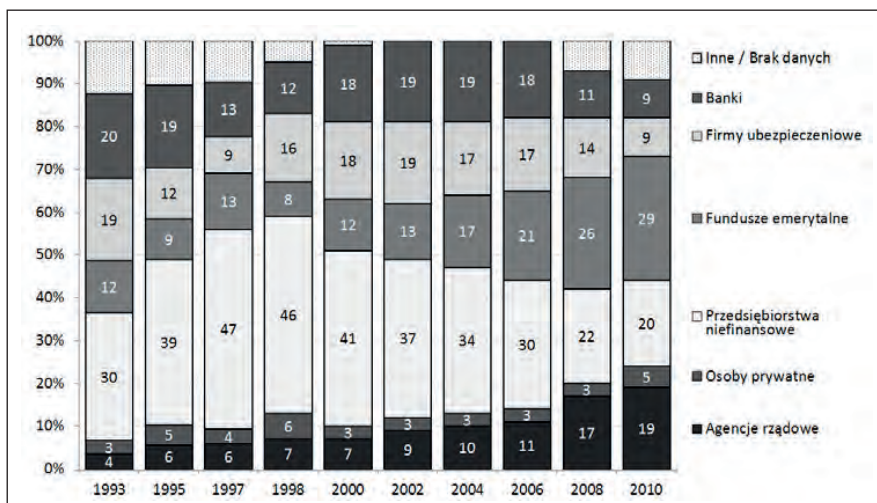
Źródło: opracowanie własne na podstawie *Venture Capital and Later Stage Private Equity*, publikacje nr 5678.0 (2009–2010) i 5678DO001 (2010–2011), Australian Bureau of Statistics, [www.abs.gov.au](http://www.abs.gov.au) (dostęp 11.02.2012)

<sup>18</sup> *Pensions at a Glance 2011. Retirement-income Systems in OECD and G20 Countries*, OECD, raport, [www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org) (dostęp 26.07.2012), s. 179; oraz plik z danymi źródłowymi do tegoż raportu, [www.oecd.org](http://www.oecd.org) (dostęp 26.07.2012).

W Australii dominacja funduszy emerytalnych jest jednoznaczna. O ile na początku XXI w. były one głównym źródłem kapitałów PE z 38% udziałem, to obecnie udział ten stanowi już (narastająco) ok. 60%. Wzrastający udział tej grupy inwestorów ograniczył mniej więcej proporcjonalnie udziały wszystkich pozostałych, z dwoma jednak wyjątkami: autoryzowane instytucje depozytowe (np. banki), które w porównaniu z innymi państwami już na początku stulecia miały niewielki udział, zostały praktycznie zupełnie zmarginalizowane; z kolei wzrostową tendencję (choć o wolnym tempie) przejawia udział trustów. Warto jeszcze zwrócić uwagę na stosunkowo duży odsetek środków pochodzących z zagranicy (nie można go porównać z innymi państwami ze względu na brak analogicznych rozbić), a także praktycznie nieistotną rolę firm ubezpieczeniowych (udział na poziomie 2% na 30.06.2011 r.).

## Obszar Azji i Pacyfiku

Dane z roczników *Asian Private Equity 300* wydawanych przez AVCJ umożliwiają przedstawienie struktury kapitałodawców tylko dla całego regionu Azji i Pacyfiku ogółem (bez rozbicia na poszczególne państwa). Strukturę tę prezentuje wykres 9. Wskazane jest tu przypomnienie, że dane dostarczane przez AVCJ Group Ltd. nie obejmują całej Azji (wyłączając np. Bliski Wschód, Rosję i byłe republiki radzieckie), uwzględniają natomiast Australię i Nową Zelandię.



Wykres 9. Struktura pochodzenia środków zgromadzonych (narastająco) przez fundusze Private Equity w państwach Azji i Pacyfiku w latach 1993–2010 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Asian Private Equity 300*, AVCJ Group Ltd., roczniki 1994/1995, 1996/1997, 1999, 2000, 2002, 2004, 2006, 2008, 2010 i 2012



Tu również struktura przedstawia wartości zebranych środków w sposób narastający. Tendencje kształtują się bardzo wyraźnie: silnie wzrastają udziały funduszy emerytalnych (które ostatnio zdominowały pulę dostarczonych środków) i agencji rządowych, a ograniczeniu ulega rola banków, firm ubezpieczeniowych i – zwłaszcza – przedsiębiorstw niefinansowych, które przez wiele wcześniejszych lat były głównym dawcą kapitału PE. Co do agencji rządowych, to można tu domniemywać znaczącego wpływu struktury środków zebranych w Chinach, gdzie państwo w dużym stopniu ingeruje w mechanizmy rynkowe. Z kolei fundusze emerytalne w Chinach nie są rozwinięte (ze względu na specyfikę tamtejszego modelu emerytalnego), ale stosunkowo duży udział w strukturze ma przecież także Australia, gdzie ta grupa kapitałodawców jest wybitnie przeważająca.

Podsumowując, można – zdaniem autora – zaproponować pojęcie „modelu anglosaskiego”, reprezentowanego tu przez USA, Wielką Brytanię i Australię, a wyróżniającego się dominującą rolą funduszy emerytalnych (struktura rynku Azji i Pacyfiku, traktowana jak całość, zdaje się ku niemu dążyć). Pozostałe dwa badane państwa, tj. Francja i Niemcy, trudno uznać za reprezentantów jednolitego modelu, choć w przytoczonych danych miałyby pewne pokrycie spotykany w literaturze pogląd o istnieniu niemiecko-japońskiego modelu finansowego<sup>19</sup>, charakteryzującego się dominującą rolą banków i kapitału dłużnego w finansowaniu gospodarki; w Niemczech udział banków w dostarczaniu środków PE od dawna jest wysoki i mimo spadku pozostaje największym ze wszystkich grup inwestorów. W tym miejscu szczególnie odczuwa się brak odnośnych danych dla Japonii, które pozwoliłyby na pewniejsze potwierdzenie występowania tego modelu, a konkretniej – jego odzwierciedlenia w strukturze napływu kapitałów gromadzonych przez sektor PE.

Na podkreślenie zasługuje też odnotowany ostatnio bezprecedensowy wzrost udziału środków państwowych w zasilaniu kapitałowym sektora PE: w samym 2011 r. agencje rządowe i państwowe fundusze majątkowe dostarczyły łącznie 18,6% wszystkich nowych środków PE zgromadzonych w Europie (druga pozycja po funduszach funduszy: 18,7%), a w regionie Azji i Pacyfiku udział publicznego zaangażowania w narastającej puli środków osiągnął 19%, więcej niż udziały banków czy firm ubezpieczeniowych i niemal tyle samo, co przedsiębiorstw niefinansowych (zdecydowanie większy udział miały tylko fundusze emerytalne). Wydaje się, że można to pochytywać za przejaw narastającego interwencjonizmu państwowego, charakterystycznego w całym światowym systemie finansowym. Trudno jednak ocenić, jakie mogą być tego konsekwencje.

---

<sup>19</sup> Zob. np.: K. Mościbrodzka, *Finansowanie sektora przedsiębiorstw w okresie transformacji (rozwiązania alternatywne)*, Instytut Finansów w Wyższej Szkole Ubezpieczeń i Bankowości, Warszawa 2000, s. 14.

## 2. Identyfikacja i analiza czynników determinujących podaż kapitału na rynkach VC/PE

Jednym ze wskaźników podaży kapitału na rynku VC/PE jest jego ilość zgromadzona w danym roku. Wartość ta jest badana w zasadzie we wszystkich statystykach branżowych i służy inwestorom za barometr nastrojów inwestycyjnych oraz prognostyk trendów w przyszłości. Ilość zebranych środków PE odzwierciedla skłonność kapitałodawców do angażowania się w ten segment rynku kapitałowego, a jednocześnie stanowi swego rodzaju miarę poziomu rozwoju czy stopnia zaawansowania tego rynku. W tym szerszym kontekście, oprócz bezwzględnej wartości nowych środków zebranych w danym roku, prezentuje się też często jej odniesienie (lub częściej relację wartości inwestycji PE) do Produktu Krajowego Brutto. Im wyższy udział sektora PE w PKB, tym wyżej ocenia się zaawansowanie jego rozwoju w danym państwie.

Zarówno ogólny poziom rozwoju rynku, jak i podaż kapitału zgłaszana w poszczególnych latach, mogą zależeć od szeregu czynników, których identyfikacja i analiza są jednym z celów niniejszej pracy. Dogłębny przegląd literatury pozwala na zaproponowanie następującej ich klasyfikacji:

1. Czynniki niezależne bezpośrednio od państwa:
  - ogólny rozwój gospodarczy,
  - postęp technologiczny,
  - rynki giełdowe,
  - historyczne stopy zwrotu z inwestycji PE,
  - uwarunkowania społeczne i kulturowe;
2. Czynniki zależne od państwa w sposób bezpośredni:
  - bezpośrednie i pośrednie kapitałowe wsparcie sektora VC/PE,
  - regulacje prawne dotyczące form działalności podmiotów VC/PE,
  - przywileje podatkowe,
  - polityka pieniężna (stopy procentowe),
  - regulacje prawne wpływające na podaż kapitału od inwestorów instytucjonalnych,
  - polityka ekonomiczna, promowanie przedsiębiorczości i innowacyjności.

Powyższa propozycja nie jest tak szczegółowa, jak przedstawiona przez P. Tamowicza<sup>20</sup> (najbardziej szczegółowa wśród źródeł, do jakich dotarł autor), jednakże obejmuje w zasadzie ten sam zakres zagadnień w sposób syntetyczny.

Należy podkreślić, że przedstawione powyżej zestawienie zawiera czynniki mogące wpływać (wedle opinii wyrażanych przez badaczy i praktyków) na rynek

---

<sup>20</sup> Por.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne typu venture capital*, IBnGR, Gdańsk 1995, s. 30.

VC/PE, co jednak nie oznacza, że wszystkie one rzeczywiście taki wpływ wywierają. W dalszej części pracy przedstawiono analizę poszczególnych czynników. Literatura (także polska) jest dość bogata w informacje dotyczące działań czynnika publicznego na rzecz rozwoju rynków VC/PE, rzadko jednak znajduje się opinie wartościujące te działania, a jeszcze rzadziej konkretne badania służące takiej ocenie. Częściowym usprawiedliwieniem jest tu trudność w wyizolowaniu wpływu danego czynnika od innych lub też zupełna niemożność jego parametrycznego ujęcia (np. regulacje prawne). Dlatego też przy opracowywaniu głębszej analizy poszczególnych czynników w oparciu o dostępną literaturę (punkty 2.1–2.10 poniżej) starano się kłaść akcent właśnie na aspekt oceniający, zwłaszcza odnośnie do tych czynników, których nie uwzględniono przy analizie statystycznej, tj. przy weryfikacji hipotezy 1.

## 2.1. Ogólny rozwój gospodarczy

Wpływ ogólnego rozwoju gospodarczego na rozwój rynku VC/PE wydaje się oczywisty. Dynamiczna gospodarka zwiększa szanse efektywnego działania przedsiębiorstw oraz optymizm spojrzenia inwestorów instytucjonalnych na oczekiwaną stopę zwrotu z realizowanych inwestycji VC/PE<sup>21</sup>. Dobra koniunktura gospodarcza stwarza szanse na znalezienie i realizację lukratywnych projektów inwestycyjnych<sup>22</sup>. Wzrost krajowego popytu skłania przedsiębiorstwa do inwestowania w nowe projekty, co z kolei prowadzi do podnoszenia popytu na kapitał, w tym właśnie udziałowy. Rosnący PKB oznacza też wyższe zyski i przepływy gotówkowe różnych instytucji, które z kolei szukają możliwości ich zagospodarowania – a rynek VC/PE jest bardzo atrakcyjną alternatywą wobec innych form.

Wskazuje się wiele przykładów zaobserwowania wpływu ogólnej koniunktury gospodarczej na koniunkturę na rynku VC/PE. Wystąpienie trwałych tendencji wzrostowych w gospodarce niemieckiej uznaje się za jeden z głównych czynników wzrostu dynamiki rozwoju rynku VC w Niemczech pod koniec lat 80.<sup>23</sup> Podobnie dobrą koniunkturę tego okresu uważa się za ważny czynnik dynamicznego rozwoju VC w Wielkiej Brytanii. Również w krajach regionu Azji i Pacyfiku szybki rozwój gospodarczy w latach 80. wiązał się z zapotrzebowaniem ze strony

---

<sup>21</sup> Zob.: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka – Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 66.

<sup>22</sup> J. Węclawski, *Rozwój rynku private equity...*, s. 242.

<sup>23</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 30.

przedsiębiorstw na dopływ środków finansowych, na co odpowiedzią był wzrost finansowania VC w tym okresie<sup>24</sup>. Z kolei stagnacja gospodarcza w Kanadzie na początku lat 70. przyniosła kryzys w rozwoju kanadyjskiego rynku VC<sup>25</sup>. B. Mikołajczyk w swoich badaniach zwraca uwagę na wyraźną korelację wielkości inwestycji VC z wartościami PKB w Europie w latach 2001–2005, uznając ją za przejaw silnego uzależnienia aktywności inwestycyjnej na rynku VC od koniunktury gospodarczej<sup>26</sup>. Analogiczne zmiany o wspólnym kierunku wskazuje się w odniesieniu do ostatnich lat na wielu rynkach świata: kryzys finansowy, jaki nastąpił po roku 2007, wywołał drastyczne kurczenie się rynków VC/PE. J. Węclawski wskazuje wielopłaszczyznowy mechanizm tego oddziaływania: załamanie koniunktury gospodarczej powoduje, że: 1) wzrasta niechęć nowych inwestorów do angażowania środków w ten sektor, a brak dostępu do kapitału dotyka zwłaszcza firm będących na wczesnych etapach rozwoju; 2) przedsiębiorstwa już finansowane przez VC/PE mogą doświadczać spowolnienia wzrostu w wyniku spadku popytu na ich produkty i usługi; 3) następuje spowolnienie procesów wykupów, fuzji i przejęć, w których fundusze PE mają udział; 4) utrudnione są dezinwestycje<sup>27</sup>. W podobnym tonie utrzymana jest analiza wpływu kryzysu na rynek VC/PE w Polsce przedstawiona przez T. Sosnowskiego<sup>28</sup>.

P. A. Gompers i J. Lerner<sup>29</sup> dokonali pogłębionej analizy czynników wpływających na ilość środków zgromadzonych przez fundusze Venture Capital w USA w latach 1972–1994. Zbadali oni siłę i istotność zależności tej zmiennej od wielu innych zmiennych jednocześnie (regresja wieloraka). Spośród nich zmienna określona jako „realny wzrost PKB w poprzednim roku” okazała się zmienną istotną, co potwierdza wpływ ogólnej koniunktury gospodarczej na skłonność do angażowania środków w fundusze VC.

Ogólny rozwój gospodarczy, wyrażający się wartością PKB, został uwzględniony w badaniu, którego rezultaty przedstawiono na końcu niniejszego rozdziału.

<sup>24</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 194–195, 199.

<sup>25</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 28.

<sup>26</sup> Zob.: B. Mikołajczyk, *Infrastruktura finansowa MSP w krajach Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 2007, s. 146.

<sup>27</sup> Zob.: J. Węclawski, *Wpływ kryzysu finansowego na inwestycje private equity*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska” 2012/1, Vol. 46, Sectio H: Oeconomia, red. J. Węclawski, s. 21.

<sup>28</sup> Szerzej zob.: T. Sosnowski, *Private equity a kryzys*, [w:] B. Mikołajczyk (red.), *Institucje finansowe i pozafinansowe w warunkach zmian koniunktury*, „Acta Universitatis Lodzianensis” 2011, Folia Oeconomica, nr 247.

<sup>29</sup> P. A. Gompers, J. Lerner, *What Drives Venture Capital Fundraising?*, Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics, 1998.

## 2.2. Postęp technologiczny

Powszechne jest przekonanie, że postęp technologiczny ma dla rozwoju rynku VC/PE znaczenie kolosalne, ale wydaje się, że może ono być nawet przeceniane lub oceniane zbyt optymistycznie.

Korzystne przełożenie rozwoju technologicznego na finansowanie VC/PE jest oczywiście niezaprzeczalne. Innowacje techniczne i technologiczne dają znaczny potencjał sukcesu komercyjnego i osiągnięcia wysokich zysków, choć przy znacznym ryzyku (taka jest specyfika innowacji, czyli nowych, niesprawdzonych rozwiązań). Są to właśnie typowe atrybuty inwestycji VC/PE, dlatego podkreśla się, że ten typ finansowania jest integralnie związany z innowacyjnością i rozwojem technologicznym<sup>30</sup>. Wśród przykładów spektakularnych sukcesów firm dofinansowanych tym kapitałem często pojawiają się te z końca lat 70. i początku 80., związane z rozwojem komputeryzacji, elektroniki i biotechnologii. Analizując czynniki wpływające na zmiany rynku amerykańskiego z tego okresu, Bygrave i Timmons wskazują, że oprócz podjętych wówczas ważnych działań państwa (omówionych w dalszych punktach) podkreślenia wymagają też innowacje technologiczne, nie dające się ująć w analizie statystycznej. Rewolucyjne rozwiązania w takich gałęziach przemysłu, jak komputery, komunikacja, genetyka, diagnostyka medyczna i elektronika stworzyły bezprecedensowe możliwości inwestycyjne dla inwestorów VC. Zdaniem autorów ten rozkwit technologiczny wraz z działaniami deregulacyjnymi ze strony państwa mógł mieć równie ważne, a może nawet ważniejsze znaczenie dla stymulowania wpływu środków do sektora VC niż inne czynniki, takie jak np. obniżenie stawek podatku od zysków kapitałowych<sup>31</sup>.

W badaniach P. A. Gompersa i J. Lerner<sup>32</sup> dotyczących czynników wpływających na aktywność funduszy VC w USA w latach 1972–1994 jedną z badanych zmiennych są realne wydatki na badania i rozwój (R&D), rozdzielone na sektor akademicki (*academic*) i komercyjny (*industrial*) w rozbiciu na poszczególne stany. Analiza statystyczna (regresja wieloraka) wykazała, że obie kategorie tej zmiennej w istotny sposób wpływają na wielkość inwestycji VC w poszczególnych stanach USA. Można to zinterpretować jako przesłankę potwierdzającą istnienie zależności między skłonnością do zwiększania inwestycji Venture Capital tam, gdzie zwiększanie wydatków na B+R (R&D) rodzi większe szanse na dokonywanie się postępu technologicznego.

---

<sup>30</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 212, 214.

<sup>31</sup> Zob.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston 1992, s. 281.

<sup>32</sup> P. A. Gompers, J. Lerner, *What Drives Venture Capital?*

Postęp technologiczny nie jest bezpośrednio zależny od polityki państwowej. Oczywiście postuluje się, że państwo powinno zapewniać warunki zarówno do prowadzenia badań naukowych, jak i możliwości weryfikacji odkryć i wynalazków<sup>33</sup>, ale odkrycia naukowe i opracowanie nowych zdobyczy technologicznych nie są prostą funkcją nakładów ponoszonych przez państwo. Przywołuje się tu przykład badań nad zjawiskiem zimnej fuzji, rozpoczętych w 1989 r. ogłoszeniem przez University of Utah przeprowadzenia testowej fuzji w warunkach laboratoryjnych. Mimo sceptycznego nastawienia innych naukowców szybko utworzono centrum badań zimnej fuzji, ponosząc na nie nakłady rządu milionów dolarów publicznych środków. W ciągu następnych 2–3 lat badania innych ośrodków zanegowały możliwość wytworzenia zimnej fuzji dostępnymi wówczas metodami. Autorzy wskazują płynący stąd ważny wniosek: tylko najlepsze osiągnięcia naukowe liczą się na granicach poznania, a osiągnięcia takie nie są dostępne na żądanie decydentów zarządzających środkami publicznymi, jak im się czasem wydaje<sup>34</sup>. Jednocześnie można zaobserwować wciąż istniejące zjawisko przesadnego i zbyt optymistycznego oceniania procesów, jakie składają się na obecny rozwój technologiczny i jego komercjalizację; w Polsce zjawisko to, podsyćcane zwłaszcza przez media, krytykuje wnikliwy obserwator nowinek technologicznych S. Wilk, pisząc o szumnych anonsach dotyczących uruchamiania nowych przedsięwzięć internetowych (start-upów), choć polegają one jedynie na zarejestrowaniu firmy przez entuzjastów mających jakiś pomysł, ale bez konkretniejszego biznesplanu ani finansowania, a także o określaniu każdego, choćby niewielkiego ulepszenia w produktach branży IT mianem „przełomu” czy „rewolucji technologicznej”<sup>35</sup>. Prawdziwie rewolucyjne technologie nie są możliwe do zaplanowania; wydaje się, że są raczej nagrodą dla wybrańców, którzy oprócz wiedzy, doświadczenia, pasji i determinacji mieli też odrobinę szczęścia i w odpowiednim momencie trafili na właściwego inwestora.

Postęp technologiczny może też przynosić negatywne „skutki uboczne”. W skali makro komercjalizacja innowacyjnych rozwiązań powoduje gaśnięcie przedsiębiorstw, a nawet całych branż, oferujących tradycyjną wersję produktu. W ten sposób komputery zastąpiły wiele starszych urządzeń (jak np. maszyny do pisania), a elektroniczne nośniki informacji (np. płyty CD, DVD) wyparły kasety magnetofonowe, kasety video, wypierają też stopniowo książki i papierową dokumentację w firmach. To, co dla jednych (w tym dla inwestorów VC/PE) jest szansą na zysk, dla innych oznacza koniec ich biznesu. Co więcej, gdy nowe

---

<sup>33</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 214.

<sup>34</sup> Zob.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 247–249.

<sup>35</sup> Zob.: S. Wilk, *Polskie startupy internetowe – z motyką na słońce*, Dziennik Internautów, <http://di.com.pl> (dostęp 06.06.2012); *W branży IT jest mało przełomowych technologii*, Dziennik Internautów, <http://di.com.pl> (dostęp 19.06.2012).

technologie (np. produkcyjne) polegają na automatyzacji, zmniejszając udział człowieka w procesie, może to prowadzić do powiększania bezrobocia.

Zagrożeniem, jakie postępowanie technologiczne może przynieść bezpośrednio branży VC/PE, jest nadmierny optymizm w ocenie potencjału, jaki ze sobą niesie. Z taką sytuacją mieliśmy do czynienia na przełomie tysiącleci, na co zwraca uwagę np. M. Wrzesiński: w latach 1999–2000 pojawiła się ogromna ilość nowych przedsięwzięć szukających swojej szansy na powstającym i szybko rozwijającym się rynku internetowym. Oprócz przedsięwzięć internetowych fundusze VC miały olbrzymi udział w finansowaniu innych nowoczesnych branż przemysłu, takich jak: komputery osobiste, oprogramowanie komputerowe, biotechnologia<sup>36</sup>. Optymistyczne przewidywania zysków zwiększały popyt, rosły ceny akcji i wyceny spółek nienotowanych, co było w pewnym stopniu mechanizmem samonapędzającym się. Finansowaniem obejmowano coraz więcej projektów, więc siłą rzeczy kapitał pozyskiwały coraz częściej przedsięwzięcia gorszej „jakości”, niedostatecznie przemyślane i niegotowe do realizacji oczekiwań, które w nich pokładano. W roku 2000 indeksy rynkowe osiągnęły rekordowe poziomy, podobnie jak wartość inwestycji VC, ale zrewidowanie rzeczywistej wartości spółek będących w obrocie było tylko kwestią czasu. Spekulacyjna bańka pękła, a indeksy giełdowe gwałtownie spadły, pociągając za sobą koniunkturę na rynku VC<sup>37</sup>. Dla inwestorów było to trudną i bolesną lekcją uczącą pokory i dystansu w ocenie projektów bazujących na innowacjach technologicznych.

Przy omawianiu postępu technologicznego nie można pominąć znaczenia instytucji i skupisk podmiotów, które się do niego przyczyniają. Należą do nich przede wszystkim:

- uczelnie wyższe – szczególnie bogate (i korzystne) doświadczenia we współpracy biznesu z ośrodkami naukowymi odnotowywano w USA, gdzie gotowość sektora prywatnego do inwestowania w projekty badawcze prowadzone na wyższych uczelniach jest wysoka. Z przedsięwzięć badawczych finansowanych przez biznes (ze współudziałem sektora VC/PE) pochodzą wykwalifikowani pracownicy i innowacje, a niektórzy uczestnicy projektów stali się wręcz założycielami funduszy PE. Wymienia się zwłaszcza takie uczelnie jak MIT, Stanford czy UC Berkeley<sup>38</sup>;
- inkubatory przedsiębiorczości, które bazują na założeniu, że jeśli dostarczy się kompleksowo pewien zestaw składników, jak kapitał, infrastrukturę biznesową (np. biura, wyposażenie), kadre wspierającą, organizacje itd., to można w ten sposób stworzyć odpowiednie środowisko do „hodowania” nowych przed-

<sup>36</sup> Zob.: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 66.

<sup>37</sup> Zob.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity / venture capital*, Wydawnictwo Key Text sp. z o.o., Warszawa 2004, s. 199–200.

<sup>38</sup> Zob.: M. Panfil, *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin sp. z o.o., Warszawa 2005, s. 28.



siębiorstw. W inkubatorach przedsiębiorcy zwykle korzystają ze wspólnych usług administracyjnych i otrzymują wsparcie finansowe, bądź to bezpośrednio (kapitał za udziały w spółce), bądź pośrednie, w postaci obniżonych stawek za wynajem czy udostępnienia wyposażenia (lokal, meble, komputery, sprzęt biurowy)<sup>39</sup>;

- parki technologiczne, centra badawcze, centra transferu wiedzy/technologii itd.; podobnie jak inkubatory przedsiębiorczości mają one wspierać rozwijanie nowych biznesów, ale z większym udziałem w kreowaniu naukowej strony projektów. Wiele z nich tworzonych jest na bazie wyższych uczelni w celu wykorzystania ich potencjału w sposób komercyjny<sup>40</sup>. Przykładowo, za ważne działania dla rozwoju australijskiego rynku VC uważa się zakładane od 1990 r. Centra Współpracy Badawczej (Cooperative Research Centres) mające rozwijać i komercjalizować badania prowadzone przez australijskie uniwersytety<sup>41</sup>;

- centra technologiczne (zjawisko bardziej zaawansowane niż parki technologiczne). Są to regiony, w których szczególnie dynamicznie rozwijają się innowacyjne firmy i jednocześnie finansowanie VC/PE. Ich rozwojowi sprzyjają korzystne dla biznesu cechy tych regionów, jak np. dobry kontakt z działającą tam instytucją naukową, sprzyjające otoczenie społeczne, w tym dostępność kadr o dobrych kwalifikacjach, sprzyjający system prawny i rozwinięta infrastruktura techniczna. W Stanach Zjednoczonych wykształciło się wiele takich centrów, z których sztandarowymi przykładami są Dolina Krzemowa (*Silicon Valley*) i Droga 128 (*Route 128*)<sup>42</sup>. Bygrave i Timmons wskazują, że te dwa ośrodki powstały bez inspiracji i pomocy państwa, a nawet przy niesprzyjających warunkach stwarzanych ze strony organów publicznych (biurokracja, wysokie stawki podatków), jednakże są też przykłady udanych projektów zainicjowanych przez państwo, choć sukces takich inicjatyw nie jest tak prosty, jakby sobie tego politycy życzyli<sup>43</sup>;

- klastry<sup>44</sup> – zjawisko istniejące od dawna, ale dopiero niedawno zidentyfikowane pod tą nazwą. Klastr to skoncentrowana w pewnym regionie grupa przedsiębiorstw i innych instytucji, powiązanych wzajemnymi relacjami, mogących konkurować między sobą w ramach klastra, ale dzięki skupieniu szczególnie zasobów mających przewagę konkurencyjną wobec firm spoza klastra.

<sup>39</sup> Zob.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 244.

<sup>40</sup> Zob.: tamże, s. 245–250.

<sup>41</sup> *Australian Venture Capital Association Limited, Yearbook 2002*, prepared by Thomson Venture Economics, s. 9–10.

<sup>42</sup> Zob.: B. Mikołajczyk, *Rynek venture capital u progu XXI wieku w Stanach Zjednoczonych*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski, *Strategie i instrumenty alokacji kapitału finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2004, s. 146–147; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 217.

<sup>43</sup> Zob.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 258–260.

<sup>44</sup> Szerzej o klastrach zob.: B. Mikołajczyk, A. Kurczewska, J. Fila, *Klastry na świecie. Studia przypadków*, Difin, Warszawa 2009.



Klaster może przybrać postać centrum technologicznego (i odwrotnie), ale nie są to pojęcia tożsame; w przypadku klastrów mocniej akcentuje się, jak się wydaje, przewagę konkurencyjną osiąganą dzięki sieci powiązań kooperacyjnych podmiotów tworzących klaster.

### 2.3. Rynki giełdowe

Rynki giełdowe (oraz pozagiełdowe)<sup>45</sup> spełniają wobec rynków VC/PE jednocześnie rolę substytucyjną i komplementarną. Substytucyjna polega na tym, że przedsiębiorstwo może próbować pozyskać kapitał nie od funduszu VC/PE, lecz poprzez emisję akcji na rynku publicznym (przynajmniej teoretycznie, bo w praktyce dla wielu z nich giełda jest niedostępna), natomiast inwestorzy szukający możliwości ulokowania swoich nadwyżek mogą wybierać między giełdą a sektorem VC/PE. Natomiast rola komplementarna polega z jednej strony na możliwości pozyskiwania przez fundusze VC/PE środków na inwestycje właśnie poprzez giełdę (co jednak jest rzadką praktyką), a z drugiej – na umożliwieniu wyjścia z inwestycji poprzez wprowadzenie spółki portfelowej do notowań (i ta funkcja giełd jest wykorzystywana chętnie).

Wpływ rynków giełdowych na stan i rozwój rynków VC/PE może być dwójakiego rodzaju:

1. Po pierwsze, znaczenie ma sam stopień zaawansowania organizacyjnego, regulacyjnego i technicznego giełd, co przekłada się na sprawność i bezpieczeństwo zawieranych na nich transakcji, a także – co istotne – na płynność rynku.

Wskazuje się, że do dynamicznego rozwoju rynku VC/PE w USA w znacznym stopniu przyczyniły się bardzo dobrze zorganizowane giełdy<sup>46</sup>. Podobnie ważne znaczenie dla rozwoju infrastruktury instytucjonalnej istotnej dla VC w Australii miało połączenie sześciu giełd w poszczególnych stanach w jednolitą Australian Stock Exchange w 1987 r.<sup>47</sup> Ogromną rolę przypisuje się również tworzeniu w wielu krajach specjalnych rynków (segmentów giełdy lub rynków pozagiełdowych) do

---

<sup>45</sup> Pod pojęciem „giełd” i „rynków giełdowych” rozumie się w niniejszej pracy także regulowany obrót papierami wartościowymi dokonywany bez pośrednictwa giełd, zwłaszcza tzw. rynki pozagiełdowe, jak np. Nasdaq, bowiem różnią się one od giełd tak naprawdę jedynie stroną techniczną (formą organizacji obrotu), zaś w sensie celu, jaki realizują, i roli, jaką pełnią, są w zasadzie tożsame. O rynkach pozagiełdowych szerzej zob. np.: A. Zimny, *Europejskie rynki pozagiełdowe*, [w:] B. Mikołajczyk (red.), *Bankowość i finanse publiczne u progu przystąpienia Polski do Unii Europejskiej*, „Acta Universitatis Lodziensis” 2004, Folia Oeconomica, nr 176.

<sup>46</sup> Zob. np.: E. Glogowski, M. Münch, *Nowe usługi finansowe*, s. 285, J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 188.

<sup>47</sup> *Australian Venture Capital Association Limited, Yearbook 2002*, s. 9.

handlowania papierami firm małych i średnich czy nastawionych technologicznie – rynki te są wręcz dedykowane sektorowi VC/PE. O wiele mniej rygorystyczne warunki wprowadzania akcji do obrotu na tych rynkach umożliwiają upłynięcie przez nie spółek, które na debiut na głównym parkiecie nie mogłyby liczyć<sup>48</sup>. Najważniejsze przykłady takich rynków, które powstały w drugiej połowie lat 90., to: Alternative Investment Market (Londyn, utworzony w 1995 r.), Le Nouveau Marche (Paryż, 1996), Easdaq (Belgia, 1996; w 2000 r. przejęty przez Nasdaq), Euro-Nm Amsterdam (Amsterdam, 1997), Neuer Markt (Frankfurt, 1997), Euro-Nm Belgium (Bruksela, 1997), Nuovo Mercato (Włochy, styczeń 1999)<sup>49</sup>. Podobnie specjalne segmenty rynku dla obrotu udziałami i akcjami małych i średnich firm tworzono również w państwach obszaru Azji i Pacyfiku<sup>50</sup>. Za ważne uzupełnienie instytucjonalnych warunków funkcjonowania VC/PE w Japonii uznano także pozagiełdowe rynki papierów wartościowych w Tokio, Osace i Nagoi<sup>51</sup>.

2. Po drugie, koniunktura giełdowa jest uwzględniana przez inwestorów VC/PE w ich decyzjach inwestycyjnych, co przekłada się na wolumen środków, jakimi obracają.

Pogląd ten prezentowano i weryfikowano badaniami (pozytywnie) już na początku lat 90.: dobra koniunktura na giełdzie (zwłaszcza na rynku emisji pierwotnych – IPO) ma korzystny wpływ na stopy zwrotu z inwestycji VC, co z kolei powinno prowadzić do wzrostu środków angażowanych w fundusze VC z powodu lepszych perspektyw atrakcyjnego wprowadzenia na giełdę ich spółek portfelowych. Niskie notowania giełdowe lub spadkowy trend na rynku IPO mogą być uważane za zwiastun nadchodzącej recesji i przez to zniechęcać inwestorów do uczestniczenia w funduszach VC. Mimo że oferta publiczna typowej spółki portfelowej VC może nie być realizowana przez 5 lat, to zakłada się, że ogólne nastroje (*public perception*) mogą być negatywnie zniekształcane przez aktualną sytuację rynkową<sup>52</sup>.

Badania przeprowadzone dla rynku Venture Capital w USA w latach 1969–1987 wykazały, że<sup>53</sup>:

<sup>48</sup> Zob.: B. Mikołajczyk, *Venture capital formą finansowania małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] B. Mikołajczyk (red.), *Bankowość i finanse publiczne...*, s. 132.

<sup>49</sup> Zob.: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 233; M. Panfil, *Fundusze private equity...*, s. 76.

<sup>50</sup> J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 199–200.

<sup>51</sup> J. K. Solarz, *Venture capital*, Centrum Informacji Menedżera, Warszawa 1993, s. 14.

<sup>52</sup> W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 265.

<sup>53</sup> W. D. Bygrave, J. Shulman, *Capital Gains Tax: Bane or Boon for Venture Capital?*, [w:] B. A. Kirchnoff i in. (red.), *Frontiers of Entrepreneurship Research 1988*, Wellesley, MA: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College, 1988, s. 324–338, cyt. za: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 270.

– napływ nowych środków do funduszy VC był pozytywnie skorelowany z poziomem indeksu Nasdaq oraz z ilością środków zebranych poprzez pierwotne emisje akcji (IPO);

– inwestycje kapitału VC w spółki portfelowe były pozytywnie skorelowane z poziomem indeksu Nasdaq oraz z napływem nowych środków do funduszy VC.

Wartości środków napływających do funduszy VC wykazały silniejszą korelację z indeksem Nasdaq niż z rynkiem IPO, jako że intensywność transakcji IPO zależy w głównej mierze od koniunktury na rynku pozagiełdowym (reprezentowanym przede wszystkim przez Nasdaq)<sup>54</sup>.

Można znaleźć przykłady potwierdzające tę regułę także w przeciwnym kierunku – np. w Australii krach giełdowy w październiku 1987 i recesja, jaka po nim nastąpiła, bardzo utrudniły działalność dotychczasowych graczy na tamtejszym rynku VC, a także zniechęciły potencjalnych zainteresowanych do wejścia na ten rynek<sup>55</sup>.

Mniej jednoznaczne są wspomniane już wyniki badań P. A. Gompersa i J. Lerner<sup>56</sup>. W ich analizie regresji wielorakiej dla zmiennej określonej jako „stopa zwrotu z rynku akcji (*equity market*) w poprzednim roku” uzyskano dodatnie współczynniki (generalnie, bo nie dla wszystkich typów kapitałodawców), ale ich istotność statystyczna okazała się niezadowolająca zarówno na poziomie całego kraju, jak i w badaniu poszczególnych stanów. Co więcej, inna badana zmienna – „logarytm naturalny wartości wszystkich spółek wprowadzanych na giełdę przez fundusze VC (*all venture capital-backed IPOs*) w poprzednim roku” – przyjęła współczynniki ujemne zarówno w badaniu całego kraju, jak i dla poszczególnych stanów. Na poziomie całego kraju zmienne te okazały się nieistotne, co nie pozwala uznać tego wyniku za przeczący powszechnie uznanej zasadzie, że związek ten powinien być pozytywny, ale na poziomie badania poszczególnych stanów ujemne współczynniki okazały się istotne statystycznie, co wydaje się zagadkowe – oznaczałoby to bowiem, że wzrost łącznej wartości spółek wprowadzanych do publicznego obrotu przez fundusze VC powoduje spadek wielkości inwestycji VC w roku następnym. Być może wartość debiutów spółek dofinansowanych przez VC nie jest właściwym miernikiem sytuacji giełdowej przy badaniu jej wpływu na rynki VC/PE, co sugerowały już wyniki prezentowane przez Bygrave’a i Timmons’a.

Nowsze badania, przeprowadzone przez zespół badaczy, w którym ponownie uczestniczyli P. A. Gompers i J. Lerner, wykazały zdecydowanie silniejsze powiązanie rynku VC z rynkiem notowań publicznych<sup>57</sup>. Badania wykonano ponownie

<sup>54</sup> W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 275.

<sup>55</sup> *Value Capital. The Evolution of Venture Capital and Private Equity in Australia*, The Australian Private Equity & Venture Capital Association Limited (AVCAL), 2009, s. 17.

<sup>56</sup> P. A. Gompers, J. Lerner, *What Drives Venture Capital Fundraising?*

<sup>57</sup> P. Gompers, A. Kovner, J. Lerner, D. Scharfstein, *Venture Capital Investment Cycles: the Impact of Public Markets*, Working Paper 11385, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2005.

dla rynku USA, a objęto nimi okres 1975–1998; wykazały one, że inwestorzy VC posiadający największe doświadczenie w swej branży, zwiększają wielkości inwestycji zwłaszcza wtedy, gdy sygnały płynące z rynku notowań publicznych są bardziej pomyślne, a ich reakcja jest silniejsza niż inwestorów z relatywnie mniejszym doświadczeniem branżowym czy inwestorów o dużym doświadczeniu, ale w innych branżach. Wnioski z tego badania są zgodne z poglądem, że inwestorzy VC reagują w sposób racjonalny na atrakcyjne możliwości inwestycyjne sygnalizowane przez wzrosty na publicznym rynku notowań.

Wyraźne powiązanie koniunktur na obu rynkach (notowań publicznych i transakcji VC/PE) można było obserwować w końcu lat 90. i na początku obecnego stulecia, kiedy to internetowa bańka spekulacyjna (omówiona w poprzednim punkcie) doprowadziła do rekordowych (nierealnych, jak się potem okazało) wycen spółek notowanych na giełdach, po czym nastąpił gwałtowny krach – analogiczne i podobnie dramatyczne zmiany nastąpiły jednocześnie w rozmiarach rynków VC/PE.

Do najnowszych badań należą obliczenia wykonane przez M. Wrzesińskiego<sup>58</sup>, który sprawdzał zależność między kwartalną stopą zwrotu z funduszy VC a kwartalną stopą zwrotu z inwestycji w spółki notowane publicznie w okresie grudzień 1987 – grudzień 1999 w USA. Wskaźniki korelacji inwestycji VC z giełdowymi ukształtowały się na poziomie 0,55 (z Nasdaq-iem), 0,33 (z indeksem DJIA) i 0,28 (z indeksem Russel 2000). Autor interpretuje wyniki jako potwierdzenie pozytywnej korelacji badanych zmiennych, podkreślając wysoką statystyczną istotność wyników. Trudno jednak w tym przypadku mówić o wyraźnej korelacji, przy wartości wskaźników nie większych niż 0,7, tym bardziej, że dla wartości mniejszych od 0,3 przyjmuje się, że korelacji nie ma wcale. Można jeszcze sformułować wobec badania kilka uwag metodologicznych: okres analizy był stosunkowo krótki (12 lat) i mało aktualny, kwortalne stopy zwrotu nie wydają się właściwe do analizowania inwestycji, których specyfiką jest co najmniej kilkuletni okres trwania, a weryfikacja dotyczy tylko korelacji dwóch zmiennych, podczas gdy faktyczna zależność może być złożona z większej liczby czynników wpływających na rynek VC/PE jednocześnie. Uwagi te uwzględniono przy formułowaniu i realizacji badania hipotezy 1.

Powiązanie aktywności na rynku VC/PE z koniunkturą na rynkach giełdowych wskazuje też J. Węclawski<sup>59</sup>, przytaczając zarówno przesłanki teoretyczne, jak i dane liczbowe ilustrujące podobieństwo trendów na tych dwóch rynkach w Europie w latach 1990–2009. Podkreśla on, że koniunktura giełdowa determinuje możliwości dezinvestycji przez wprowadzenie spółek do publicznego

---

<sup>58</sup> Zob.: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 64–65.

<sup>59</sup> Zob.: J. Węclawski, *Rozwój rynku private equity...*, s. 239–244.

obrotu. Ograniczenie możliwości wykorzystania tej drogi wyjścia z inwestycji spowodowane złą koniunkturą giełdową, przy braku możliwości alternatywnych powoduje przetrzymywanie udziałów w portfelach funduszy, co z kolei wywołuje hamowanie możliwości refinansowania zaangażowanych w nie środków, pogorszenie perspektyw wychodzenia z inwestycji, wzrost skłonności inwestorów do umarzania udziałów i wreszcie spadek pozyskiwania przez fundusze nowych kapitałów. Autor ten zauważa ponadto, że możliwy jest również efekt odwrotny: giełda jest atrakcyjną alternatywą dla inwestycji w fundusze VC/PE, zatem hossa na rynku akcji może „odciągać” inwestorów od uważanego za bardziej ryzykowny rynku VC/PE; autor konkluduje jednak, że dążenie do dywersyfikacji portfeli (przez włączanie do nich zarówno inwestycji giełdowych, jak i alternatywnych) ma dużo większe znaczenie niż efekt substytucji, dlatego przy poprawie koniunktury giełdowej należy oczekiwać jednoczesnego zwiększania wolumenu środków zaangażowanych w fundusze VC/PE.

Warto wspomnieć, iż pojawiają się opinie, że okres osłabienia koniunktury (gospodarczej, a zwłaszcza giełdowej) to dobry okres do dokonywania inwestycji VC/PE ze względu na atrakcyjne (bo niskie) wyceny spółek<sup>60</sup>. Nie oznacza to jednak, że spadek koniunktury na giełdach powoduje wzrost skłonności do inwestowania w fundusze VC/PE lub przez te fundusze; jak wykazały wcześniejsze badania autora<sup>61</sup>, koniunktury na obu rynkach są skorelowane dodatnio.

## 2.4. Historyczne stopy zwrotu z inwestycji PE

Wpływ stóp zwrotu na skłonność do angażowania kapitałów w sektor VC uważają Bygrave i Timmons: kiedy osiągane są wysokie stopy zwrotu, wówczas nowe pieniądze wpływają do funduszy i – o ile tempo zawierania transakcji jest zachowane – rynek jest w stanie euforii (tak było w późnych latach 60. i wczesnych 80.). Ale kiedy przepływy nie są zrównoważone, jak to się stało w połowie lat 70., gdy napływ nowych środków był bardzo zredukowany, czy pod koniec lat 80., gdy stopy zwrotu spadły mocno poniżej oczekiwań, wówczas rynek popada w depresję<sup>62</sup>. Pozytywny związek między wynikami funduszy VC a skłonnością do angażowania w nie środków kapitałodawców wykazały też badania P. A. Gomper-

<sup>60</sup> Por.: K. Kosińska, *Partnera warto szukać właśnie w czasie recesji*, „Puls Biznesu”, dodatek „Venture Capital”, 11 czerwca 2003; M. Szymczak, *Czas na łowy i zakupy. Rozmowa z Jackiem Siwickim, partnerem zarządzającym w funduszu Enterprise Investors*, „Profit”, (grudzień) 2002, nr 12; K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity...*, s. 200–202.

<sup>61</sup> A. Zimny, *Trendy rynku PE/VC a trendy rynków giełdowych*, [w:] B. Filipiak, B. Mikołajczyk (red.), *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, Difin, Warszawa 2009.

<sup>62</sup> W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 264–265.

sa i J. Lerner. Nie badali oni, co prawda, samych stóp zwrotu, lecz kilka innych parametrów określających efektywność (*performance*) i reputację poszczególnych funduszy VC. Cechy te okazały się istotnie (i oczywiście pozytywnie) wpływać na wielkości środków pozyskiwanych przez poszczególne fundusze<sup>63</sup>. J. Węclawski obok innych czynników wpływających na decyzje o angażowaniu środków w fundusze PE wymienia ich reputację, a zwłaszcza poziom stóp zwrotu uzyskiwanych przez nie w przeszłości<sup>64</sup>. Także A. Kornasiewicz uważa publikacje o spektakularnych sukcesach inwestycji VC za jeden z istotnych czynników powodujących wzrost aktywności tego sektora w Europie<sup>65</sup>.

M. Wrzesiński stawia nawet tezę, że rynkiem VC kieruje stosunkowo prosty, inercyjny mechanizm ekonomiczny: wysoki historyczny zwrot z inwestycji wywołuje wzrost zainteresowania rynkiem ze strony inwestorów instytucjonalnych, co prowadzi do nadpodaży środków w relacji do dostępnych projektów o wysokiej stopie zwrotu, a to z kolei powoduje zmniejszenie rentowności inwestycji w przyszłości, a w dalszej perspektywie zmniejszenie zaangażowania inwestorów na rynku. Niedobór środków na rynku wpływa na podwyższenie możliwej do uzyskania stopy zwrotu i w ten sposób cykl rynku VC zaczyna się od nowa. Znaczenie stóp zwrotu dla ilości gromadzonego kapitału cytowany autor potwierdza przykładami i przytaczanymi badaniami, z których jednak jasno wynika, że mechanizm nie jest czysto inercyjny – inwestorzy kierują się nie tyle samymi historycznymi stopami zwrotu z inwestycji VC, ile ich porównaniem z innymi wskaźnikami rentowności, tj. stopami zwrotu z akcji notowanych na giełdzie, obligacji przedsiębiorstw czy obligacji skarbowych<sup>66</sup>. Co więcej, osiągnięte stopy zwrotu nie są kategorią wyizolowaną, lecz zależą od wielu innych czynników, jak choćby od koniunktury na giełdzie, która w znacznym stopniu determinuje wyceny spółek portfelowych w momencie ich upłynnienia. Związek ten jest więc bardziej złożony, niż by się z pozoru wydawało.

## 2.5. Uwarunkowania społeczne i kulturowe

Wpływ uwarunkowań społecznych i kulturowych na rozwój rynków VC/PE nie jest bezpośrednio mierzalny, ale jest możliwy do wychwycenia, zwłaszcza w drodze porównania regionów znacznie różniących się pod tym względem, np. USA i Europy. Społeczeństwo amerykańskie jest młode (w sensie historycznym), a tworzyli je

---

<sup>63</sup> P. A. Gompers, J. Lerner, *What Drives Venture Capital Fundraising?*

<sup>64</sup> Zob.: J. Węclawski, *Rozwój rynku private equity...*, s. 242.

<sup>65</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 102.

<sup>66</sup> Zob.: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 63–64.

emigranci, a więc ludzie o większej skłonności do podjęcia ryzyka dla poprawienia swoich warunków bytowych i większej elastyczności w dopasowywaniu się do nowych warunków niż ci, którzy na emigrację się nie zdecydowali. Oderwanie od dotychczasowych wzorców i reguł postępowania wyzwalało kreatywność tych emigrantów, co utrwalało zdolność do „myślenia inaczej” i aktywność w szukaniu nowych możliwości poprawienia swoich warunków życiowych. Cechy te dziedziczyły kolejne pokolenia potomków, dlatego społeczeństwo amerykańskie było lepszym środowiskiem do rozwoju innowacji (i finansowania VC/PE) niż Europa. Tu z kolei egzystencja wydaje się być bardziej zdominowana bieżącymi problemami gospodarczymi (inflacja, bezrobocie) i społecznymi (zanieczyszczenie środowiska, konflikty narodowościowe), na co nałożył się wieloletni interwencjonizm państwowy. Takie okoliczności są demotywuujące dla podejmowania działań przedsiębiorczych i postaw kreatywnych<sup>67</sup>.

Szczególnie wyróżniającym się w Europie przykładem było społeczeństwo niemieckie aż do lat 80. Wskazuje się, że kiedy finansowanie VC pojawiło się na niemieckiej ziemi, to tradycyjni niemieccy przedsiębiorcy zareagowali nań negatywnie, upatrując w nim nie szansę, lecz zagrożenie. Wynikało to z niechęci do zewnętrznych inwestorów kapitałowych, zwłaszcza wśród firm małych i średnich, które ich udział postrzegały jak oznakę słabości, oraz firm rodzinnych, niechętnych dopuszczaniu nowych udziałowców spoza własnego kręgu, a także z niechęci przedsiębiorców do ujawniania im informacji (finansowych, strategicznych) o swojej działalności. Zmiany nadeszły dopiero pod koniec lat 80., między innymi dzięki doptywowi informacji o sukcesach zagranicznych inwestycji VC oraz nowym wyzwaniom ekonomicznym kraju<sup>68</sup>. Nastąpiły wówczas korzystne dla rozwoju niemieckiego sektora VC zmiany społeczne: zmniejszenie barier psychologicznych wśród właścicieli małych i średnich firm wobec przyjmowania nowych udziałowców i wycofywania się samemu z przedsiębiorstwa oraz uświadomienie sobie przez nich konieczności wprowadzania nowych właścicieli z racji pogarszającej się struktury wiekowej dotychczasowych (zwłaszcza w firmach rodzinnych)<sup>69</sup>. Przywoływane w literaturze dane<sup>70</sup> pokazują, że rzeczywiście dynamika rozwoju rynku zwiększyła się w tym okresie (zwłaszcza w latach 1982–1984), po czym jednak znowu wyhamowała, obniżając się w 1986 r. do niskich poziomów z końca lat 70. W końcówce lat 80. rynek VC w Republice Federalnej Niemiec uznawany był za wciąż będący w stadium powstawania<sup>71</sup>

---

<sup>67</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 219.

<sup>68</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 143–144.

<sup>69</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 202–203.

<sup>70</sup> Zob.: E. Glogowski, M. Münch, *Nowe usługi finansowe*, s. 64–65; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 206.

<sup>71</sup> E. Glogowski, M. Münch, *Nowe usługi finansowe*, s. 64–65.



(choć dość szybko, bo już w latach 1988–1989 widoczne było ponowne przyspieszenie, trwające do roku 1991<sup>72</sup>).

Na różnicę europejskich i amerykańskich uwarunkowań społecznych wskazuje się i w czasach obecnych, na przykład przy ocenie Strategii Lizbońskiej, która miała spowodować skok gospodarczy Europy, skracający jej dystans wobec USA. Wdrażanie Strategii nie udało się, jak się uważa, z dwóch powodów. Pierwszy to zupełnie odmienne podejście stosowane przy stymulowaniu przedsiębiorczości przez Unię Europejską w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi (więcej o tym w punkcie 2.10 niniejszego rozdziału). Drugim powodem jest ciężący gospodarcom większości unijnych państw nadmiernie rozszerzony system opieki socjalnej, z którego Europejczycy nie chcą jednak rezygnować i bronią go, czego objawami są strajki i protesty przeciw próbom reform<sup>73</sup>. Z tego punktu widzenia wysuwane postulaty dotyczące polityki państw, która powinna wspierać i promować przedsiębiorczość<sup>74</sup>, choć oczywiście słuszne w założeniach, mogą się okazać trudne do zrealizowania, jeśli nie dojdzie do zmian mentalności i nastawienia socjalnego w szerokim zakresie.

Pogłębioną analizę wpływu czynników kulturowych na rynki VC prezentuje J. Czerniak. Przedstawia on przeprowadzone dla 66 państw świata badanie związku korelacyjnego między intensywnością VC (mierzoną trzema wskaźnikami, np. relacją inwestycji VC do PKB) a wyrażonymi liczbowo pięcioma wymiarami kultury wyróżnionymi przez Geerta Hofstede. Dla trzech wymiarów stwierdzono wyraźnie, że ich poziom (odpowiednio wysoki lub niski) sprzyja rozwojowi rynku VC – są to: 1) wysoki poziom indywidualizmu, 2) niski poziom dystansu do władzy, 3) niski poziom unikania niepewności. Analiza czwartego wymiaru (męskość) dała rezultat nieoczekiwany – to nie „męskie”, ale raczej „kobiece” społeczeństwa wykazały dodatnią korelację z rozwojem rynków VC. Znaczenie piątego wymiaru – orientacji długoterminowej – nie zostało potwierdzone (ale w tym przypadku może to wynikać z ograniczonej ilości danych)<sup>75</sup>.

Oprócz ogólnego nastawienia społecznego ważne dla rozwoju finansowania VC/PE są też szczególne aspekty kulturowe i psychologiczne, jak np. wskazywane przez J. Węćławskiego nastawienie do nowych technologii. Czynnikiem utrudniającym zarówno postęp technologiczny, jak i rozwój rynku VC bywa sprzeciw ze strony społeczeństwa, jak to się obserwuje np. w przypadku wykorzystania energii

---

<sup>72</sup> Zob. rocznik niemieckiego stowarzyszenia VC: BVK Statistik 2000, Das Jahr 2000 in Zahlen, Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften 2001, s. 23–24 i 34.

<sup>73</sup> Zob.: W. Szelaąg, *Druga Ameryka*, „Gazeta Prawna”, dodatek: „Gazeta Gospodarcza”, 11–13 marca 2005, nr 50.

<sup>74</sup> Zob. np.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 165.

<sup>75</sup> Szerzej zob.: J. Czerniak, *Wpływ uwarunkowań kulturowych na rozwój rynku funduszy venture capital*, „Annales...”, s. 31–42.



jądrowej czy niektórych zastosowań genetyki. Z jednej strony rozumiałe są obawy protestujących o możliwość wystąpienia zagrożeń związanych z niekontrolowanym rozwojem tych dziedzin, z drugiej jednak oznacza to rezygnację z szans na postęp cywilizacyjny. Jak podkreśla cytowany autor, wyższy poziom ekonomiczny osiągają społeczeństwa bardziej otwarte na takie zmiany<sup>76</sup>. Na relatywnie dużą wagę społecznych i kulturowych uwarunkowań rozwoju rynku VC/PE (obok innych czynników) wskazują też C. Christofidis i O. Debane. Wymieniają oni takie zjawiska, jak elastyczność rynku pracy, która podnosi skłonność do mobilności wysoko wykwalifikowanych osób i pozwala start-upom łatwo adaptować swą siłę roboczą do gwałtownie zmieniających się warunków działania, oraz poziom edukacji i szkoleń istotny dla promowania ducha przedsiębiorczości i skłonności do podejmowania ryzyka<sup>77</sup>. Wspominając o nastawieniu do ryzyka, warto przytoczyć sugestię, że recesja, jaka wystąpiła na rynkach VC/PE po roku 2000, była efektem nie tylko pęknięcia internetowej bańki spekulacyjnej, ale też miała związek z innymi czynnikami, w tym ze znacznym wzrostem ryzyka inwestycji VC/PE wywołanym zamachem w USA z 11 września 2001 r. Dodatkowo ograniczeniu uległa suma pieniędzy, jakimi dysponowali inwestorzy, a ich skłonność do ryzyka zmalała<sup>78</sup>.

W ramach uwarunkowań społecznych można wskazać dwa bardziej szczegółowe i bardziej namacalne czynniki ważne dla rozwoju VC/PE. Pierwszy to poziom kwalifikacji kadr w danym społeczeństwie, czyli ilość przedsiębiorców, menedżerów, innowatorów, a przede wszystkim ich kompetencje i doświadczenie. Różnice w tej dziedzinie również wymienia się jako powód opóźnienia rozwoju rynków VC/PE w Europie, zwłaszcza w Niemczech, względem Stanów Zjednoczonych<sup>79</sup>. Drugim jest poziom wiedzy na temat możliwości wykorzystania tego typu finansowania (szczególnie mały w takich społeczeństwach, jak np. polskie) – na potrzebę organizowania akcji edukacyjnych i promocyjnych w tym zakresie zwraca uwagę A. Kornasiewicz<sup>80</sup>. Ogromne zasługi na tym polu mają stowarzyszenia branżowe, prowadzące liczne badania i szeroko zakrojone działania publicystyczne; takie organizacje działają praktycznie w każdym kraju Europy, ale szczególnie aktywne jest w tym względzie stowarzyszenie europejskie – European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), podobną rolę odgrywa działające w USA stowarzyszenie NVCA czy analogiczne instytucje w innych krajach świata.

---

<sup>76</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 218.

<sup>77</sup> C. Christofidis, O. Debande, *Financing Innovative Firms through Venture Capital*, EIB Sector Papers, European Investment Bank 2001, s. 3.

<sup>78</sup> Zob.: *Los funduszy zależy od koniunktury*, „Puls Biznesu”, dodatek „Venture Capital”, 11 czerwca 2003.

<sup>79</sup> Por.: E. Glogowski, M. Münch, *Nowe usługi finansowe*, s. 67; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 188.

<sup>80</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 165.

## 2.6. Kapitałowe wsparcie sektora VC/PE

Wsparcie kapitałowe udzielane sektorowi VC/PE przez czynnik publiczny różni się od innych form wspierania (omówionych dalej) przede wszystkim tym, że wymaga wyasygnowania konkretnych środków finansowych, co może stanowić znaczne wyzwanie dla budżetu. Inny jest też odbiór takich programów, bo o ile w przypadku zachęt podatkowych czy luzowania regulacji uwalniających kapitał instytucji finansowych fundusze VC/PE i tak muszą samodzielnie szukać i pozyskiwać kapitał z rynku, to w przypadku dofinansowania dostają ten kapitał niejako „na tacy”.

Generalnie można przyjąć, że możliwe są trzy formy angażowania kapitału publicznego w sektor VC/PE<sup>81</sup>:

- aktywne, gdy organy lub agencje państwowe bezpośrednio nadzorują wydawanie swoich środków, np. poprzez tworzenie własnych instytucji o charakterze VC/PE;
- pasywne, gdy państwo udziela kapitału innym podmiotom, nie mając bezpośredniego wpływu na ich wykorzystanie (co nie wyklucza możliwości określania warunków przyznawania takiego wsparcia);
- gwarancyjne, które pociąga rzeczywiste wydatki finansowe tylko w przypadku spełnienia się okoliczności, których dotyczy gwarancja (zwykle poniesienia strat przez instytucje VC/PE).

Oprócz tego na rynek VC/PE wpływać może także bezpośrednio dofinansowywanie przedsiębiorstw środkami publicznymi w innych formach (np. pożyczki, dotacje, subwencje), ale powiązanie tego procesu z rozwojem VC/PE może być jedynie pośrednie, dlatego omówiono je w punkcie 2.10, a tu skupiono się na programach jednoznacznie związanych z finansowaniem o charakterze VC/PE.

Wybrane programy wsparcia kapitałowego omówiono tu chronologicznie, by odzwierciedlić szerszy kontekst historyczno-gospodarczy oraz uwypuklić wykorzystywanie doświadczeń jednych państw przez następne. Układ chronologiczny powoduje, że do niektórych krajów i programów wraca się w treści kilkakrotnie.

Chyba najlepiej znanym programem bezpośredniego wsparcia kapitałowego rynku VC przez państwo jest SBIC (*Small Business Investment Companies*), program wprowadzony w USA w roku 1958, którego realizację nadzorowała utworzona 5 lat wcześniej *Small Business Administration* (SBA), niezależna agencja rządu federalnego działająca na rzecz małych firm. Program polegał na dokapitalizowaniu

---

<sup>81</sup> Por.: B. Mikołajczyk, *Polityka i strategia inwestycyjna venture capital (wybrane problemy)*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawki (red.), *Rynek finansowy. Instytucje, strategie, instrumenty*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2003, s. 212; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 30–31; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 84.

środkami publicznymi prywatnych funduszy (firm) VC, które jednak musiały w tym celu uzyskać status SBIC, czyli „spółki inwestującej w małe przedsiębiorstwa”, spełniając szereg warunków dotyczących m.in. kapitału zebranego samodzielnie. SBIC mógł otrzymać 3-krotność (a w szczególnych przypadkach 4-krotność) środków, jakie sam zgromadził. Dofinansowanie miało formę pożyczki na okres 3 do 10 lat lub zakupu preferencyjnych udziałów w funduszu<sup>82</sup>. Spółki SBIC korzystały również z preferencji podatkowych. Mogły one pomniejszać dochód do opodatkowania o wypłacaną dywidendę oraz tworzyć wolne od podatku rezerwy na pokrycie strat w wysokości do 10% nabytych udziałów i udzielonych kredytów. Wsparciem państwa objęto także udziałowców SBIC, umożliwiając im odliczanie od dochodu do opodatkowania swoich strat z tytułu zakupu udziałów. Dodatkową pomocą ze strony państwa było zabezpieczenie na wypadek strat: w przypadku ich wystąpienia spółka SBIC mogła skorzystać z gwarancji państwowych, ale dopiero wówczas, gdy strat tych nie można było zrekompensować przez przychody ze sprzedaży posiadanych udziałów. Regulacja ta miała na celu ograniczenie ilości bankructw spółek SBIC i zabezpieczenie przedsiębiorstwom, w które inwestowały, stabilności preferencyjnego finansowania. Aby zapewnić właściwe wykorzystanie wsparcia publicznego oraz podnieść bezpieczeństwo działalności spółek SBIC, wprowadzono szereg ograniczeń dotyczących ich polityki inwestycyjnej<sup>83</sup>.

W początkowych latach działania programu dał on pozytywne efekty. Spowodował znaczny dopływ kapitału do sektora VC i dał silny impuls do mobilizacji kapitału prywatnego (koniecznego przy konstrukcji polegającej na lewarowaniu). Przyczyniło się to do zdynamizowania rynku VC<sup>84</sup>. W ciągu pierwszych dwóch lat funkcjonowania programu powstało 585 spółek SBIC, zgromadziły one ok. 200 mln USD kapitału<sup>85</sup>.

Jednak już na początku lat 60. pojawiły się nieprawidłowości będące podstawą krytyki programu. Miały one dwa zasadnicze źródła:

1. Obowiązek obsługi kosztów pozyskanych środków publicznych. Spółki SBIC były zobligowane do systematycznego opłacania kosztu kapitału pozyskanego z budżetu federalnego, tj. procentów od pożyczek bądź dywidend od wkładów kapitałowych. Tymczasem specyfiką inwestycji VC jest pojawianie się dochodów dopiero po kilku latach. W efekcie SBIC miały duże kłopoty w obsłudze swoich zobowiązań. Aby poradzić sobie z tak poważnym obciążeniem płynności, zmieniono filozofię i praktykę działania – inwestowano z dużym udziałem długu (podczas

---

<sup>82</sup> Zob.: W. Grudzewski, I. Hejduk, *Małe i średnie przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej w Polsce*, Wyższa Szkoła Handlu i Prawa, Warszawa 1998, s. 45.; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 14–15.

<sup>83</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 87; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 14.

<sup>84</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 16.

<sup>85</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 87.

gdy zasadą inwestycji VC powinno być finansowanie udziałowe) oraz koncentrowano się na przedsięwzięciach szybko generujących strumień gotówki (podczas gdy klasyczne innowacyjne projekty bardzo rzadko stają się szybko zyskowne). Takie podejście mocno wypaczało ideę programu, natomiast typowe inwestowanie VC narażało spółki SBIC na niewypłacalność<sup>86</sup>.

2. Łatwość pozyskania środków publicznych. Celem programu było, jak wspomniano, możliwie duże wsparcie kapitałowe amerykańskiego rynku VC. Kapitał ten można było uzyskać od państwa w znacznej ilości, bo w proporcji nawet 4:1 w stosunku do kapitału własnego. Ponadto kapitał ten obciążony był relatywnie niskim kosztem. W efekcie wśród inwestorów zapanowała euforia inwestycyjna, ze wsparcia korzystano chętnie, zaniedbując ekonomiczną ocenę tej działalności i doprowadzając do nadpodaży kapitału na rynku. Kapitał ten nie mógł być efektywnie wykorzystany z powodu braku dostatecznej ilości projektów rokujących szansę na sukces, a także braku odpowiednio liczebnej kadry menedżerów mogących skutecznie pokierować działalnością inwestycyjną i późniejszym wspieraniem firm portfelowych w ich funkcjonowaniu. Jednocześnie władze administracyjne wykazywały biurokratyczne podejście do działalności spółek, nie mogąc dokonywać skutecznej kontroli nad wykorzystaniem publicznego kapitału. Wskazywano, że rozmiary programu przerosły możliwości SBA, która nie była w stanie sprawnie monitorować sposobu wykorzystania środków publicznych. Efektem nadpodaży kapitału i niedostatecznej kontroli ze strony czynnika publicznego było tworzenie wielu słabych, źle zarządzanych funduszy, które szybko popadały w problemy finansowe<sup>87</sup>.

Opisane czynniki doprowadziły do znacznego osłabienia efektywności sektora VC. Pod koniec lat 60. SBIC wykazały bardzo niski zwrot z inwestycji, a wiele z nich było zagrożonych upadkiem<sup>88</sup>. Wskazuje się nie tylko występowanie niekompetencji, ale wręcz defraudacji, co zniszczyło dobry wizerunek rozwijającego się zjawiska Venture Capital. Szybka reakcja rządu, polegająca na zmianie przepisów prawnych, dała skutek w postaci redukcji ilości licencjonowanych SBIC do 250; w latach 1974–1975 ich udział w podaży VC w USA spadł do zaledwie 21%<sup>89</sup>. Na ten sam okres przypadła recesja wywołana embargiem paliwowym, co było poważnym problemem dla wielu spółek wspartych przez SBIC, mających wiele długu w strukturze kapitałowej, malejące obroty i ujemne przepływy pieniężne<sup>90</sup>. Efekty złej koniunktury spowodowały, że ich udział w sumie kapitałów sektora VC systematycznie malał<sup>91</sup>.

<sup>86</sup> Por.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 78; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 15.

<sup>87</sup> Por.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 15, 16; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 88.

<sup>88</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 15, 16.

<sup>89</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 79.

<sup>90</sup> Zob.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 22–23.

<sup>91</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 16.

Inicjatywa państwa dość wcześnie wystąpiła również w Japonii – w 1963 r. podjęto tam pierwsze wysiłki dla wdrożenia finansowania Venture Capital. W tym celu rząd zezwolił na wykorzystanie publicznych środków będących w dyspozycji organów państwa i prefektur oraz pochodzących z sektora prywatnego, na bazie których utworzono trzy spółki inwestowania i doradztwa na rzecz małego i średniego biznesu (*Small and Medium Business Investment & Consultation Companies*) w Tokio, Nagoi i Osace. Program ten różnił się od amerykańskiego SBIC, bowiem w Japonii utworzono tylko 3 firmy (podczas gdy w USA do 1963 r. założono prawie 500 SBIC-ów). Większość kapitału udziałowego tych trzech firm należała do lokalnych organów władzy, banków miejskich i regionalnych, firm ubezpieczeniowych, giełd papierów wartościowych, prywatnych korporacji oraz izb handlowych. Do marca 1996 r. te trzy japońskie SBIC-i zainwestowały (narastająco) 69 mld yenów (ponad 400 mln dolarów) w 2500 firm, z których 78 podjęło publiczne oferty akcji. Instytucje te odegrały ważną rolę we wspieraniu istniejących małych i średnich przedsiębiorstw poprzez dostarczanie im stabilnego, długoterminowego kapitału, natomiast zainwestowały w bardzo mało start-upów<sup>92</sup>.

Kolejne przykłady inicjatyw państwa pochodzą z lat 70. W Kanadzie na okres kryzysu (1971 r.) przypadło utworzenie przez rząd federalny *Canadian Development Corporation* realizującej działalność typu VC poprzez osobny – w pełni kontrolowany – podmiot *CDC Ventures Inc.* Kapitał udziałowy oferowany był również poprzez państwowy *Federal Business Development Bank*. Są to przykłady bezpośredniego zaangażowania kapitałowego czynnika publicznego. Występowało ono nie tylko na szczeblu rządu federalnego, ale też na poziomie władz stanowych (przykłady to: *Saskatchewan Economic Development Corporation*, *Societe de Developpment Industriel*, *Provincial Holdings*, *Industrial Enterprises*, *Idea Corporation*). Obok bezpośredniego zaangażowania kapitałowego czynnika publicznego w rozwój sektora VC występowało też zaangażowanie pośrednie, jak np. programy *Small Business Development Corporations* (SBDC) czy *Manitoba Venture Capital Companies* (MVCC), których konstrukcja wzorowana była na amerykańskim SBIC<sup>93</sup>.

Czynnik publiczny odegrał stosunkowo ważną rolę przy narodzinach rynku VC w Australii: w latach 70. tworzone państwowe korporacje inwestycyjne dla inwestowania bezpośrednio w rozwojowe sektory<sup>94</sup>. Z kolei w Holandii na bazie kapitałów pochodzenia publicznego utworzono w latach 70. sieć pięciu ROM-ów (*Regionale Ontwikkelings Maatschappijen*), których celem było oferowanie kapitału udziałowego dla wspierania rozwoju obszarów słabiej rozwiniętych<sup>95</sup>.

---

<sup>92</sup> M. Kenney, K. Han, S. Tanaka, *The Globalization of Venture Capital: The Cases of Taiwan and Japan*, materiały zaprezentowane podczas Międzynarodowej Konferencji *Financial systems, corporate investment in innovation and venture capital*, Bruksela, 7–8 listopada 2002 r., s. 21.

<sup>93</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 28.

<sup>94</sup> *Australian Venture Capital Association Limited, Yearbook 2002*, s. 9.

<sup>95</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 28.

W USA równoległe z aktywnością władz federalnych (SBIC) do wspierania rozwoju rynku VC włączyły się także władze na poziomie poszczególnych stanów. W 1978 r. uruchomiono *Massachusetts Technology Development Corporation*, program nastawiony na komercjalizację wysokich technologii i tworzenie nowych miejsc pracy w takich branżach w stanie Massachusetts. Jest to najstarszy program oferujący kombinację udziałowych i dłużnych instrumentów finansowych. Udziela on kapitału zasiewowego oraz *mezzanine*, kapitał jest inwestowany w spółki jednocześnie z funduszami prywatnymi, które alokują średnio 4,5 raza więcej środków niż MTDC, a sposób oczekiwanego wyjścia z inwestycji (po 7–10 latach) to IPO lub M&A. Od roku 1980 do 2001 w ramach programu zainwestowano ponad 57 mln USD w ponad 100 spółek<sup>96</sup>.

W roku 1975 rząd brytyjski utworzył *National Enterprise Board* (NEB); jej celem było promowanie efektywności i międzynarodowej konkurencyjności przemysłu Wielkiej Brytanii. Według założeń miała to być instytucja komercyjna, ale jednocześnie wspierająca rząd w realizacji polityki przemysłowej. NEB miała finansować przedsięwzięcia na zasadzie Venture Capital: przez dostarczenie kapitału właścicielskiego (udział średnio do 30%) oraz doradztwo finansowe i menedżerskie. Rząd kontrolował działalność NEB, np. poprzez określanie wytycznych działania i limitów zaangażowań kapitałowych. Dodatkowo rząd powierzył NEB funkcję przedsiębiorstwa holdingowego wobec przedsiębiorstw kontrolowanych przez państwo. Konieczność finansowania dużych przedsiębiorstw państwowych spowodowała, że potencjał inwestycyjny NEB (w momencie utworzenia dysponowała kapitałem wielkości 1 mld GBP) uległ znacznemu ograniczeniu. Nawiązując do pomysłu NEB, utworzono: *Scotland Development Agency* i *Wales Development Agency* (w 1975 r.) oraz *Northern Ireland Development Agency* (w 1976 r.). Agencje te, utworzone w celu ograniczania luki kapitałowej, szybko rozszerzyły zakres swej działalności o takie obszary, jak ochrona środowiska czy promocja przemysłu. Pod koniec lat 70. do kreowania przemysłu Venture Capital przystąpiły także władze lokalne. Kilkanaście gmin utworzyło w latach 1979–1984 przedsiębiorstwa inwestycyjne (np. *The Greater London Enterprise Board*, *West Yorkshire Enterprise Board*) działające jako niezależne podmioty, skapitalizowane początkowo w oparciu o budżety gmin, później także o inne źródła zewnętrzne. Stanowiło to kolejny dopływ kapitału do sektora VC<sup>97</sup>.

W 1979 r. władzę w Wielkiej Brytanii przejęli konserwatyści; rząd M. Thatcher przeprowadził w latach 80. szereg reform gospodarczych, w tym istotnych także dla sektora VC. Dostrzeżono niekorzystne zjawiska w funkcjonującym systemie, np. to, że działalność czynnika publicznego na typowo komercyjnym polu, jakim

---

<sup>96</sup> Zob.: M. Panfil, *Fundusze private equity...*, s. 65–66.

<sup>97</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 22–23.



jest rynek VC, może wypaczać konkurencję. Nie najlepiej radzono sobie też z inwestycjami, np. *Scottish Development Agency* postulowała prowadzenie agresywnej polityki inwestycyjnej, ale w rzeczywistości była pod tym względem bardzo wstrzemięźliwa w obawie przed nietrafionymi projektami; mimo to kilka z nich i tak zakończyło się bankrutem<sup>98</sup>. Dlatego w ramach prowadzonych reform generalną zmianą dla sektora VC było wprowadzenie licznych zachęt podatkowych, a wycofywanie się z bezpośredniego zaangażowania kapitałowego, czego przejawem była przede wszystkim komercjalizacja *enterprise boards* (w tym NEB) i agencji rozwoju<sup>99</sup>. Następowła ona stopniowo aż do roku 1988. W 1981 r. połączono *National Enterprise Board* i *National Research and Development Corporation* (obie instytucje zajmowały się działalnością typu VC w dziedzinie projektów technologicznych), w wyniku czego powstała *British Technology Group* (BTG), którą z kolei sprywatyzowano w roku 1992. Skomercjalizowano także działalność szkockiej i walijskiej agencji rozwoju. Proces rozpatrywania projektów inwestycyjnych uległ usprawnieniu, wycofano z niego kryteria pozaekonomiczne. W roku 1990 wartość zaangażowania obu agencji z tytułu Venture Capital wynosiła około 100 mln GBP, w sektorze VC odgrywały one znaczącą rolę. Także na poziomie władz lokalnych ograniczono bezpośrednio zaangażowanie czynnika publicznego w gospodarce. W latach 80., szczególnie w drugiej połowie, instytucje tworzone przez gminy (*enterprise boards*) poddawano komercjalizacji i uniezależnianiu od władz lokalnych<sup>100</sup>. Będąca efektem tych działań znaczna poprawa efektywności tych instytucji jest ważnym argumentem przeciwko angażowaniu się czynnika publicznego w rynek VC/PE.

W latach 80. przykładem instytucji VC powstałej z inicjatywy czynnika publicznego był *Maatschappij voor Industriële Projecten* (MIP) utworzony w Holandii w 1982 r. dla finansowania projektów o szczególnym znaczeniu dla gospodarki. Podmiot ten miał silne nastawienie komercyjne i znaczną niezależność od rządu<sup>101</sup>. Nieco wcześniej, bo w 1981 r., w Holandii wprowadzono również instrument o charakterze gwarancyjnym: *Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen* (PPM). Polegał on na gwarantowaniu (pokrywaniu przez budżet państwa) strat poniesionych przez fundusze VC (w zakresie 50% strat na danej inwestycji). Podmioty zainteresowane uczestnictwem w programie musiały spełniać określone wymogi, np. dotyczące poziomu kapitałów własnych czy zaangażowania w spółki portfelowe (do 49% udziałów) oraz samych spółek portfelowych

---

<sup>98</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Wspieranie rozwoju rynku venture capital przez władze publiczne*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1999, s. 9–10.

<sup>99</sup> Por.: T. Gruszecki, *Przedsiębiorca w teorii ekonomii*, CEDOR Sp. z o.o., Warszawa 1994, s. 216; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 24, 26; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 193.

<sup>100</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 24.

<sup>101</sup> Zob.: tamże, s. 28.

(zatrudnienie do 100 osób, nieprowadzenie działalności w zakresie pośrednictwa finansowego, inwestycyjnego czy ubezpieczeń). Realizację tego programu wstrzymano w roku 1995<sup>102</sup>.

W regionach i krajach, w których stosunkowo słabiej rozwinął się rynek Venture Capital (np. w Europie Zachodniej i Japonii) pojawiły się w latach 80. wyspecjalizowane, lokalne i regionalne, fundusze *seed* i *start-up*, spełniające funkcję specyficznego pomostu pomiędzy badaniami wspieranymi ze źródeł publicznych a rynkowym finansowaniem przez VC. Zaczęto je tworzyć w ramach rządowych lub regionalnych strategii rozwoju gospodarczego w powiązaniu z instytucjami rozwoju lokalnego – inkubatorami przedsiębiorczości, centrami i parkami technologicznymi czy agencjami rozwoju regionalnego. Przy tworzeniu tego typu funduszy w formie np. regionalnych i lokalnych funduszy pożyczkowych i gwarancyjnych dominującą rolę odgrywały środki publiczne przy założeniu niedochodowego charakteru (non-profit) świadczonych usług. Z reguły finansowanie obydwu początkowych faz nowego przedsięwzięcia traktowano kompleksowo, ich beneficjentom proponowano zróżnicowaną paletę form pomocy: od grantów, przez pożyczki i gwarancje, do udziałów kapitałowych na finansowanie przygotowania prototypu, uzyskanie certyfikatów i norm jakości, uzyskanie patentu, opracowanie studium wykonalności itp.<sup>103</sup>

Następne przykłady kapitałowego wsparcia rynku VC przez państwo pochodzą z Niemiec<sup>104</sup>. W 1983 r. zapoczątkowano tam (a właściwie – w RFN) program *Förderung technologieorientierter Unternehmensgründungen* (FTU), w ramach którego zwiększono subsydia dla firm (program miał wspierać zorientowane technologicznie start-upy), a państwo przejęło na siebie również część ryzyka, aby zachęcić sektor prywatny do współudziału w dostarczaniu kapitału subsydiowanym przedsiębiorstwom. Program wyraźnie oddzielał samo finansowanie od udziału w zarządzaniu przedsięwzięciem<sup>105</sup>. Inicjatywa przyniosła niekorzystne skutki: program przyciągał pośredników finansowych o niekoniecznie dużym doświadczeniu i umiejętnościach selekcjonowania rokujących projektów, a motywacja do ich rzetelnej oceny i monitorowania była dodatkowo obniżana przez częściowe pokrywanie strat przez rząd. Słabo motywowani do pracy (przynajmniej

---

<sup>102</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Wspieranie rozwoju rynku venture capital...*, s. 8.

<sup>103</sup> K. B. Matusiak, E. Stawasz, *Otoczenie instytucjonalne małych firm innowacyjnych*, [w:] K. B. Matusiak, E. Stawasz, A. Jewtuchowicz, *Zewnętrzne determinanty rozwoju innowacyjnych firm*, Katedra Ekonomii Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2001, s. 43–44.

<sup>104</sup> Więcej o publicznym wsparciu finansowym niemieckiego rynku VC, jak i sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Niemczech zob.: J. Fila, *Publiczne źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw*, Rozprawa doktorska napisana pod kierunkiem B. Mikołajczyk, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2004.

<sup>105</sup> Choć program bazował na subsydiowaniu, to miał wyraźne cechy finansowania VC: udział państwa w ryzyku oraz silny akcent na wspomaganie w zarządzaniu wspieranymi przedsiębiorstwami.



finansowo) byli też specjaliści mający wspierać zarządzających projektami. Działanie programu zakończono po zaledwie pięciu latach funkcjonowania<sup>106</sup>.

W 1989 r. uruchomiono w Niemczech kolejny program (*Beteiligungskapital für Junge Technologieunternehmen*, BJTU) polegający na finansowaniu firm wysokich technologii z udziałem środków publicznych. Warunkiem skorzystania ze wsparcia środkami publicznymi przez inwestorów było ich aktywne zaangażowanie się w zarządzanie przedsięwzięciami, w które inwestowali. Program miał dwie formy. Pierwsza polegała na współfinansowaniu – publiczne środki inwestowano jako „ciche udziały” w proporcji 1:1 z inwestorem zewnętrznym, dodatkowo możliwe było zabezpieczenie do 60% jego inwestycji na okres 3 lat; w ciągu 3 lat inwestor mógł na określonych warunkach przejąć całość udziałów lub wycofać się z inwestycji na rzecz strony publicznej. Drugą formą było refinansowanie – strona publiczna udzielała nieoprocentowanej pożyczki refinansowej, mając przy tym prawo do 40% zysku z inwestycji – pozostałe 60% otrzymywał inwestor zewnętrzny. Program BJTU uważa się za jeden z najbardziej udanych programów funkcjonujących w Europie, głównie z powodu taniego finansowania nowych projektów oraz możliwości wyjścia z inwestycji dla zewnętrznych inwestorów VC. Za jego wadę uważano procedury administracyjne związane z ubieganiem się o udział w programie<sup>107</sup>.

W roku 1995 wprowadzono w Niemczech *Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen* (BTU), modyfikację programu BJTU. O ile w latach 1989–1994 wykorzystanie środków wyasygnowanych na program BJTU nie było całkowite, to budżet BTU na lata 1995–2000 wyczerpano już w 1997 r. i konieczne było jego zwiększenie. A. Kornasiewicz podaje, że konsekwencją tego właśnie programu było osiągnięcie przez Niemcy pozycji lidera w Europie w finansowaniu spółek we wczesnej fazie rozwoju<sup>108</sup>.

Omówione wcześniej problemy spółek SBIC w USA powodowały, że od lat 70. ich udział w sumie kapitałów sektora VC systematycznie malał, dochodząc do zaledwie 1% w roku 1988; w latach 90. wiele SBIC było w złej kondycji finansowej, a z początkowej liczby blisko 600 SBIC do początków lat 90. przetrwało ich jedynie około 300<sup>109</sup>. Władze USA postanowiły reaktywować SBIC, eliminując przy tym jego wady. W roku 1992 przedłożono propozycje zmian polegające między innymi na zmianie zasad lewarowania (zmniejszenie proporcji dopłat kapitału publicznego do zasobów własnych) oraz odroczeniu obowiązku obsługi finansowej kapitałów publicznych (odsetek, dywidend)<sup>110</sup>. Podjęte działania przyniosły pozy-

<sup>106</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 161.

<sup>107</sup> Zob.: tamże, s. 162–163.

<sup>108</sup> Zob.: tamże, s. 164.

<sup>109</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 16.

<sup>110</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 82; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 15, 16.

tywne efekty – wielkość kapitałów zebranych w ramach SBIC (łącznie kapitał w zarządzaniu) wzrosła w latach 1992–2000 od poziomu 3,1 mld do 17,1 mld USD. Kwota ta, zgromadzona w 407 funduszach, zawierała tylko 6 mld USD funduszy dostarczonych przez SBA – pozostałe środki to fundusze prywatne, co oznacza, że skala lewarowania uległa znacznej redukcji<sup>111</sup>.

M. Panfil, analizując dane dotyczące programu SBIC za lata 1995–2001, zauważa dwa istotne zjawiska<sup>112</sup>:

- wzrost udziału kapitału własnego w finansowaniu nowych firm;
- spadek udziału projektów będących we wczesnych fazach rozwoju oraz spadek udziału młodych firm (do 3 lat).

Można to interpretować w taki sposób, że większe ryzyko ponoszone z tytułu przesunięcia akcentu z finansowania dłużnego na udziałowe rekompensowano redukcją ryzyka związanego z młodym wiekiem spółek (których szanse rozwoju trudniej ocenić).

Na początku lat 90. Komisja Wspólnot Europejskich uruchomiła program o dość nietypowym charakterze. Był to *European Seed Capital Fund Scheme*, a polegał na udzielaniu wsparcia w pokrywaniu kosztów zarządzania przedsiębiorstwami udziałowymi funduszom specjalizującym się w inwestowaniu w przedsiębiorstwa będące w fazie zasiewów (*seed*)<sup>113</sup>. Specyficzny charakter programu polegał na tym, że kapitał publiczny przeznaczono nie na finansowanie samych nakładów inwestycyjnych (nabywanie udziałów), ale na pokrywanie operacyjnych kosztów (do 50%) działania firmy zarządzającej funduszem VC/PE (po spełnieniu określonego zestawu kryteriów). Celem wdrożenia programu było skłonienie tych firm do inwestowania w małe przedsięwzięcia, przy których koszty administracyjne (ocena projektu, przygotowanie umów) są relatywnie wysokie w stosunku do samej wartości inwestycji, co często zniechęca do zajmowania się takimi projektami<sup>114</sup>.

Koniec lat 90. przyniósł kolejną falę znacznych transferów środków publicznych do sektora VC/PE, w tym do funduszy tworzonych bezpośrednio z inicjatywy państw.

W 1997 r. wdrożono w Australii federalny program *Innovation Investment Fund*, w ramach którego przekazano do nowych funduszy znaczące środki rządowe<sup>115</sup>. Licencjonowane podmioty mają bezpośrednio z rynku zebrać środki, które następnie są powiększane środkami państwowymi w proporcji 2 : 1 (a więc podobnie jak w amerykańskim programie SBIC). W trzeciej rundzie (2007–

<sup>111</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 84–85.

<sup>112</sup> Zob.: M. Panfil, *Fundusze private equity...*, s. 64.

<sup>113</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 84.

<sup>114</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Wspieranie rozwoju rynku venture capital...*, s. 9–10.

<sup>115</sup> *Australian Venture Capital Association Limited, Yearbook 2002*, s. 10.

2011) narastająca wartość dokapitalizowania ze strony państwa sięga poziomu 421 mln AUD<sup>116</sup>.

We Francji w latach 1998–2002 przy przeważającym udziale środków wyasygnowanych przez rząd francuski (i współudziale środków Europejskiego Banku Inwestycyjnego oraz Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego) utworzono cztery fundusze (*Fonds public pour le capital risque*, 1998; *Fonds de la Banque Européenne d'Investissement pour le capital risque*, 1998; *Fonds de promotion pour le capital risque*, 2000; *Fonds de co-investissement pour les jeunes entreprises*, 2002) na łączną kwotę ponad 420 mln euro. Założono je jako fundusze funduszy (*funds of funds*) mające inwestować w inne fundusze VC, by docelowo zwiększyć zasobność źródeł finansowania nowych innowacyjnych przedsięwzięć, ze szczególnym naciskiem na wybrane sektory (nauki o życiu, czyli tzw. *life sciences*, technologie informacyjne, elektronika, środowisko oraz sektory stabilnego wzrostu)<sup>117</sup>.

W Wielkiej Brytanii w 1998 r. utworzono *Enterprise Fund* (EF), któremu postawiono zadanie zwiększania dostępu do kapitału dla małych firm oraz stymulowania rozwoju regionalnego. Jego ofertę, początkowo skupioną na systemie poręczeń kredytowych, rozszerzono z czasem o możliwości inwestowania kapitału udziałowego poprzez specjalnie do tego powołane fundusze: *UK High Tech Technology Fund* (uruchomiony w 2000 r. fundusz funduszy udzielający kapitału firmom wysokich technologii będącym we wczesnych stadiach rozwoju, z planowanym kapitałem 20 mln GBP środków publicznych i 100 mln GBP od brytyjskich inwestorów kapitałowych) oraz *Regional Venture Capital Funds* (RVCF, fundusze regionalne, których zadaniem jest niwelowanie geograficznej dysproporcji alokacji inwestycji Private Equity; docelowa, wymagana wielkość każdego takiego funduszu to co najmniej 10 mln GBP, Europejski Fundusz Inwestycyjny zobowiązał się dofinansować program kapitałem w wysokości do 20% jego wartości; pierwszy fundusz RVCF rozpoczął działalność na przełomie 2001/2002). Wśród kapitałowych inicjatyw rządowych wymienić można również istniejący od 2000 r. *University Challenge Fund*, mający wzmocnić partnerstwo publiczno-prywatne przez ułatwienie transferu wiedzy i technologii z uniwersytetów na rynek prywatny (kapitał z funduszu umożliwi uczelniom komercjalizację ich projektów biznesowych i zakładanie nowych firm) oraz *Early Growth Fund*, utworzony w 2002 r. przez *Small Business Service* w celu zachęcania do finansowania wysoko ryzykownych nowych firm<sup>118</sup>.

---

<sup>116</sup> *Value Capital. The Evolution...*, s. 18.

<sup>117</sup> Zob.: *Private Equity and Venture Capital Incentives in Europe*, EVCA 2003, s. 42–43; A. Koronasiewicz, *Venture Capital...*, s. 140–141.

<sup>118</sup> Zob.: M. Panfil, *Fundusze private equity...*, s. 80.

Zgromadzone dane (zwłaszcza EVCA<sup>119</sup>) pokazują, że na okres tworzenia wymienionych powyżej funduszy przypada dynamiczny wzrost ilości zebranych środków PE i po osiągnięciu szczytu w roku 2000 – równie gwałtowny spadek. Zjawisko to ma niewątpliwy związek z obecną niemal na wszystkich rynkach internetową bańką spekulacyjną, której „pęknięcie” nastąpiło właśnie po roku 2000 i objawiło się trwającym kilka lat dynamicznym spadkiem zbieranych kwot. Trudno orzec, jaką czynnik publiczny odegrał rolę w mobilizacji kapitałów na rynku (jej źródłem były raczej impulsy rynkowe, zwłaszcza samonapędzająca się euforia inwestycyjna), jest jednak prawdopodobne, że przyczynił się on do nadpodaży kapitału na rynku, więc i do spekulacyjnego efektu sztucznego windowania wycen firm, w które inwestowano, i w konsekwencji do krachu, który potem nastąpił.

Mimo złych doświadczeń związanych z bańką internetową kapitał publiczny nadal trafia do sektora VC/PE. W 2004 r. niemiecki rząd uruchomił w kooperacji z Europejskim Funduszem Inwestycyjnym fundusz funduszy (*fund of funds*) *ERP/EIF Dachfonds* o kapitale 500 mln EUR, a także *ERP Start-Fonds* o kapitale 250 mln euro. W roku 2005 ukończono prace nad *HigTech Gründerfonds*, nową strukturą promowania niemieckiego VC, wyposażoną w 262 mln euro przeznaczone do zainwestowania w spółki będące na wczesnym etapie rozwoju<sup>120</sup>. Inny przykład to uruchomiony w Wielkiej Brytanii w 2006 r. program *Enterprise Capital Fund* (ECF), mający służyć wypełnianiu luki kapitałowej (*equity gap*) pomiędzy aniołami biznesu a finansowaniem Private Equity; celem programu jest finansowanie przedsiębiorstw szukających od 250 tys. do 2 mln GBP kapitału udziałowego. ECF-y zarządzane są w formie *limited partnership*, a ich finansowanie zaplanowano jako kombinację środków pochodzących od rządu oraz ze źródeł prywatnych (wzorem amerykańskiego SBIC, z tą jednak różnicą, że w programie brytyjskim rząd gwarantuje sobie ochronę w postaci pierwszeństwa do stopy zwrotu w wysokości 4,5% rocznie oraz mniejszościowego udziału w zysku)<sup>121</sup>. Od roku 2006 uruchomiono 9 takich funduszy. Zastępują one funkcjonujące wcześniej Regionalne Fundusze Venture Capital (RVCFs), które wstrzymują nabór projektów<sup>122</sup>. Przykłady nowych inicjatyw publicznych można by mnożyć także dla innych państw, choć Wielka Brytania ma tu szczególnie duże znaczenie.

W pierwszej dekadzie XXI w. nadal raportowano występowanie niedoborów finansowania dostępnego dla małych i średnich przedsiębiorstw. Stanowiły one podstawę inicjatyw organów Unii Europejskiej mających na celu aktywizowanie tego rynku, także poprzez wsparcie kapitałowe. Szczególne znaczenie

---

<sup>119</sup> Dane udostępnione bezpośrednio przez EVCA (dostęp 02.01.2012).

<sup>120</sup> *EVCA Yearbook 2006*, s. 159.

<sup>121</sup> *EVCA Yearbook 2007*, s. 285.

<sup>122</sup> Strona internetowa Departamentu Biznesu, Innowacji i Umiejętności rządu brytyjskiego (Department for Business Innovation & Skills), <http://www.bis.gov.uk> (dostęp 17.07.2012).

przypisywano programowi *Risk Capital Action Plan*, a w zapewnianiu zaplecza finansowego wdrażanych działań dużą rolę odgrywa Europejski Fundusz Inwestycyjny<sup>123</sup>. Trudno jednak o głębsze oceny efektywności tych działań ze względu na stosunkowo krótki czas ich funkcjonowania.

Omawiając kapitałowy udział czynnika publicznego w rynku VC/PE, należy przywołać pracę J. Świdorskiej, która zaproponowała wyodrębnienie specyficznej grupy funduszy VC, określonej jako „*quasi-fundusze venture capital*”. Autorka definiuje je jako podmioty *quasi*-komercyjne, tworzone lub funkcjonujące przy kapitałowym zaangażowaniu czynnika publicznego, z reguły niewielkie i funkcjonujące w ograniczonym zakresie regionalnym. Ich znaczenie podkreśla fakt, że odpowiadają one potrzebom mniejszych firm, które pozostają poza sferą zainteresowań „dużych graczy” rynku VC. Autorka prezentuje wyniki badań działalności *quasi*-funduszy VC i ich znaczenia w polityce publicznego wspierania innowacyjnych MSP, ze szczególnym uwzględnieniem rynku polskiego<sup>124</sup>.

Pewną miarą zaangażowania kapitałowego państwa w rynek PE może być udział agencji rządowych i państwowych funduszy majątkowych uwzględnianych w statystykach jako kapitałodawcy. Zestawienie takich udziałów prezentuje tabela 3. Dane zagregowano w podokresy 3-letnie (pierwszy jest dwuletni). Państwa uszeregowano według malejącej wartości wskaźnika w ostatnim podokresie (2009–2011).

Dla całego rynku europejskiego wskaźnik był stosunkowo wysoki na początku lat 90., po czym spadł, by w drugiej połowie tej dekady znowu zacząć rosnąć, osiągając ostatnio najwyższą wartość, tj. 16%. Oznacza to, że co szóste euro napływające do funduszy VC/PE pochodziło ze środków publicznych. Należy jednak pamiętać, że na średni wynik całej Europy największy wpływ ma struktura pochodzenia środków PE w Wielkiej Brytanii, na którą przypada około połowa całego wolumenu europejskiego rynku. Generalnie jednak prawie wszystkie państwa wykazały wzrost wskaźnika w ostatnim podokresie (oprócz Danii, Belgii, Norwegii, Szwajcarii i Grecji).

Do państw o relatywnie wysokim wskaźniku w całym okresie należą niewątpliwie Portugalia, Hiszpania, Finlandia czy Niemcy, a z państw włączonych do badania później – zwłaszcza Węgry i Rumunia. Najniższy udział odnotowywały z kolei: Szwajcaria, Francja, Holandia, Włochy, Grecja, Islandia, a także Czechy i Polska. Ciekawe, że uwarunkowania historyczne (przynależność do bloku socjalistycznego) nie zaważyły znacząco na udziale publicznych środków w całej strukturze zgromadzonego kapitału. Warto też zwrócić uwagę na Szwajcarię i Grecję – dwa państwa o bardzo odmiennej kulturze, gospodarce i perspektywach, ale bardzo podobne pod względem niemal zerowego udziału państwowych środków w funduszach VC/PE.

---

<sup>123</sup> Szerzej zob.: B. Mikołajczyk, *Infrastruktura finansowa MSP...*, s. 141–157.

<sup>124</sup> Szerzej zob.: J. Świdorska, *Quasi-fundusze venture capital. Publiczne wsparcie innowacyjnych MSP*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin sp. z o.o., Warszawa 2008.

Tabela 3. Udział agencji rządowych i państwowych funduszy majątkowych w źródłach kapitału zebranego przez europejskie fundusze Private Equity w latach 1989–2011 (w %)

Podokres: Państwo:	1989– 1990	1991– 1993	1994– 1996	1997– 1999	2000– 2002	2003– 2005	2006– 2008	2009– 2011
Węgry	–	–	–	–	2,8	22,0	15,2	61,6
Rumunia	–	–	–	–	7,6	16,2	34,2	60,6
Austria	0,0	–	3,3*	14,2	12,9	5,7	4,7	53,9
Irlandia	4,9	0,5	2,0	8,8	15,9	7,7	26,0	36,4
Szwecja	0,6	58,8	1,4	4,0	4,3	1,2	0,9	30,8
Finlandia	43,8	19,4	17,0	14,0	15,3	4,4	12,3	23,4
Francja	2,7	2,4	3,2	2,7	3,8	3,4	3,6	21,3
Czechy	–	–	–	–	0,4	7,5	0,0	18,3
Niemcy	8,4	2,3	7,1	8,9	17,3	21,0	6,1	17,1
<b>Europa</b>	<b>4,5</b>	<b>7,0</b>	<b>3,2</b>	<b>4,4</b>	<b>7,0</b>	<b>8,5</b>	<b>6,5</b>	<b>16,0</b>
Wlk. Brytania	1,0	0,4	1,8	3,4	6,3	10,2	7,8	12,9
Holandia	0,0	3,3	0,0	1,3	5,0	3,0	1,9	12,7
Polska	–	–	–	–	6,0	3,1	2,4	12,1
Hiszpania	13,6	27,8	15,1	8,6	8,2	11,7	4,2	12,1
Portugalia	14,9	34,0	38,6	28,2	25,4	22,1	5,9	11,5
Dania	0,0	15,9	4,8	2,9	9,6	9,0	17,7	11,1
Belgia	31,7	27,7	9,2	6,5	13,5	10,4	26,5	9,4
Norwegia	10,7	21,7	4,5	0,5	11,5	9,4	8,8	8,6
Włochy	34,9	0,9	6,1	0,8	1,9	3,1	2,0	4,1
Szwajcaria	0,0	0,0	0,0	4,8	2,0	0,0	6,0	0,6
Grecja	–	–	0,0*	0,0	0,0	42,5	0,0	0,0
Islandia	0,0	10,7	0,0	9,3	0,0*	–	–	–

Objaśnienia:

\* – dane odnoszą się do podokresu dwuletniego;

„–” – brak dostatecznych danych;

pominięto państwa o najkrótszych okresach danych wykazanych w statystykach (państwa były: Jugosławia, Słowacja, kraje bałtyckie, Ukraina oraz Luksemburg).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EVCA (lata 1989–2006: plik z danymi otrzymany bezpośrednio z EVCA dnia 02.01.2012; lata 2007–2011: EVCA Yearbook 2012).

Jeśli chodzi o tendencję zmian, to największą intensyfikację udziału środków publicznych w ostatnim dziesięcioleciu wykazały te kraje, które jednocześnie charakteryzuje najwyższy wskaźnik w ostatnim badanym podokresie, tj. Austria, Węgry, Rumunia, ale pod względem skali wzrostu wskaźnika do czołówki należą też Szwecja, Czechy i Francja. Trudno byłoby szukać jakiejś wspólnej cechy,

która wyjaśniałaby, dlaczego właśnie te państwa najbardziej zwiększają publiczne wsparcie dla sektora, choć może odpowiedzią są tendencje ogólniejsze (o czym niżej). Na tym tle szczególnie dotkliwy okazuje się brak dostępu do analogicznych danych dotyczących rynku USA.

Dane zawarte w rocznikach AVCJ<sup>125</sup> pozwalają zauważyć, że stwierdzony powyżej kierunek zmian, tj. zwiększanie zaangażowania organów publicznych w dostarczaniu kapitału sektorowi VC/PE, jest jeszcze silniejszy na obszarze Azji i Pacyfiku. Ich udział w narastającej wartości środków pod zarządem wynosił 3,5% w roku 1993, by po latach systematycznych wzrostów osiągnąć w roku 2010 poziom 19%. Niestety, brak szczegółowej struktury uniemożliwia sprawdzenie, jaki udział w tym procesie mają konkretne państwa, zwłaszcza Chiny, Indie, Japonia czy Australia. Dla samej Australii tendencję można ocenić dzięki danym australijskiego urzędu statystycznego<sup>126</sup> – okazuje się, że tu jest ona odwrotna: udział rządu Australii w zaangażowaniu kapitałowym (tzw. *commitments*) wynoszący 10,1% w roku fiskalnym 2000/2001 spadał stopniowo, osiągając poziom 5,0% w roku fiskalnym 2007/2008 i dopiero w ostatnich latach wzrósł nieznacznie (do 5,6% w roku fiskalnym 2010/2011).

Okazuje się więc, że choć zauważalne jest duże podobieństwo kierunków zmian koniunktury między różnymi rynkami VC/PE na świecie, to tendencje udziału środków publicznych w sumie kapitałów dostarczanych do tego sektora mogą się znacząco różnić. Niemniej jednak warto ponownie podkreślić wspomniany już, bezprecedensowo duży udział środków państwowych w zasilaniu kapitałowym sektora PE w Europie w ostatnich latach (w samym roku 2011 udział agencji rządowych i państwowych funduszy majątkowych wyniósł łącznie 18,6%, ustępując nieznacznie tylko udziałowi funduszy funduszy, który wyniósł 18,7%). Skoro podobny trend uwidacznia się także w regionie Azji i Pacyfiku, to wydaje się, że można to poczytywać za przejaw narastającego interwencjonizmu państwowego, ujawniającego się ostatnio w całym światowym systemie finansowym. Trudno jednak ocenić, jakie mogą być tego konsekwencje.

Podsumowując omawianie kapitałowego wsparcia sektora VC/PE przez czynnik publiczny, należy stwierdzić, że intencje są oczywiście słuszne: zwiększanie dostępności kapitału ma zmniejszać tzw. lukę kapitałową (*equity gap*), sprzyjając powstawaniu nowych i rozwojowi młodych firm, a stymulowanie przedsiębiorczości ma się przekładać na ogólny rozwój gospodarczy.

Można jednak wysnuć wiele krytycznych uwag na podstawie zebranych powyżej informacji, jak i znaleźć takowe sformułowane bezpośrednio w literaturze.

---

<sup>125</sup> *Asian Private Equity 300*, AVCJ Group Ltd.; roczniki od 1994/1995 do 2012.

<sup>126</sup> Australian Bureau of Statistics, [www.abs.gov.au](http://www.abs.gov.au) (dostęp 11.02.2012).



Angażowanie się władz publicznych w bezpośrednią działalność inwestycyjną VC najczęściej prowadzi do biurokratyzowania i dekomercjalizacji działalności utworzonych podmiotów<sup>127</sup>. Udział czynnika publicznego w tworzeniu instytucji VC najczęściej wywoływał napięcia na tle celów działania, stopnia orientacji na zyski. Poważnym zagrożeniem okazywała się też niestabilność i niepewność kontynuacji niektórych inicjatyw wynikająca z politycznych „przetargów” co do zasadności kontynuowania finansowania z kasy publicznej<sup>128</sup>. Natomiast odnośnie do wspomnianej biurokratyzacji podkreśla się, że proces starania się o taki kapitał jest skomplikowany pod względem proceduralnym (biurokracja i system kontroli zniechęca przedsiębiorców) i długotrwały (przy czym szybkie wdrożenie innowacji jest istotnym czynnikiem powodzenia rynkowego), a przedstawienie instytucji rozdzielającej środki dokumentacji o innowacyjnym projekcie zwiększa ryzyko jej ujawnienia przed konkurencją<sup>129</sup>. Trudno też zapewnić wystarczającą efektywność instytucji tworzonych przez czynnik publiczny – już o niemieckich doświadczeniach z lat 70. i 80. pisano, że państwo poprzez swoich decydentów i procesy decyzyjne nie jest w stanie zapewnić kontroli form i metod kierowania niezbędnymi do osiągnięcia długoterminowego sukcesu, bowiem wymaga to dobrej znajomości rynku, którą mogą zdobyć tylko bezpośrednio działające na rynku spółki VC<sup>130</sup>.

Niekorzystne efekty można też dostrzec z punktu widzenia całego rynku: Glogowski i Münch wskazywali, pisząc o rynku w RFN, że kapitałowe uczestnictwo państwa w sektorze VC/PE wypacza konkurencję i wypiera z niego kapitał prywatny, co jest argumentem przeciwko koncepcji, by państwo samo zajęło się finansowaniem tego typu<sup>131</sup>. Zarzut ten powtarza M. Wrześniński, wskazując, że dostęp do kapitału publicznego powoduje zachwianie rynkowej równowagi pomiędzy popytem a podażą, które może doprowadzić do wyboru projektów inwestycyjnych o niższej jakości, a w konsekwencji niższej stopie zwrotu<sup>132</sup>. Podnosi się także, że wsparcie państwa jest zwykle zawężane do określonej grupy branż, na zawężoną grupę działań (np. tylko badania i rozwój)<sup>133</sup>, co również ma cechy wypaczania konkurencji i zakłócania równowagi rynkowej.

Zważywszy na powyższe można zaryzykować tezę, że publiczne zaangażowanie w sektor VC/PE powinno się stosować z wysoką ostrożnością, a może nawet unikać go – na rzecz innych rozwiązań, które omówiono dalej.

<sup>127</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 139.

<sup>128</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Wspieranie rozwoju rynku venture capital...*, s. 9.

<sup>129</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 85.

<sup>130</sup> Zob.: E. Glogowski, M. Münch, *Nowe usługi finansowe*, s. 68–69.

<sup>131</sup> Zob.: tamże.

<sup>132</sup> Zob.: M. Wrześniński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 307–308.

<sup>133</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 85.



## 2.7. Regulacje prawne dotyczące form działalności podmiotów VC/PE oraz przywileje podatkowe

Połączono tu dwa punkty – uregulowania dotyczące form prowadzenia działalności VC/PE oraz przywileje podatkowe, ponieważ często owe przywileje przypisane są właśnie konkretnym, ustawowo określonym formom organizacyjno-prawnym wprowadzanym dla tego typu działalności.

Stawki podatków i różnego rodzaju zachęty podatkowe są często wymieniane jako stymulujące rozwój rynku VC/PE poprzez mobilizowanie kapitałów<sup>134</sup>. W tym kontekście wymienia się zwłaszcza podatek od zysków kapitałowych, jako że dochód osiągnany z inwestycji VC/PE jest tą właśnie kategorią zysku. M. Wrzesiński wskazuje, że niska stawka tego podatku zachęca do oszczędzania i inwestowania nie tylko na rynku VC/PE, ale i w gospodarce jako całości. Jego zdaniem właśnie poziom podatku od zysków kapitałowych ma spośród wszystkich instrumentów stosowanych przez państwo najistotniejszy wpływ na wielkość i tempo rozwoju rynku VC/PE<sup>135</sup>.

Poniższy zbiór informacji o prawnych regulacjach form działania podmiotów VC/PE oraz aspektach podatkowych, choć z oczywistych przyczyn ograniczony do najczęściej wymienianych przykładów, konstruowano, mając na uwadze zwłaszcza wyniki badań i opinie autorów dotyczące rzeczywistego wpływu wprowadzanych rozwiązań na stymulowanie rynku VC/PE.

W przeciwieństwie do programów wsparcia kapitałowego (punkt 2.6) inicjatywy polegające na regulowaniu form działalności funduszy VC/PE i przysługujących im przywilejów podatkowych omówiono dla kolejnych, wybranych państw, a nie według chronologii ich pojawiania się na świecie.

Do najwcześniejszych uregulowań form działalności funduszy VC zaliczyć należy *Small Business Investment Companies* (SBIC), konstrukcję wprowadzoną w USA w 1958 r. Podmioty VC tworzone w tej formie uzyskiwały dwojakie wsparcie ze strony państwa: dofinansowanie na bardzo korzystnych zasadach oraz przywileje podatkowe. Popularność programu, a także późniejsze problemy, które go dotyczyły, wiązały się przede wszystkim ze wsparciem finansowym, jakie przewidywał, dlatego jest on szerzej omówiony w punkcie 2.6 niniejszego rozdziału.

Kolejnym często przywoływanym przykładem inicjatywy rządowej w USA jest seria aktów prawnych wprowadzonych w ramach szerszego frontu działań na rzecz przezwyciężenia dekonunktury gospodarczej trwającej w latach 70. Dla rynku VC istotne były przede wszystkim akty:<sup>136</sup>

<sup>134</sup> Por. np.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity...*, s. 342; A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 165; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 30–31.

<sup>135</sup> M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 312.

<sup>136</sup> Zestawienie na podstawie: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 18; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 88; A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 80.

- *Revenue Act (1978)* – ustawa podatkowa wprowadzająca obniżenie stopy opodatkowania zysków kapitałowych z poziomu 49,5% do 28%;
- *Employment Retirement Income Security Act (ERISA, zasada Prudent Man, 1979)*;
- *Small Business Investment Incentive Act (1980)* – ustawa ta wprowadziła zmodyfikowaną definicję Venture Capital jako *business development companies* (przedsiębiorstwa rozwoju biznesu), usuwając tym samym obowiązek poddawania tej działalności przepisom SEC (Komisji Papierów Wartościowych i Giełd); dla podmiotów prowadzących inwestycje VC oznaczało to większą elastyczność w inwestowaniu;
- *ERISA (Safe Harbour, 1980)*;
- *Economic Recovery Tax Act (1981)* – aktem tym administracja R. Reagana, wprowadzając generalną obniżkę stawek podatkowych, dokonała dalszej redukcji stopy podatku od zysków kapitałowych z 28% do 20%; umożliwiono także podatnikom odliczanie od podstawy opodatkowania strat kapitałowych (co szczególnie podnosi atrakcyjność inwestycji o wysokim ryzyku).

Mimo częstego w literaturze uznawania wymienionych powyżej obniżek stóp podatkowych za silnie stymulujące rynek VC w USA, efekt ten wcale nie jest jednoznaczny. Po pierwsze, zmiany te wprowadzono niejako „w pakiecie” (5 ważnych regulacji w ciągu 3 lat), zatem trudno jednoznacznie oddzielić skutki zmian podatków od zmian w systemie emerytalnym<sup>137</sup> (ERISA) czy liberalizacji przepisów dotyczących obowiązków wobec SEC (albo jeszcze innych istotnych czynników). Po drugie, efekt taki powinny potwierdzić dane liczbowe, które jednak przyniosły szereg wątpliwości. Dogłębną analizę tego procesu przedstawili Bygrave i Timmons i z racji wagi ich argumentów zdecydowano o przytoczeniu dość szerokiego fragmentu ich wyводу.

W analizowanym okresie powszechne było w środowisku VC w USA przekonanie, że stawka podatku od zysków kapitałowych ma największy wpływ na ilość pieniędzy napływających do funduszy VC. W 1969 r. podniesiono w USA stawki tego podatku, co było szeroko krytykowane przez przedstawicieli sektora, jako blokujące napływ środków do funduszy na początku lat 70. Analogicznie obniżenie stawek w 1978 r. i w roku 1981 podawano jako czynnik wywołujący wzrost ilości napływających do VC pieniędzy. W wyniku zmian ustawowych w 1978 r. i roku 1981 maksymalna stawka podatku od zysków kapitałowych osób fizycznych została zmniejszona z 49% do 20%; w tym samym okresie wpływy środków do sektora VC rzeczywiście wykazały bezprecedensowy wzrost. Po upływie dekady na pytanie, czy rzeczywiście to obniżenie stawek podatku w 1978 r. spowodowało wyzwolenie podaży kapitału VC, odpowiadano już, że owszem, ale nie tylko, bowiem nałożyły się na to także inne ważne czynniki. Poluzowanie tych

---

<sup>137</sup> Zmiany w systemie emerytalnym (ERISA) zostały szerzej omówione w punkcie 2.9.

podatków zwiększyło skłonność przedsiębiorców do zakładania firm i ułatwiło pozyskiwanie do nich nowych osób; ponadto obniżenie stawek podatkowych zbiegło się w czasie ze wzrostem dwóch potężnych gałęzi technologicznych – mikroprocesorów i biotechnologii – niosących potencjał tworzenia setek nowych przedsiębiorstw. Uważa się, że utrzymanie wysokich stawek podatku od zysków kapitałowych (maksymalna na poziomie 70%) wstrzymałoby rozkwit tych dziedzin, choć to przekonanie niezupełnie podzielają przywołujący te opinie autorzy Bygrave i Timmons<sup>138</sup>.

Z kolei w 1986 r. zmiany zaszły w kierunku przeciwnym: w ramach reformy podatkowej (*Tax Reform Act*) zlikwidowano preferencyjną stawkę podatku od zysków kapitałowych, a także odebrano podatnikom indywidualnym prawo wyłączenia 60% długoterminowych zysków kapitałowych z podstawy opodatkowania. Powinno to mieć silny negatywny wpływ na inwestorów indywidualnych, umiarkowanie negatywny wpływ na podatników korporacyjnych oraz żadnego wpływu na inwestorów objętych zwolnieniem podatkowym. Środowisko VC wyrażało obawy o katastrofalne skutki tych zmian dla pozyskiwania kapitału do funduszy VC. Ale zdania ekonomistów okazały się być podzielone – niektórzy zgodzili się z tymi obawami, inni zaś argumentowali, że podatek od zysków kapitałowych ma mały (lub nawet żaden) bezpośredni wpływ na pozyskiwanie środków do funduszy VC<sup>139</sup>. Pogląd o słabym wpływie podatku od zysków kapitałowych na sumy środków zaangażowanych w rynek VC znalazł potwierdzenie w badaniach ekonometryków, które z kolei były podważane przez innych obserwatorów rynku VC z powodu zbyt dużych uproszczeń i niedostatecznego zrozumienia krytycznej roli przedsiębiorców dla badanego zjawiska. Badania<sup>140</sup> przeprowadzone dla rynku Venture Capital w USA w latach 1969–1987 wykazały, ku zaskoczeniu badaczy, brak statystycznie istotnego związku między zmianami stawek podatku od zysków kapitałowych a wpływami środków do funduszy VC czy inwestycjami tych środków w spółki portfelowe. Zmiany stawek podatku w latach 1969 (obniżenie) i 1978 (podniesienie) były skorelowane dodatnio, a zmiany w 1981 r. i roku 1986 (dwukrotne obniżenie) były skorelowane ujemnie. Szczególnie zaskakujące było, że zmiany tych stawek w latach 1978 i 1986 były statystycznie nieistotne, choć wcześniejsze badania (obejmujące dane do 1982 r.) wykazały korelację istotną odnośnie do zmiany stawki w roku 1978. Za powód wystąpienia tej różnicy autorzy badania późniejszego (tj. cytowani tu Bygrave i Timmons) uważają fakt, że jednocześnie z obniżeniem stawki podatku w 1978 r. wprowadzono korzystne dla rynku VC zmiany w prawie federalnym, zwłaszcza znaczne złagodzenie obostrzeń co do inwestowania środków pochodzących z systemu emerytalnego (ERISA,

---

<sup>138</sup> W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 262–263.

<sup>139</sup> Tamże, s. 263–264.

<sup>140</sup> W. D. Bygrave, J. Shulman, *Capital Gains Tax...*, s. 263, 270.

zasada *Prudent Man* omówiona w punkcie 2.9). Porównując efekt zmian z roku 1978 ze skutkami zmiany stawki podatku w 1986 r. (której nie towarzyszyły zmiany innych przepisów istotnych dla rynku VC), autorzy dochodzą do wniosku, że to głównie złagodzenie rygorystycznych reguł inwestowania środków emerytalnych, a nie obniżenie stawki podatku, wpłynęło na większą aktywność kapitałodawców po roku 1978. Wnioski te potwierdza analiza dalszych lat: po obniżeniu stawki podatku w 1981 r. wpływy środków do funduszy VC w roku 1983 wzrosły, ale w dwóch kolejnych latach nastąpiły już spadki; a podniesienie stawki w 1986 r. nie przeszkodziło we wzroście napływu środków w roku następnym. Konkluzje te zaprzeczają powszechnemu przekonaniu o stymulującym wpływie obniżania stawki podatku od zysków kapitałowych na skłonność do angażowania środków w fundusze Venture Capital<sup>141</sup>. Szukając wyjaśnienia tego „paradoksu”, autorzy wskazali na strukturę napływających środków według ich źródeł (kapitałodawców): większość pochodziła od podmiotów, których podatek od zysków kapitałowych nie dotyczył, tj. od funduszy emerytalnych, fundacji typu *endowments* i inwestorów zagranicznych, a kolejna partia – od korporacji i firm ubezpieczeniowych, które podatek ten dotyka w mniejszym stopniu niż inwestorów indywidualnych i bogate rodziny. Najsilniej zmiany stawki podatku odczuła właśnie ta ostatnia grupa inwestorów (osoby prywatne), która jednak dostarczała na przełomie lat 70. i 80. mniej niż 25% wszystkich środków VC, a jej udział w ciągu dekady spadał, osiągając zaledwie ok. 6% w 1989 r. Pozwala to wnioskować, że o ile zmiany stawek podatku od zysków kapitałowych mogły wpływać na ilości środków płynących od inwestorów indywidualnych, to na całkowite wpływy środków zasilających ten sektor nie mają one istotnego statystycznie wpływu<sup>142</sup>.

J. Węclawski wskazuje, że wskutek omawianych tu zachęcających zmian podatkowych oraz osiągania wysokich zysków z inwestycji Venture Capital (stopy zwrotu rzędu 40–60%) na rynku pojawił się nadmiar kapitału, który doprowadził do inwestycji niepopartych dokładnym badaniem szans ich powodzenia, które obniżał dodatkowo brak dostatecznej kadry doświadczonych menedżerów, skutkiem czego po 10 latach wysokiej koniunktury nastąpiła fala upadków funduszy VC nieprzestrzegających twardych reguł kalkulacji ryzyka, spadek stóp zwrotu do ledwie kilku procent oraz redukcja napływu nowych środków (po 1987 r.)<sup>143</sup>. Mając jednak na uwadze wcześniejszą konkluzję, że obniżanie stawek podatków wpływało na niewielką tylko część źródłowych zasobów kapitału, wydaje się zasadne przyjęcie, że do nadpodaży kapitału reformy podatkowe przyczyniły się w niewielkim tylko stopniu; mogła ona mieć natomiast charakter endogeniczny (kreowany przez już osiąganą wysoką rentowność inwestycji).

<sup>141</sup> W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 271–272.

<sup>142</sup> Tamże, s. 273.

<sup>143</sup> J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 190.

Podatek od zysków kapitałowych stał się ważną pozycją w przeprowadzonym przez P. A. Gompersa i J. Lenera<sup>144</sup> badaniu szeregu czynników wpływających na aktywność VC w latach 1972–1994 w USA. Omawiając wyniki regresji wielorakiej (jednoczesny wpływ wielu czynników na badaną zmienną), stwierdzają oni, że obniżanie stawek podatku od zysków kapitałowych ma pozytywny wpływ na zwiększanie wielkości środków zaangażowanych w fundusze VC. Wniosek ten nie wydaje się jednak w pełni przekonujący. Autorzy ci przedstawili wyniki badań na trzech poziomach – całego kraju, poszczególnych stanów oraz indywidualnych firm VC. W badaniu ogólnokrajowym przedstawiono współczynniki regresji w rozbiciu na poszczególne grupy kapitałodawców. Współczynniki te dla zmiennej „stawka podatku od zysków kapitałowych” mają, zgodnie z oczekiwaniem, ujemne znaki, ale ich istotność statystyczna jest stosunkowo niska: wartość statystyki  $t$  ukształtowała się na poziomie 1,66 dla ogólnej sumy zebranych środków VC, 0,96 dla środków pochodzących od podmiotów podlegających podatkowi (w tym 1,52 dla środków od osób prywatnych – *individuals*) oraz 1,65 dla środków pochodzących od podmiotów zwolnionych z podatku (w tym 2,14 dla funduszy emerytalnych – *pensions*). Gdyby wpływ tego podatku na aktywność VC był tak silny, jak to postulowali przedstawiciele branży, to należało się spodziewać zdecydowanie wyższych wskaźników istotności statystycznej. Co więcej, istotność współczynnika dla podmiotów nieopodatkowanych jest wyższa niż w przypadku opodatkowanych, co oznaczałoby, że zmiany stawki podatku mają statystycznie istotniejszy („wyraźniejszy”) wpływ na decyzje tych podmiotów, które temu podatkowi nie podlegają (zwłaszcza na fundusze emerytalne, dla których uzyskano zarówno najwyższą istotność współczynnika, jak i jego wartość). Zdaniem autorów badania wyjaśnieniem tej zaskakującej sprzeczności jest inny mechanizm oddziaływania tego podatku – uważają oni, że wpływa on nie tyle na podaż kapitału VC, ile na popyt na ten kapitał, zgłaszany przez przedsiębiorców: gdy stawki podatku od zysków kapitałowych są obniżane, zwiększa się liczba osób skłonnych otworzyć własną działalność gospodarczą i w efekcie zwiększa się ilość projektów przedstawianych funduszom VC do sfinansowania, co z kolei wpływa stymulująco na wielkość środków dostarczanych do tych funduszy przez kapitałodawców. Nawet jeśli taki mechanizm rzeczywiście istnieje, to przecież nie jest on wystarczającym wyjaśnieniem wskazanej dysproporcji siły i istotności współczynników regresji, bowiem wielkość popytu na kapitał VC nie ma związku ze strukturą podaży tego kapitału.

Gompers i Lerner przedstawiają następnie analizę regresji na poziomie poszczególnych stanów. W tym przypadku współczynniki dla stawek podatków stanowych są nieistotne, ale dla stawek podatków federalnych oraz stawek łącznych – już zdecydowanie tak. Znowu jednak jest tu pewna wątpliwość. Nie mając moż-

---

<sup>144</sup> P. A. Gompers, J. Lerner, *What Drives Venture Capital Fundraising?*

liwości pozyskania danych o ilościach środków VC zebranych z poszczególnych stanów, autorzy za zmienną badaną przyjęli wartości inwestycji VC. Uzyskane w ten sposób wnioski (że wysokość stawek podatkowych ujemnie i istotnie wpływa na wielkości inwestycji VC w poszczególnych stanach) nie mogą być automatycznie interpretowane jako słuszne także dla wielkości gromadzonych środków VC. Zauważmy bowiem, że między geograficzną strukturą pochodzenia środków a strukturą ich inwestowania mogą zachodzić znaczące różnice: firma VC zarejestrowana w Teksasie może stworzyć fundusz VC ze środków pozyskanych od inwestorów z Kalifornii, a następnie zainwestować je w spółki portfelowe mające siedziby na Florydzie. To badanie potwierdza więc wiarygodność istnienia mechanizmu popytowego (środki kieruje się do stanów o niższym opodatkowaniu), ale nie wyjaśnia, dlaczego wysokość stawek podatku od zysków kapitałowych miałaby silniej/istotniej stymulować kapitałodawców nieopodatkowanych od opodatkowanych.

Wreszcie przywołani autorzy przedstawiają jeszcze analizę regresji na poziomie indywidualnych firm VC. W tym przypadku wykorzystują oni model dwustopniowy – pierwszym stopniem jest sprawdzenie, czy dany czynnik ma znaczenie dla samej decyzji tworzenia nowego funduszu VC, a drugi – na ile silnie ten czynnik wpływa na wielkość środków gromadzonych w funduszu, jeśli decyzja o jego utworzeniu zapadła. Stawki podatków od zysków kapitałowych wykazały istotny statystycznie (i ujemny) wpływ na wielkość tworzonych funduszy, ale dla samych decyzji o ich tworzeniu okazały się nieistotne, co znowu stawia badany mechanizm pod znakiem zapytania, bowiem czyż potencjalne opodatkowanie zysków nie powinno wpływać przede wszystkim na decyzję, czy zbierać środki na nowy fundusz czy nie?

Mimo że Gompers i Lerner w swym artykule przyjmują konkluzję, że stawka podatku od zysków kapitałowych **jest** istotnym czynnikiem wpływającym na wielkość środków angażowanych w fundusze VC, to przedstawiona powyżej bliższa analiza badanych przez nich regresji stwarza wiele wątpliwości wobec zasadności takiego stanowiska. Pewnym wytłumaczeniem trudności badania tej zależności jest sama złożoność systemu podatkowego, wymuszająca przyjmowanie szeregu uproszczeń, które mogą zniekształcać obliczenia i wnioski. Niemniej jednak przywołane powyżej wyniki badań (Bygrave'a i Timmonsa, Węclawskiego oraz Gompersa i Lenera) nie pozwalają, w opinii autora, uznać negatywnego wpływu stawki podatku od zysków kapitałowych na wielkość środków gromadzonych przez fundusze VC za wystarczająco potwierdzony.

Należy jednak zaznaczyć, że zmiany stawki podatku od zysków kapitałowych odnoszą się nie tylko do pewnej części środków angażowanych w fundusze VC, ale też do innych inwestycji, w tym inwestycji w spółki już notowane. Skoro stawki podatku mogą wpływać na rynek giełdowy (i pozagiełdowy, jak Nasdaq), to oznacza to również ich wpływ na rynek VC, dla którego wprowadzenie spółki do notowań



jest jedną z możliwości wyjścia z inwestycji. Jest to jednak wpływ pośredni, niewychwytywalny w analizie statystycznej<sup>145</sup>.

Następnym państwem, w którym funkcjonowały ważne i wieloletnie (uwzględniając kontynuacje) programy zachęt podatkowych dla inwestowania w sektor VC/PE, jest Wielka Brytania. Od początku lat 80. pod rządami konserwatystów z M. Thatcher na czele przeprowadzono szereg reform gospodarczych. Istotne dla rynku VC/PE okazały się zwłaszcza następujące<sup>146</sup>:

- generalna obniżka podatków,
- bodźce wspierające tworzenie małych firm (np. redukcja podatku korporacyjnego dla firm o dochodzie poniżej 500 tys. GBP rocznie z 31% do 25%),
- obniżenie podatku od dochodów osobistych z 31% do 25% (stawkę najwyższą obniżono z 83% do 40%),
- programy aktywizujące (głównie poprzez korzyści podatkowe) inwestorów indywidualnych (np. *Business Start-up Scheme*, *Business Expansion Scheme*),
- uprzywilejowanie podatkowe tzw. parków naukowych (*science parks*), tworzonych do inwestowania w nową technologię i tzw. stref przemysłowych (*enterprises zones*),
- uregulowanie form prawnych, w jakich można było prowadzić działalność typu Venture Capital.

Oprócz wymienionych działań zastosowano także inne instrumenty (dotyczące kapitałowego wsparcia państwa dla sektora oraz uwolnienia kapitałów funduszy emerytalnych) – uwzględniono je szerzej w punktach 2.6 i 2.9 niniejszego rozdziału.

Wspomniane powyżej uregulowanie form prawnych nastąpiło w 1987 r.; *Inland Revenue* (Urząd podatkowy) oraz *Department of Trade and Industry* oficjalnie zatwierdziły wówczas możliwość korzystania przez fundusze PE z formy *limited partnership*<sup>147</sup>, najczęściej stosowanej przez nie w Wielkiej Brytanii<sup>148</sup>. Decyzja ta miała charakter porządkujący istniejące regulacje prawne, co wpływa na skłonność inwestorów do korzystania z określonych rozwiązań. Tę zmianę wspomniano wcześniej, choć zaszła później niż zmiany regulacji podatkowych, te bowiem są zagadnieniem dużo szerszym.

*Business Start-up Scheme* (BSS, Program Zakładania Przedsiębiorstw) uruchomiono w 1981 r. Jego celem było zachęcenie inwestorów do nabywania udziałów w małych innowacyjnych przedsiębiorstwach. Czynnikiem zachęcającym była możliwość odliczania od podstawy opodatkowania dochodów z udziałów typu VC

<sup>145</sup> W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 277, 281.

<sup>146</sup> Por.: T. Gruszecki, *Przedsiębiorca...*, s. 216; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 24, 26–27; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 193.

<sup>147</sup> Najbliższym polskim odpowiednikiem *limited partnership* jest spółka komandytowa.

<sup>148</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 114.



o wysokości do 20 tys. GBP. Korzystanie z ulgi obłożono pewnymi warunkami – przedsiębiorstwo, w które inwestor angażował środki, musiało działać nie dłużej niż 5 lat, a jeśli było całkiem nowe (dopiero zakładane), to musiało podjąć działalność w ciągu roku od wniesienia do niego udziałów; ponadto nabywane udziały musiały mieć charakter mniejszościowy i należało je utrzymywać (nie sprzedawać) przez co najmniej 5 lat<sup>149</sup>. W ramach programu BSS dla przedsiębiorców gotowych uruchamiać nowe projekty zgromadzono 170 mln GBP<sup>150</sup>.

BSS działał przez 2 lata, w 1983 r. w jego miejsce uruchomiono program *Business Expansion Scheme* (BES, Program Ekspansji Biznesu). Istotą nowego programu była ulga podatkowa, do której uprawniało zainwestowanie w udziały spółki nienotowanej na giełdzie. Utrzymanie przez inwestorów tych udziałów przez przynajmniej 5 lat dawało także zwolnienie przychodów z ich sprzedaży z podatku od zysku kapitałowego<sup>151</sup>. Wprowadzenie programu miało na celu zwiększenie dopływu środków finansowych do małych przedsięwzięć poprzez aktywizację kapitałów pochodzących od osób prywatnych, zwłaszcza płatników podatków o najwyższej stawce. Ulga podatkowa polegała na odliczeniu od podstawy opodatkowania kwoty zainwestowanej w akcje i stanowiła rodzaj rekompensaty za ponoszone przez tych inwestorów ryzyko<sup>152</sup>. Aby skorzystać z odliczenia w ramach BES zainwestowana kwota musiała być nie mniejsza niż 500 GBP i nie większa niż 40 000 GBP rocznie. Ponadto program przewidywał szereg warunków, jakie musiało spełniać przedsiębiorstwo, by inwestycja w jego akcje uprawniała do skorzystania z ulgi podatkowej – musiało to być przedsiębiorstwo<sup>153</sup>:

- prowadzące całość lub większą część działalności w Wielkiej Brytanii;
- nieprowadzące działalności w sektorze finansowym;
- niebędące gospodarstwem rolnym;
- nienotowane na rynku podstawowym ani na USM (*Unlisted Securities Market*);
- niebędące własnością, współwłasnością lub pracodawcą osoby nabywającej akcje.

Ponadto akcje nabyte w ramach BES nie mogły być przedmiotem obrotu giełdowego przez co najmniej trzy lata od ich wyemitowania. Ograniczeniu podlegała również kwota, jaką przedsiębiorstwa mogły zgromadzić w danym roku od beneficjentów BES. Akcje podlegające przywilejowi podatkowemu mogły być nabyte bezpośrednio od emitenta (w ofercie publicznej lub prywatnej) bądź za pośrednictwem specjalnego, autoryzowanego funduszu inwestycyjnego. Autoryzacje

<sup>149</sup> J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 194.

<sup>150</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 119.

<sup>151</sup> Zob.: T. Gruszecki, *Przedsiębiorca...*, s. 188.

<sup>152</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 119.

<sup>153</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 25–26.

funduszy działających w zakresie BES przeprowadzało Ministerstwo Przemysłu oraz Urząd Podatkowy (*Inland Revenue*)<sup>154</sup>.

Występują rozbieżności w przedstawianiu początkowych efektów programu BES. P. Tamowicz podaje, że w latach 1983–1988 zainwestowano dzięki niemu 780 mln GBP w 3800 małych przedsiębiorstwach<sup>155</sup>, J. Węćławski dla tego samego okresu podaje kwotę inwestycji 750 mln GBP oraz liczbę 4000 przedsiębiorstw<sup>156</sup>, wreszcie A. Kornasiewicz pisze, że inwestycji na poziomie 750 mln GBP w 4000 małych przedsięwzięć dokonano tylko w latach 1983–1984, a w latach następnych, aż do roku 1988, zainwestowano kolejne, takie same środki<sup>157</sup>. W ocenie programu autorzy też nie są zgodni – wielu uważa, że był on sukcesem, przynajmniej w tym początkowym okresie (do 1988 r.); w opozycji do tych opinii J. Węćławski stwierdza, że zarówno BES, jak i wcześniej BSS jedynie w niewielkim stopniu przyczyniły się do wprowadzania nowoczesnych technologii, czyli celów najbardziej typowych dla inwestycji VC<sup>158</sup>. Ponadto P. Tamowicz wskazuje na istnienie czynników zmniejszających efektywność programu BES jako narzędzia mobilizującego kapitał, zwłaszcza ograniczeń dotyczących akcji, które upoważniały do skorzystania z programu; ograniczenia te zbyt mocno zawężyły możliwości osób chcących takiej inwestycji dokonać<sup>159</sup>.

W 1988 r. wprowadzono dwie istotne zmiany do programu BES. Jedna z nich polegała na zwiększeniu limitu finansowania w ramach programu – objęta nim firma mogła otrzymać środki do 500 000 GBP w skali roku (w 1990 r. limit ten ponownie zwiększono – do pułapu 750 000 GBP). Tę poprawkę ocenia się jako pozytywną dla rozwoju rynku VC w Wielkiej Brytanii<sup>160</sup>. Drugą zmianą, jaką wprowadzała poprawka z 1988 r., było rozciągnięcie działania programu także na nabywanie akcji przedsiębiorstw zajmujących się wynajmowaniem domów (mieszkania czynszowe). Limit kwoty, jaką przedsiębiorstwo mogło pozyskać w ramach programu BES, został w przypadku takiej inwestycji (budowa mieszkań czynszowych) ustalony na o wiele wyższym poziomie niż dotychczas. Inwestorzy szybko zauważyli, że budowa mieszkań wiąże się ze znacznie mniejszym ryzykiem niż przedsięwzięcia objęte programem BES przed poprawką<sup>161</sup>. Od czasu jej wprowadzenia profil inwestycji dokonywanych w ramach programu znacząco się zmienił – większość środków kierowano na finansowanie sektora dystrybucji, hurtowni i ośrodków rekreacji, głównie w południowo-wschodnim regionie Anglii.

---

<sup>154</sup> Zob.: tamże, s. 25.

<sup>155</sup> Zob.: tamże, s. 26.

<sup>156</sup> J. Węćławski, *Venture capital...*, s. 194.

<sup>157</sup> A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 119.

<sup>158</sup> J. Węćławski, *Venture capital...*, s. 194.

<sup>159</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 26.

<sup>160</sup> A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 119.

<sup>161</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 25–26.

Program BES zaczęto postrzegać jako źródło finansowania projektów mieszkaniowych, nie udało się już skierować środków na finansowanie nowoczesnych rozwiązań technologicznych<sup>162</sup>. Z tych dwóch powodów doszło do zmniejszenia efektów programu w stosunku do jego założeń: w latach 1988–1990 blisko 84% z 631 mln GBP zgromadzonych w ramach BES zostało skierowanych na budowę mieszkań czynszowych<sup>163</sup>.

J. Węclawski nisko ocenił skuteczność omówionych powyżej rządowych programów wspierania rynku Venture Capital (BSS i BES), wskazując, że nie udało się przekonać na większą skalę drobnych kapitałodawców do takiego inwestowania, a także że tylko w niewielkim stopniu przyczyniły się one do wprowadzania nowoczesnych technologii. Wzrost wartości tych inwestycji w latach 80. przypisuje on raczej sprzyjającej koniunkturze gospodarczej i ogólnie korzystniejszym warunkom do inwestycji VC<sup>164</sup>.

Program BES wycofano w roku 1993, by zastąpić go nowym, pozbawionym omówionego wyżej błędu konstrukcyjnego. Funkcjonujący od 1994 r. *Enterprise Investment Scheme* (EIS, Program Inwestycji w Przedsiębiorstwa) przyjął założenia bardzo podobne jak jego poprzednik. Celem EIS było aktywizowanie indywidualnych inwestorów do angażowania środków w rynek VC. Najważniejszą zmianą w stosunku do BES okazało się wykluczenie ulg związanych z budownictwem na wynajem<sup>165</sup>.

Program EIS umożliwił korzystanie z ulgi w podatku dochodowym w wysokości 20% wartości inwestycji w akcje spółek nienotowanych na giełdzie, przy czym ustalono limit wartości inwestycji uprawniającej do ulgi (100 tys. GBP w skali roku) oraz minimalny okres utrzymywania zakupionych akcji (5 lat; w razie likwidacji przedsiębiorstwa w tym okresie ulga podlegała wycofaniu lub zmniejszeniu). Ponadto całkowicie zwolniono z obciążenia podatkiem zysk kapitałowy ze sprzedaży tych akcji (po co najmniej 5 latach trzymania) oraz dopuszczono odliczanie od podatku ewentualnych strat<sup>166</sup>. Zwolnieniem z podatku objęto również zyski kapitałowe zrealizowane w wyniku zbycia jakichkolwiek aktywów, o ile w odpowiednio krótkim okresie od zbycia przeznaczono je na reinwestycje w EIS<sup>167</sup>.

Oprócz wymogów stawianych inwestorom skorzystanie z ulgi uzależniono też od spełnienia określonych kryteriów przez spółkę, w której akcje inwestowano. Jednym z nich było prowadzenie działalności na terenie Wielkiej Brytanii

<sup>162</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 119.

<sup>163</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 26.

<sup>164</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 194–195.

<sup>165</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 119.

<sup>166</sup> Zob.: B. Piasecki, A. Rogut, E. Stawasz, S. Johnson, D. Smallbone, *Warunki prowadzenia działalności gospodarczej przez MSP w Polsce i krajach Unii Europejskiej*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2001, s. 144.

<sup>167</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 122.

(w całości lub w dużej mierze) przez okres minimum 3 lat od daty emisji akcji (nie oznacza to konieczności bycia rezydentem czy firmą zarejestrowaną w Wielkiej Brytanii)<sup>168</sup>. Pozostałe warunki to<sup>169</sup>:

- status spółki nienotowanej na rynku publicznym w momencie emisji;
- prowadzenie działalności zgodnej z wymogami programu (wyłączone m.in. działalność związana z obrotem ziemią, towarami, papierami wartościowymi, bankowością, ubezpieczeniami, leasingiem, usługami audytorskimi i księgowymi);
- brak powiązania (kontrolowania lub bycia pod kontrolą) z inną spółką działającą w branży wykluczonej w ramach programu;
- odpowiednia wielkość spółki (aktywa nie większe niż 15 mln GBP bezpośrednio przed emisją akcji i 16 mln GBP pośrednio po emisji; wynika stąd limit na wielkość środków możliwych do pozyskania w kwocie 1 mln GBP rocznie).

Do programu wprowadzano zmiany – w 1998 r. podniesiono limit kwoty inwestycji uprawniającej do ulgi ze 100 tys. GBP do 150 tys. GBP rocznie, a w roku 2000 skrócono z 5 do 3 lat okres kwalifikujący do ulgi<sup>170</sup>.

W literaturze spotkać można rozbieżne opinie na temat efektywności tego programu. Wyrażano pogląd, że o ile stał się on zachętą do zwiększania inwestowania przez już aktywnych inwestorów indywidualnych (jak *business angels*), to okazał się nie dość atrakcyjny, by przyciągnąć inwestorów nowych<sup>171</sup>. Z drugiej strony wskazywano na dużą ilość nowo powstających funduszy inwestujących w przedsiębiorstwa w ramach EIS, co ma duże znaczenie dla dywersyfikowania ryzyka przez inwestorów<sup>172</sup>.

W połowie lat 90. problem luki kapitałowej (*equity gap*) nadal uważano za jeszcze nierozwiązany, dlatego krótko po uruchomieniu EIS, bo już w 1995 r., wprowadzono nowy instrument pobudzania dopływu kapitału na inwestycje VC od osób fizycznych (średnio zamożnych). Była nim nowa forma prawna funduszy (trustów) inwestycyjnych: *Venture Capital Trust* (VCT). O jej atrakcyjności dla inwestorów indywidualnych decydować miały dwie istotne cechy<sup>173</sup>:

– korzyści podatkowe – z opodatkowania wyłączono dywidendy i zyski osiągnięte z inwestycji przez sam trust, jak również dywidendy z jego zysków oraz zyski kapitałowe ze sprzedaży jego udziałów osiągnięte przez osoby fizyczne, które w nie-

<sup>168</sup> Zob.: B. Piasecki, A. Rogut, E. Stawasz, S. Johnson, D. Smallbone, *Warunki prowadzenia działalności gospodarczej przez MSP...*, s. 144.

<sup>169</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 122–123.

<sup>170</sup> Zob.: N. Boyns, M. Cox, R. Spires, A. Hughes, *Research into the Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts. A Report Prepared for Inland Revenue, PACEC, Cambridge 2003*, s. 1.

<sup>171</sup> Por.: B. Piasecki, A. Rogut, E. Stawasz, S. Johnson, D. Smallbone, *Warunki prowadzenia działalności gospodarczej przez MSP...*, s. 144 i 184.

<sup>172</sup> Zob.: G. Arnold, *Corporate financial management*, Prentice Hall 2002, s. 433.

<sup>173</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 117, 120–121.

go zainwestowały; ponadto inwestorom indywidualnym inwestującym w trust przyznano prawo do ulgi w podatku dochodowym w wysokości 20% wartości tej inwestycji (o wysokości nie większej niż 100 tys. GBP w roku), pod warunkiem utrzymywania jej przez co najmniej 3 lata (do roku 2000 wymagano okresu 5-letniego); dodatkowo wprowadzono możliwość bezpodatkowego reinwestowania środków do wysokości 100 tys. GBP otrzymanych w formie zysków kapitałowych (z innych aktywów), o ile reinwestycja następuje w ciągu roku, przed albo w rok po uzyskaniu przychodów; zwolnienia podatkowe objęły tylko osoby fizyczne, rezydentów Wielkiej Brytanii, ale nie oznacza to braku dostępu do funduszy również dla innych inwestorów;

– możliwość redukcji ryzyka – funduszom VCT nadano formę spółek notowanych na londyńskiej giełdzie, inwestorzy uzyskali więc możliwość dywersyfikowania ryzyka poprzez inwestowanie w kilka VCT jednocześnie oraz ograniczania ponoszonych strat przez sprzedaż udziałów w dowolnym momencie.

Korzystanie z opisanych ulg uzależniono od spełnienia przez trust szeregu warunków, przede wszystkim od posiadania statusu *Close Company*, czyli spółki kontrolowanej przez nie więcej niż 5 udziałowców, oraz zbudowania portfela inwestycyjnego w terminie 3 lat. Ponadto dla działalności inwestycyjnej trustów ustalono szereg reguł<sup>174</sup>:

- osiąganie dochodu w całości lub w przeważającej części z papierów wartościowych lub udziałów;
- inwestowanie tylko w firmy nienotowane na giełdzie (dopuszczono inwestycje w firmy notowane na AIM i OFEX);
- inwestowanie 70% aktywów w nowo wyemitowane papiery wartościowe spółek spełniających wymogi programu, z czego 30% w akcje zwykłe bez preferencji co do dywidendy lub praw do majątku spółki w przypadku likwidacji;
- ograniczenie wartości inwestycji w jedną firmę w ciągu roku do poziomu 15% ogółu inwestycji trustu oraz wielkości 1 mln GBP;
- ograniczenie wartości aktywów spółki portfelowej (lub całej grupy w przypadku spółki wchodzącej w skład grupy) do 15 mln GBP bezpośrednio przed inwestycją i 16 mln GBP bezpośrednio po inwestycji (do 1998 r. było to odpowiednio: 10 i 11 mln GBP);
- ograniczenie dotyczące działalności prowadzonej przez spółki portfelowe (oraz przez firmy je kontrolujące lub przez nie kontrolowane); wykluczono spółki zajmujące się obrotem ziemią, towarami, papierami wartościowymi, bankowością, ubezpieczeniami, leasingiem, usługami audytorskimi i księgowymi;
- przeznaczenie pieniędzy z inwestycji VCT na działalność podstawową firmy;

---

<sup>174</sup> Zob.: Boyns N., Cox M., Spires R., Hughes A., *Research into the Enterprise Investment Scheme...*, s. 2; A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 117, 121–122.

- rozdystrybuowanie przez trust min. 85% dochodów z inwestycji w każdym okresie rozliczeniowym.

Badania przeprowadzone na zlecenie brytyjskiego urzędu podatkowego (*Inland Revenue*) pokazują, że od czasu wprowadzenia programu EIS i VCT cieszyły się rosnącą popularnością, co ilustruje tabela 4.

Tabela 4. Wartości inwestycji w ramach programów EIS i VCT w latach 1993–2001 (mln GBP)

Rok fiskalny	1993/ 1994	1994/ 1995	1995/ 1996	1996/ 1997	1997/ 1998	1998/ 1999	1999/ 2000	2000/ 2001	Ogółem
EIS	4	41	53	94	113	290	559	1 039	2 193
VCT	–	–	160	170	190	165	271	451	1 407

Źródło: N. Boyns, M. Cox, R. Spires, A. Hughes, *Research into the Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts. A Report Prepared for Inland Revenue, PACEC, Cambridge 2003*, s. 3.

Przytoczone dane pokazują, że na przestrzeni ośmiu badanych lat wielkość inwestycji dokonywanych w ramach programu EIS wzrosła od 4 do 1039 mln GBP, czyli do sumy 260 razy większej. Program VCT, wprowadzony później, spowodował inwestycje wzrastające do 451 mln GBP w roku fiskalnym 2000/2001, a oba programy łącznie pozwoliły w ciągu ośmiu lat zasilić rynek VC kwotą 3,6 mld GBP. Dowodzi to znacznego wzrostu popularności obu programów, przyczyniającego się do aktywizowania kapitału osób prywatnych; A. Kornasiewicz zauważa, że udział inwestorów indywidualnych w brytyjskim rynku VC, choć niewielki (4–6%), jest największy spośród wszystkich krajów europejskich<sup>175</sup>. Jednak korzystną ocenę programu może podważać, zdaniem autora, rozpatrzenie go z innych punktów widzenia. Po pierwsze, prezentowany okres to czas boomu internetowego i narastania internetowej bańki spekulacyjnej (szczyt w roku 2000); na fali rozgrzewającej się koniunktury inwestycyjnej coraz więcej pieniędzy kierowali do sektora VC/PE nie tylko Brytyjczycy jako osoby prywatne, ale też brytyjscy kapitałodawcy instytucjonalni (nieobjęci omawianymi przywilejami podatkowymi), jak i osoby prywatne w innych państwach, nieoferujących analogicznych zachęt podatkowych. Oznacza to, że skłonność inwestycyjną stymulowały raczej czynniki rynkowe, a nie zachęty podatkowe (choć niewątpliwie inwestorzy prywatni, decydując się na inwestycję, wybierali EIS lub VCT, a nie inne formy, niedające korzyści podatkowych). Po drugie z kolei, ważnym argumentem jest wspomniany już niewielki udział inwestorów indywidualnych w całym rynku PE. Według danych EVCA<sup>176</sup> udział ten w latach 1990–1995 oscylował ok. poziomu 4% (wyraźnie wyższy był tylko w 1991 r.

<sup>175</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 108.

<sup>176</sup> Plik z danymi otrzymano bezpośrednio z EVCA 02.01.2012.



– 5,7%), natomiast w 1996 r. wyniósł on już 8,8% i mimo fluktuacji oraz tendencji lekko spadkowej w latach 1998–2002 utrzymywał się powyżej 6%. Z jednej strony może to potwierdzać stymulujący efekt omawianych programów, ale z drugiej pokazuje, że dla rynku wciąż były to mało znaczące wpływy kapitału, zwłaszcza w porównaniu z takimi źródłami, jak banki, fundusze emerytalne czy firmy ubezpieczeniowe. Można to uznać za dodatkowy argument do przytaczanych wcześniej sceptycznych opinii o wpływie regulacji podatkowych na rynek VC/PE.

Równoległe z EIS i VCT inicjowano w Wielkiej Brytanii kolejne programy bazujące na zachętach podatkowych. Od 2000 r. obowiązuje regulacja *Research and Development Tax Relief*, na mocy której małe i średnie firmy ponoszące znaczne wydatki (co najmniej 25 000 GBP w ciągu roku) na badania i rozwój (R&D) mogą skorzystać z ulgi podatkowej, odpisując od podatku korporacyjnego nawet do 150% wydatków (w przypadku strat możliwe jest skorzystanie z *tax credit*)<sup>177</sup>. Nie jest to program skierowany bezpośrednio do funduszy VC/PE, ale może mieć duże znaczenie dla efektywności spółek portfelowych przez nie finansowanych. Z kolei *Corporate Venturing Scheme* (CVS), wprowadzony również w 2000 r., obejmuje ulgi w podatku korporacyjnym dla większych przedsiębiorstw inwestujących w mniejsze, ryzykowne przedsięwzięcia. Ulgi przysługują w przypadku zakupu nowych akcji zwykłych małych (o aktywach do 15 mln GBP) spółek nienotowanych pod warunkiem, że nabyte akcje dają nie więcej niż 30% wszystkich akcji zwykłych spółek oraz nie zostaną sprzedane przez 3 lata; ulga ma dwojaki charakter – po pierwsze, jest to ulga inwestycyjna w podatku dochodowym od osób prawnych (na poziomie 20%), po drugie – od podatku zwolniony jest zysk z takiej inwestycji (w razie poniesienia straty można ją odpisać w koszty działalności firmy)<sup>178</sup>.

Zdaniem A. Kornasiewicz dynamiczny rozwój brytyjskiego rynku VC/PE (wiodącego w Europie i drugiego na świecie) jest efektem programów rządowych nastawionych na jego stymulowanie, ale przede wszystkim stworzenia odpowiednich warunków prawnych i podatkowych, nie tylko dla rozwijających się firm, ale też dla inwestorów VC, zarówno korporacyjnych, jak i osób fizycznych<sup>179</sup>. Jednak oprócz wymienionych wcześniej sceptycznych opinii na ten temat w ostatnich latach polityka władz brytyjskich tym bardziej skłania do ostrożności w utrzymaniu tak przychylnych ocen. W roku 2007 wprowadzono do budżetu Wielkiej Brytanii reformy zacieśniające programy *Venture Capital Trust* i *Enterprise Investment Scheme*. W przypadku VCT dotychczasowa ulga podatkowa wynosząca 40% wartości inwestycji uległa obniżeniu do 30% (maksymalna kwota inwestycji to 200 tys. GBP, minimalny okres utrzymywania inwestycji to 5 lat).

---

<sup>177</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 123.

<sup>178</sup> Zob.: M. Panfil, *Fundusze private equity...*, s. 79.

<sup>179</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 125.



Utrzymane są pozostałe ulgi dotyczące VCT, to jest zwolnienie dywidend od podatku oraz zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych. W ramach EIS osoba prywatna niezwiązana wcześniej z kwalifikującą się nienotowaną spółką (włącznie ze spółkami notowanymi na AIM) może zainwestować do 400 tys. GBP w dowolnym roku podatkowym i otrzymać ulgę w podatku dochodowym w wysokości 20% nowej subskrypcji na akcje zwykłe tej spółki oraz ulgę w podatku od zysków kapitałowych, o ile inwestycja będzie utrzymywana przez 3 lata. Inwestorzy mogą także odraczać osiągnięcie zysków kapitałowych przez reinwestowanie ich w ramach EIS. Od kwietnia 2007 wprowadzono nowe restrykcje dotyczące środków gromadzonych przez spółki w ramach VCT i EIS. Według tych ograniczeń spółka pozyskująca kapitał (lub grupa spółek) musi mieć w dniu inwestycji mniej niż 50 pełnoetatowych zatrudnionych oraz nie może pozyskać więcej niż 2 mln GBP od trustów VCT lub w ramach EIS – w okresie 12 miesięcy. Te zmiany mają na celu ograniczenie pomocy udzielanej małym firmom i są zgodne z unijnymi warunkami pomocy publicznej<sup>180</sup>.

Stworzony przez EVCA ranking korzystności otoczenia prawnego i podatkowego dla inwestycji VC/PE w Europie wskazał Wielką Brytanię jako najatrakcyjniejszą pod tym względem w latach 2003 i 2004. W latach 2006 i 2008 jej ocena punktowa nieznacznie wzrosła, ale czołową pozycję na liście utraciła – wyprzedziły ją Francja, Irlandia i Belgia<sup>181</sup>.

Podsumowując bogate doświadczenia brytyjskie: w opinii autora większego znaczenia dla rozwoju rynku VC/PE można się spodziewać (choć i to nie na pewno) po rozwiązaniach ogólnych, takich jak uregulowanie możliwości korzystania z transparentnej podatkowo formy *limited partnership* czy ogólnych stawek podatkowych, które dotyczą części inwestorów instytucjonalnych oraz spółek portfelowych. Zdecydowanie mniejszą rolę (jeśli nie zupełnie marginalną) odgrywają programy, takie jak EIS czy VCT, które – jak wykazano – mają znaczenie dla dostarcycieli niewielkiego tylko udziału podaży środków VC/PE.

Francja to kolejny kraj, w którym zwrócono uwagę na problem dostępności finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw<sup>182</sup> oraz na rolę funduszy VC/PE w tym zakresie. Dlatego też państwo to podejmowało aktywne starania w kreowaniu warunków prawnych i zachęt podatkowych dla rozwoju rynku VC/PE. W latach 80., na fali ogólnej liberalizacji gospodarek krajów wysoko rozwiniętych, wprowadzono w tym państwie wiele udogodnień związanych z zakładaniem spółek, co ułatwiało funduszom inwestowanie w nie<sup>183</sup>. Wprowadzono

---

<sup>180</sup> EVCA Yearbook 2007, s. 285–286.

<sup>181</sup> Benchmarking European Tax and Legal Environments, s. 11.

<sup>182</sup> Szerzej o finansowaniu MSP we Francji zob.: A. Kurczewska, *Finansowe uwarunkowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw na przykładzie Francji*, Rozprawa doktorska napisana pod kierunkiem B. Mikołajczyk, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2008.

<sup>183</sup> J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 196.

również nowe formy organizacyjno-prawne dla działalności VC: *Fonds Communs de Placement a Risques* (FCPR) w roku 1983 i *Societe de Capital Risque* (SRC) w 1985. Oprócz samego faktu zaistnienia tych wehikułów, dedykowanych specjalnie instytucjom VC, były one dodatkowo wyposażone w korzystne rozwiązania podatkowe. W 1985 r. różne rodzaje ulg przyznano zarówno różnym typom firm/funduszy prowadzącym inwestycje, jak i inwestorom angażującym w takie fundusze swoje kapitały. Pod koniec lat 80. francuskie rozwiązania podatkowe uważane były za jedne z najkorzystniejszych w Europie, a zgłaszane przez branżę problemy z interpretacją rozbudowanych przepisów prawnych prowadziły do ich sukcesywnego porządkowania<sup>184</sup>.

Uważa się, że te dwie linie działań (zachęty podatkowe i ulepszanie prawa) oraz wzrost atrakcyjności rynku francuskiego dla inwestorów zagranicznych wywołały jego rozkwit, co ilustruje się przywołaniem danych mówiących o wzroście jego wolumenu o prawie 30% w roku 1986 wobec 1985 czy o 152% w roku 1989 wobec 1988<sup>185</sup>. Jednak dynamika ta okazała się nie być trwałą – dostępne dane statystyczne pozwalają stwierdzić, że w latach 1989–1997 ilość zebranych środków miała już tendencję malejącą lub co najwyżej stałą<sup>186</sup>.

W 1996 r. wprowadzono nową strukturę funduszu VC – *Fonds Commun de Placement dans L’Innovation* (FCPI). Jej konstrukcja jest w zasadzie identyczna, jak funkcjonującej dotychczas formy FCPR, z tym, że celem wprowadzenia FCPI było zachęcenie do inwestowania w przedsięwzięcia o charakterze innowacyjnym – uzyskanie statusu FCPI uzależniono od spełnienia warunku, że co najmniej 60% aktywów inwestowane jest w firmy innowacyjne. W 1998 r. wprowadzono również zachęty podatkowe dla francuskich inwestorów indywidualnych<sup>187</sup>. Także w tym przypadku wspomniane dane oraz charakterystyka tego okresu historii rynków VC/PE nie pozwalają jednoznacznie potwierdzić korzystnego wpływu tych zmian na wzrost zasobności funduszy VC/PE. W drugiej połowie lat 90. rzeczywiście nastąpił dynamiczny wzrost, co jednak przypisywać należy głównie zjawisku pęcznienia bańki internetowej (zjawisko to wystąpiło jednocześnie na bardzo wielu rynkach świata) – dowodem na to jest równoczesny z innymi państwami, gwałtowny krach w latach 2000–2003.

Warto jeszcze przywołać wspomniany już ranking EVCA, dotyczący korzystności otoczenia prawnego i podatkowego dla inwestycji VC/PE w Europie. Pokazuje on dużą poprawę tych warunków we Francji, jaka nastąpiła po roku 2004

<sup>184</sup> Szerzej zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 126, 134–140 oraz J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 196–197.

<sup>185</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 126–129.

<sup>186</sup> Dane udostępnione bezpośrednio przez EVCA (dostęp 02.01.2012) oraz *EVCA Yearbook 2011*.

<sup>187</sup> Zob. A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 137, 139–140.

zarówno pod względem oceny punktowej, jak i porównania z resztą Europy. W latach 2003–2004 Francja zajmowała miejsce w połowie rankingu, po czym wybiła się na drugą pozycję w roku 2006 i na pierwszą w roku 2008, wyprzedzając pod tym względem nawet Wielką Brytanię dzierżącą początkowo palmę pierwszeństwa<sup>188</sup>.

W przeciwieństwie do Francji czy Wielkiej Brytanii Niemcy nie mają tak dobrej opinii pod względem sprzyjania sektorowi VC/PE przez politykę fiskalną. Niemniej i tu wystąpiły inicjatywy mające stymulować jego rozwój. Jednym z pierwszych przykładów może być pojawienie się pod koniec lat 70. (czyli jeszcze w RFN) konstrukcji VCG (*Venture-Capital-Gesellschaften*), formy organizacyjno-prawnej dużo bardziej odpowiadającej działalności VC niż KBG (*Kapitalbeteiligungsgesellschaften*), w jakiej te podmioty tworzono do tego czasu. VCG były bardziej nastawione na młode, innowacyjne firmy o wysokim rozwoju technologicznym, aktywnie wspomagały spółki portfelowe w zarządzaniu i czerpały zysk głównie ze wzrostu ich wartości, a nie bieżących dywidend. Jednak wskazuje się, że mimo tej zmiany niemiecki rynek VC rozwijał się w tym okresie ciągle powoli<sup>189</sup>.

Przyspieszenie nastąpiło dopiero w połowie lat 80., czego przyczyną upatruje się w dalszej aktywności państwa: tworzono podstawy prawne do powstawania segmentu rynku VC podlegającego określonej regulacji, a przez to gwarantującego prywatnym kapitałodawcom większe bezpieczeństwo, oraz uruchomiono szereg programów ułatwiających dostęp małym i średnim przedsiębiorstwom do zewnętrznego kapitału własnego. Spowodowane tymi działaniami zasilenie kapitałowe oraz gwarancje państwowe dla kredytów zaciąganych na finansowanie innowacji, wespół ze sprzyjającymi zmianami psychologicznymi i społecznymi (o czym mowa w punkcie 2.5), uważa się za impuls powodujący znaczny wzrost dynamiki niemieckiego rynku VC w połowie lat 80.<sup>190</sup> Jednak już w roku 1986 doszło do zdecydowanego wyhamowania tej dynamiki<sup>191</sup>, a w końcówce lat 80. rynek VC w RFN uznawany był za wciąż będący w stadium powstawania<sup>192</sup>.

Od 1987 r. zaistniała w niemieckim prawie nowa forma prawna, wskazana dla działalności VC: *Unternehmensbeteiligungsgesellschaften* (UBG). Podmioty działające w tej formie zobowiązano do inwestowania tylko w przedsiębiorstwa krajowe, nienotowane na giełdzie, w pakiety mniejszościowe (przewidziano odstępowanie w przypadku firm najmłodszych) i przy sfinansowaniu co najmniej 70% inwestycji kapitałem własnym. Ponadto UBG musiały spełniać narzucone kryteria co do formy prawnej, siedziby, kapitału zakładowego i dywersyfikacji portfela,

---

<sup>188</sup> *Benchmarking European Tax...*, s. 11.

<sup>189</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 201–203.

<sup>190</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 202.

<sup>191</sup> Zob.: rocznik niemieckiego stowarzyszenia VC: BVK Statistik 2000, *Das Jahr 2000 in Zahlen*, Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften 2001, s. 23–24, 34.

<sup>192</sup> Zob.: E. Glogowski, M. Münch, *Nowe usługi finansowe*, s. 64–65.

uzyskać licencję odpowiednich władz i poddać się ich kontroli oraz zaferować swe akcje na giełdzie w odpowiednim terminie. Jednocześnie formę tę wyposażono w możliwość skorzystania z przywilejów podatkowych (UBG zwolniono z podatku majątkowego i dochodowego, tworząc z niej strukturę transparentną podatkowo, a w 1990 r. dodano zwolnienie z podatku od zysku kapitałowego pod kilkoma warunkami, m.in. reinwestycji tego zysku)<sup>193</sup>.

Wprowadzenie UBG bywa wymieniane jako jeden z ważnych czynników wzrostu dynamiki rozwoju rynku VC w Niemczech pod koniec lat 80.<sup>194</sup> Jednakże J. Węclawski zauważa, że mimo intencji ustawodawcy oczekiwania wobec tej koncepcji nie spełniły się w szerszym zakresie. Przewidziane dla UBG zwolnienia podatkowe okazały się nie dość atrakcyjne, by przełamać negatywne skutki administracyjnych regulacji krępujących swobodę ich działania; w przeciwieństwie do innych, typowo komercyjnych funduszy VC, UBG nie mogły inwestować w przedsiębiorstwa zagraniczne, angażować się w transakcje MBO/MBI, dokonywać większych inwestycji czy korzystać z kredytu w zakresie większym niż 30% wartości inwestycji. Także obowiązki informacyjne dotyczące przedsiębiorstw, w które inwestowano, zostały odebrane nieprzychylnie. W 1992 r. (czyli po 6 latach funkcjonowania) działało w Niemczech zaledwie 16 spółek udziałowych mających udziały w 172 przedsiębiorstwach (niecałe 7% wszystkich udziałów na rynku), a zainwestowany kapitał (433 mln DM) stanowił jedynie 9,2% całego rynku VC<sup>195</sup>. Ocenia się, że głównym powodem małej popularności tego rozwiązania prawnego była konieczność publicznego notowania – UBG jako firmy publiczne nie były atrakcyjne dla inwestorów giełdowych, a i niemieckie firmy inwestycyjne wykazywały niechęć do upubliczniania wyników, do jakiego zobowiązane są spółki giełdowe<sup>196</sup>. Pozwala to sądzić, że w dynamicznym wzroście niemieckiego rynku w latach 1988–1991<sup>197</sup> ustawowe regulacje z 1987 r. dotyczące formy UBG nie miały znaczącego udziału. Wskazuje się jednocześnie, że w okresie tym znaczna część zainwestowanych środków pochodziła od inwestorów zagranicznych (z Wielkiej Brytanii, Francji, Holandii czy USA), którzy, jak się uważa, byli wówczas bardziej doświadczeni od inwestorów niemieckich i widzieli potencjał rozwoju tamtejszego rynku VC<sup>198</sup>.

W połowie lat 90. niemieckie rozwiązania podatkowe odnoszące się do inwestycji VC określano jako mniej korzystne niż np. w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii czy Francji<sup>199</sup> i nie zmieniło się to w ciągu następnej dekady. W latach

<sup>193</sup> J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 207–210.

<sup>194</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 30.

<sup>195</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 210–211.

<sup>196</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 162.

<sup>197</sup> Zob.: rocznik niemieckiego stowarzyszenia VC: tamże.

<sup>198</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 143.

<sup>199</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 211.

2003–2004 rozwiązano niektóre problematyczne zagadnienia, jak klasyfikacja przejrzystych podatkowo struktur funduszy czy opodatkowanie inwestorów i osiągniętych zysków (tzw. *carried interest*). Środowisko oczekiwało jednak dalszych zmian – oprócz przepisów dotyczących UBG Niemcy nie miały szczególnych regulacji dla inwestycji Private Equity. Plany ich wprowadzenia były przedmiotem aktywności lobbingowej stowarzyszenia BVK. Również dynamikę rozwoju rynku określano jako przeciętną, choć w innych krajach Europy odnotowywano w analogicznym okresie znaczący wzrost<sup>200</sup>. Niekorzystną ocenę podsumowuje wspomniany wcześniej ranking EVCA, prezentujący atrakcyjność otoczenia prawnego i podatkowego dla inwestycji VC/PE w Europie. W 2003 r. Niemcy zajęły w nim przedostatnią pozycję (na 15 analizowanych państw), gorzej wypadła tylko Austria. W ciągu następnych 5 lat ocena punktowa Niemiec nieznacznie wzrosła, oddaliły się one też od ostatniej pozycji na liście, ale to tylko z powodu rozszerzenia jej o państwa wcześniej nieuwzględniane w rankingu. W 2008 r. gorsze od Niemiec okazały się: Cypr, Rumunia, Słowenia, Słowacja i Czechy, a więc żadne z państw obecnych w rankingu od samego początku. Austria wykazała w tym okresie bardzo dużą poprawę, co oznacza, że pozycja Niemiec w porównaniu z rokiem 2003 uległa *de facto* pogorszeniu<sup>201</sup>.

Dostępne źródła pozwalają jeszcze na krótki przegląd inicjatyw państwa w Australii. W 1984 r. rząd uruchomił program o nazwie *Management and Investment Companies* (MIC) tworzący nowy typ wehikułu inwestycyjnego dla Venture Capital. W ciągu następnych siedmiu lat fundusze MIC zgromadziły około 400 mln AUD<sup>202</sup>. Koncepcja programu polegała na udzielaniu podmiotom MIC (będącym funduszami VC) licencji na gromadzenie kapitału od inwestorów, którzy otrzymywali prawo odliczenia 100% ich inwestycji od podstawy opodatkowania. Na 58 podmiotów zidentyfikowanych w roku 1988 jako Venture Capital 11 funkcjonowało w formie MIC. Program ten uważa się za mający katalityczny wpływ na rozwój australijskiego rynku VC<sup>203</sup>.

W 1992 r. uruchomiono program *Pooled Development Funds* (który zastąpił program MIC); w następnych latach fundusze PDF zainwestowały 155 mln AUD w 147 spółek<sup>204</sup>. Program PDF miał bardzo podobną strukturę do MIC, ale z mniejszym akcentem na korzyści podatkowe. Program ten uważa się za jedną z inicjatyw o wspomagającej roli dla rynku, który doświadczał trudności z powodu recesji wczesnych lat 90. Mimo to przyznaje się, że rozwój rynku w tym okresie nadal był powolny, a ożywienie przyszło dopiero w drugiej połowie tej dekady, gdy na

---

<sup>200</sup> *EVCA Yearbook 2007*, s. 150, 152.

<sup>201</sup> *Benchmarking European Tax...*, s. 11.

<sup>202</sup> *Australian Venture Capital Association Limited, Yearbook 2002*, s. 9.

<sup>203</sup> *Value Capital. The Evolution...*, s. 17.

<sup>204</sup> *Australian Venture Capital Association Limited, Yearbook 2002*, s. 9.

całym świecie zaczynał się boom na spółki technologiczne (głównie internetowe)<sup>205</sup>. Dodatkową inicjatywą, mającą sprzyjać inwestycjom, było wprowadzenie w 1999 r. reform w zakresie podatku od zysków kapitałowych, ulgi podatkowej przy reinwestowaniu zysków oraz zerowego opodatkowania amerykańskich i niektórych innych funduszy emerytalnych. W 2002 r. zatwierdzono wyłączenia z podatku od zysków kapitałowych niektórych inwestorów zagranicznych, w tym funduszy funduszy (*fund of funds*) inwestujących w spółki typu *Venture Capital Limited Partnership*<sup>206</sup>.

Zgromadzone dane<sup>207</sup> pozwalają stwierdzić, że po 1992 r. ilość zebranych środków rzeczywiście przejawiała tendencję rosnącą, ale – podobnie jak przy analizie innych państw – dużą rolę w tym procesie przypisać należy wspomnianej koniunkturze na spółki internetowe, co potwierdza wzrost dynamiki widoczny pod koniec lat 90. I podobnie jak w innych krajach, po 2000 r. odnotowano silny spadek ilości gromadzonych środków, co nie pozwala uznać inicjatyw państwa z lat 1999 i 2002 za istotne dla stymulowania aktywności inwestorów, a przynajmniej nie na tyle, by powstrzymały negatywny wpływ czynników czysto rynkowych.

Zebrany powyżej materiał o prawnych sposobach regulowania działalności i opodatkowania funduszy VC/PE trudno jednoznacznie podsumować. Wydaje się, że same przepisy dotyczące form prawnych tych podmiotów są dla funkcjonowania rynku fundamentalne, bowiem brak prawnych regulacji powoduje naturalną obawę przed podejmowaniem danej działalności. Mniej oczywista jest kwestia zachęt podatkowych. Wiele z przytoczonych danych i opinii zdaje się składać na ogólny wniosek, że przyjazna polityka fiskalna nie wpływa na aktywność kapitałodawców angażujących swe środki w sektor VC/PE. Przywodzi to na myśl dowcip o bacy, który zapytany, czyje są pasione przez niego owce, odparł, że to zależy, czy czarne, czy białe, bo białe są jego. A czarne też są jego. Podobnie może być z rynkiem Private Equity – potencjał stóp zwrotu i ryzyko strat mają na tyle dużą rozpiętość, że kwestie podatkowe mogą mieć dla inwestorów znaczenie dalece drugorzędne. Jeśli podatki będą niskie, to zainwestują dużo. Jeśli zaś będą wysokie, to też zainwestują dużo, tylko ewentualnie trochę mniej zarobią.

Warto przy tej okazji wskazać inną kwestię: zaawansowana globalizacja stwarza coraz lepsze możliwości legalnego unikania opodatkowania w danym kraju przez rejestrację działalności (czy to firmy PE, czy funduszu, czy wreszcie spółki portfelowej) w innym państwie, o korzystniejszych warunkach fiskalnych. W takiej sytuacji dane statystyczne (uwzględniające zebrane środki zazwyczaj według

<sup>205</sup> *Value Capital. The Evolution...*, s. 17.

<sup>206</sup> *Australian Venture Capital Association Limited, Yearbook 2002*, s. 10.

<sup>207</sup> Bazy danych: *ThomsonOne* (dostęp 27.08.2011) i *AVCJ Database* (dostęp 19.09.2011) oraz *Asian Private Equity 300*, AVCJ Group Ltd.; roczniki 1992/1993–2012.



siedziby podmiotu zbierającego) tym bardziej powinny potwierdzać stymulujący efekt zachęt podatkowych, czego jednak w powyższej analizie trudno się doszukać.

Warto jeszcze wspomnieć o opinii J. Węclawskiego, który z dużą ostrożnością podchodzi do stosowania preferencji podatkowych dla uczestników inwestycji VC, uzasadniając, że nie należą one do istoty tej formy finansowania. Podstawową zachętą do angażowania środków w takie inwestycje powinien być sam potencjał wysokiej zyskowności, jaki wiąże się z ich specyfiką. Podejmujący wysokie ryzyko inwestor jest wynagradzany szansą na ponadprzeciętną stopę zwrotu, dlatego nie powinno ono (ryzyko) być dodatkowo wynagradzane ulgami podatkowymi. Fundusze powinny przyciągać klienta wysoką efektywnością zarządzania swoimi aktywami, a nie ulgami podatkowymi. Mając to na uwadze, J. Węclawski dopuszcza jednak pewne preferencje podatkowe, ale mocno obwarowane: po pierwsze – powinny obejmować tylko inwestorów instytucjonalnych działających w ramach ustawowych ograniczeń co do podejmowanego ryzyka, po drugie – powinny dotyczyć tylko kapitałodawców, a nie również firm zarządzających funduszami czy spółek portfelowych (co wiąże się ze wspomnianą praktyką unikania podatków przez rejestrowanie siedzib w tzw. oazach podatkowych)<sup>208</sup>.

## 2.8. Polityka pieniężna (stopy procentowe)

Państwo ma, ogólnie rzecz biorąc, dwa istotne instrumenty wpływania na cenę pieniądza w gospodarce. Pierwszym jest stopa procentowa banku centralnego (lub Rezerwy Federalnej, jak to jest w USA) i w tym sensie jest to instrument niekoniecznie zależny od rządu (organ ustalający te stopy jest często podmiotem niezależnym), ale jednak mający charakter czynnika publicznego. Drugim instrumentem jest oprocentowanie papierów wartościowych emitowanych przez państwo (obligacji, bonów), które stanowią znaczącą część rynku kapitałowego i pozwalają wpływać na skłonność inwestycyjną po stronie popytu.

Co ciekawe, wpływ stopy procentowej na rynek VC/PE może mieć charakter dwojaki, przeciwstawny. Jej zmiany mogą z jednej strony wpływać na popyt na ten typ kapitału zgłaszany przez przedsiębiorstwa, z drugiej zaś – na jego podaż udostępnianą funduszom VC/PE przez inwestorów.

Pierwszy mechanizm winien mieć charakter pozytywny: wzrost stóp procentowych wywołuje wzrost popytu na finansowanie VC/PE. Oprocentowanie państwowych papierów wartościowych jest bowiem w pewnym stopniu wyznacznikiem kosztu kredytów bankowych, a zatem wzrost stóp procentowych powinien powodować, że konkurencyjne źródła finansowania działalności gospo-

---

<sup>208</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 215–217.



darczej, takie jak Venture Capital, stają się bardziej atrakcyjne dla rozwijających się firm. W związku z tym w okresach wysokich stóp zwrotu powinno się oczekiwać wzrostu inwestycji VC/PE<sup>209</sup>.

Po drugim mechanizmie należy się spodziewać relacji negatywnej: wzrost stóp procentowych powoduje spadek napływu kapitałów do sektora VC/PE. Krótko- i długoterminowe papiery wartościowe oferowane przez państwo są bowiem pozbawioną ryzyka alternatywą dla inwestycji Venture Capital<sup>210</sup>. Im wyższa stopa procentowa, tym niższe jest zainteresowanie inwestowaniem na rynku VC, jako że wyższe stopy zwrotu uzyskuje się z aktywów o niższym poziomie ryzyka (obligacje przedsiębiorstw) i aktywów pozbawionych ryzyka (obligacje skarbowe). W konsekwencji w okresach wysokiej stopy procentowej premia za inwestowanie w aktywa ryzykowne powinna być relatywnie wyższa. W praktyce zależność ta jest jednak bardziej skomplikowana. Zwiększenie stopy procentowej w gospodarce wpływa na zmniejszenie się rentowności inwestycji giełdowych, a to z kolei wpływa na zmniejszenie zwrotu z inwestycji typu Venture Capital<sup>211</sup>.

Oprocentowanie państwowych papierów wartościowych również znalazło się wśród czynników, których wpływ na wielkość zebranych/zainwestowanych środków VC badali – jako regresję wieloraką – cytowani już P. A. Gompers i J. Lerner<sup>212</sup>, ale nie doszli do jednoznacznych wniosków. W analizie regresji na poziomie całego państwa (USA) zmienna określona jako „zwrot z bonów skarbowych w poprzednim roku” (*previous year's t-bill return*) dla łącznych wielkości zgromadzonego kapitału VC/PE uzyskała dodatnie oszacowania współczynników regresji, ale nieistotne statystycznie, natomiast przy analizie kapitału pochodzącego od wyodrębnionych grup kapitałodawców w przypadku podmiotów opodatkowanych (w tym osób prywatnych) uzyskano również współczynniki dodatnie i nieistotne, zaś w przypadku podmiotów zwolnionych z podatków (w tym zwłaszcza dla funduszy emerytalnych) – współczynniki ujemne i istotne. Mogłoby to oznaczać, że rentowność bonów skarbowych ma na podmioty nieopodatkowane istotny wpływ negatywny oraz nie ma istotnego wpływu na podmioty podlegające podatkom. Badanie na poziomie poszczególnych stanów wzmacnia wnioski o związku negatywnym – uzyskano współczynniki ujemne i istotne statystycznie (przynajmniej w odniesieniu do wartości inwestycji VC). Wydaje się więc, że rentowność państwowych papierów wartościowych oddziałuje przede wszystkim na stronę podażową – wzrost rentowności inwestycji nieryzykownych „odciąga” kapitał inwestorów od inwestycji o stosunkowo wyższym ryzyku, zmniejszając napływ środków do funduszy VC/PE.

---

<sup>209</sup> Por.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 265.

<sup>210</sup> Tamże, s. 265.

<sup>211</sup> Zob.: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 65.

<sup>212</sup> P. A. Gompers, J. Lerner, *What Drives Venture Capital Fundraising?*

## 2.9. Regulacje prawne wpływające na podaż kapitału od inwestorów instytucjonalnych

Kolejną możliwością oddziaływania przez państwo na rynek VC/PE jest tworzenie/zmianie regulacji prawnych dotyczących instytucji, dla których sektor ten jest jedną z potencjalnych możliwości inwestowania środków, jakimi dysponują. Nie dotyczy to takich kapitałodawców, jak fundusze funduszy (*funds of funds*) czy inne wehikuły inwestycyjne, ani też korporacji, których nie krępują w tej mierze żadne szczególne unormowania (może poza przepisami antymonopolowymi). Chodzi tu przede wszystkim o instytucje finansowe: banki, firmy ubezpieczeniowe, a zwłaszcza fundusze emerytalne.

Te ostatnie to potężny rezerwuar kapitału inwestycyjnego, który jednak ma służyć zabezpieczeniu emerytalnemu ludności, więc ryzyko, na jakie się go wystawia, musi być rzetelnie zarządzane. Często stosowane są ustawowe ograniczenia dotyczące polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych (dość podobnie rzecz się ma z firmami ubezpieczeniowymi), przy czym nadmierna ostrożność w tym zakresie może z kolei blokować potencjał podnoszenia ich zyskowności. Co więcej, nawet niewielkie odsetki zasobów funduszy emerytalnych (i firm ubezpieczeniowych) mogą być znaczącym źródłem zasilania finansowego funduszy VC/PE<sup>213</sup>.

Najczęściej chyba przytaczanym w literaturze przykładem zmobilizowania dla inwestycji VC środków pochodzących z zabezpieczenia emerytalnego obywateli są dwie zmiany regulacji ERISA (*Employment Retirement Income Security Act*, czyli Ustawa o Zabezpieczeniach Emerytur i Dochodów Pracowniczych) przeprowadzone w latach 1979 i 1980 w USA. Wraz z dwukrotną obniżką podatków (lata 1978 i 1981) oraz zmianą regulacji o obowiązkach wobec SEC (1980 r.) stanowiły one serię inicjatyw państwowych mających stymulować rozwój amerykańskiego rynku VC<sup>214</sup>. Do końca lat 70. zasady inwestowania kapitałów funduszy emerytalnych podlegały ścisłym regulacjom. Wprowadzona w roku 1974 ustawa *Employment Retirement Income Security Act* (ERISA) miała na celu złagodzenie restrykcyjności tych regulacji odnośnie do możliwości prowadzenia przez fundusze emerytalne inwestycji w mniejsze, nienotowane na giełdzie przedsiębiorstwa. Niejednoznaczne zdefiniowanie pojęcia *prudent investment* („rozsądna inwestycja” lub „ostrożna inwestycja”) spowodowało jednak, że cel nie został osiągnięty – fundusze emerytalne unikały inwestycji VC jako zbyt ryzykownych, czyli niespełniających tejsze zasady ostrożności. Dopiero dokonana w roku 1979 przez Ministerstwo Pracy (*Department of Labor*) wykładnia reguły *prudent man rule* stwierdzała, że prowadzenie inwestycji typu Venture Capital nie uchybia tej zasa-

<sup>213</sup> Por.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 66–67.

<sup>214</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 80.

dzie<sup>215</sup>. Dzięki wprowadzonej zmianie fundusze emerytalne uzyskały możliwość lokowania w fundusze Venture Capital niewielkiej części swoich kapitałów, które miały wówczas wartość rzędu kilku bilionów USD, więc był to znaczny dopływ nowych środków<sup>216</sup>. Zdaniem M. Panfila wzrost kapitału angażowanego w fundusze VC z 68,2 mln USD w 1977 r. do 978,1 mln USD w roku 1978 (ceny USD z 1987 r.) był efektem właśnie przyjęcia tej regulacji<sup>217</sup>. Ponadto dwa lata później (1980 r.) dokonano wykładni kolejnego przepisu ustawy ERISA, tzw. zasady *Safe Harbor*, stwierdzając, że menedżerów zarządzających funduszami Venture Capital, w których mają udziały fundusze emerytalne, nie będą dotyczyć regulacje kierujące zasadami inwestowania kapitałów należących do funduszy emerytalnych. Oba te posunięcia, łagodzące regulacje ERISA, poprawiły możliwości wykorzystywania kapitałów zgromadzonych przez fundusze emerytalne do kapitalizacji funduszy VC<sup>218</sup>. Stwierdza się, że zmiany te spowodowały, iż prywatne i państwowe fundusze emerytalne stały się głównymi dostawcami środków dla tego sektora<sup>219</sup>.

Z oceną skuteczności tej inicjatywy jest pewien kłopot: została ona przeprowadzona niemal równocześnie z innymi zmianami, zwłaszcza w zakresie stawek podatku od zysków kapitałowych (lata 1978, 1981; omówiono je w punkcie 2.7) i dlatego trudno jest ocenić, co miało większe znaczenie dla pobudzania skłonności do inwestowania w VC. Jednak Bygrave i Timmons prezentują dane<sup>220</sup>, z których wynika, że w latach 1979–1985 udział funduszy emerytalnych w dostarczaniu kapitałów do sektora VC pozostawał bardzo stabilny, oscylując w wąskim przedziale 29–34% (z wyjątkiem roku 1981, gdy wyniósł ok. 23%). Zważywszy na fakt, że rynek w tym okresie rósł dynamicznie, należy stwierdzić, że stały udział w zasilaniu go oznacza *de facto* równie dynamiczny wzrost kwot kapitału przeznaczanego na ten cel przez fundusze emerytalne, co można uznać za dowód na skuteczność tej inicjatywy państwa. W drugiej połowie lat 80. udział funduszy emerytalnych nawet wzrósł (zwłaszcza w 1986 r. – prawie do 50%), co może świadczyć o długofalowych skutkach impulsu.

Ponadto Bygrave i Timmons z analizy danych statystycznych wywodzą wniosek, że to właśnie zmiany regulacji ustawy ERISA (z lat 1979 i 1980) wraz ze zmianą w 1978 r. regulacji SEC (Komisji Papierów Wartościowych i Giełd) miały decydujący wpływ na wzrost dynamiki rozwoju amerykańskiego rynku VC, a nie – jak początkowo twierdzono – obniżki stawek podatkowych z tego okresu (lub przynajmniej nie w tak istotnym stopniu). Porównując efekt zmian z roku 1978

<sup>215</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 18.

<sup>216</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 88.

<sup>217</sup> Zob.: M. Panfil, *Fundusze private equity...*, s. 28.

<sup>218</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 18.

<sup>219</sup> Zob.: A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 85; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 61.

<sup>220</sup> W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 274.

(obniżenie stawki podatku) i 1979 (liberalizacja ERISA) ze skutkami podwyżki stawki podatku w roku 1986 (której nie towarzyszyły zmiany innych przepisów istotnych dla rynku VC), autorzy dochodzą do wniosku, że to głównie złagodzenie rygorystycznych reguł inwestowania środków emerytalnych, a nie obniżenie stawki podatku, wpłynęło na większą aktywność kapitałodawców po roku 1978<sup>221</sup>. Mocne potwierdzenie tego poglądu przynoszą przywoływane już kilkakrotnie w tej pracy badania zaprezentowane przez P. A. Gompersa i J. Lenera<sup>222</sup>. W analizie regresji wielorakiej uwzględnili oni – wśród wielu zmiennych objaśniających – także zmienną zero-jedynkową, nazwaną „czy wykładnia zasady *prudent man* zawartej w ustawie ERISA była przedstawiona?” (*was ERISA's prudent man rule clarified?*), przyjmującą wartość 1 po roku 1978, w którym tę wykładnię opublikowano. Dla tej zmiennej uzyskano dodatni i istotny statystycznie współczynnik regresji zarówno w badaniu zgromadzonych środków VC na poziomie całego państwa USA (zwłaszcza w odniesieniu właśnie do funduszy emerytalnych), jak i w badaniu inwestycji VC na poziomie poszczególnych stanów. Zatem wpływ złagodzenia restrykcji dotyczących inwestycji funduszy emerytalnych na ilość środków gromadzonych w funduszach VC (oraz na wielkość inwestycji VC) został przez to badanie potwierdzony jednoznacznie, w przeciwieństwie do wpływu zmian stawek podatku od zysków kapitałowych, o czym mowa w punkcie 2.7.

W ślady USA poszły i inne państwa, dokonując liberalizacji zasad inwestycyjnych funduszy emerytalnych. P. Tamowicz przywołuje wprowadzenie takich zmian regulacyjnych we Włoszech i Finlandii<sup>223</sup>.

W Wielkiej Brytanii dopuszczenie inwestowania w sektor VC przez fundusze emerytalne było decyzją kierowanego przez M. Thatcher rządu konserwatystów, którzy, przejąwszy władzę w roku 1979, prowadzili w latach 80. szereg reform gospodarczych (inne opisano w poprzednich punktach)<sup>224</sup>. Ciekawe, że w tym państwie ten aspekt polityki nie był realizowany konsekwentnie – już w 1986 r. wprowadzono ustawę *Financial Services Act*, która wyłączyła większość brytyjskich funduszy emerytalnych z bezpośrednich inwestycji w fundusze Private Equity. Dopiero w 2003 r. weszły w życie zmiany do tej ustawy, które złagodziły nieco te restrykcje<sup>225</sup>.

W Australii rozpoczęto w 1992 r. reformę systemu emerytalnego, w ramach którego wprowadzono obowiązkowe wpłaty do tzw. *superannuation funds* (funduszy, których celem jest pomnażanie oszczędności emerytalnych Australijczyków, jak np. polskie OFE). Dla rynku VC/PE oznaczało to dostęp do nowych,

<sup>221</sup> Tamże, s. 271–272, 277, 279–281.

<sup>222</sup> P. A. Gompers, J. Lerner, *What Drives Venture Capital Fundraising?*

<sup>223</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Wspieranie rozwoju rynku venture capital...*, s. 12.

<sup>224</sup> Por.: T. Gruszecki, *Przedsiębiorca...*, s. 216; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 24, 26; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 193.

<sup>225</sup> Zob.: M. Panfil, *Fundusze private equity...*, s. 78.

znaczących zasobów krajowego kapitału. Środki kierowane do tych funduszy stanowiły dla *superannuation funds* jedynie od 0,5% do 1,0% ich aktywów (lata 2000–2008), ale dla branży VC/PE był to znaczny i rosnący zasób kapitału, osiągnięty ok. 9,5 mld AUD w roku fiskalnym 2008<sup>226</sup>.

Jak widać, mobilizowanie kapitałów funduszy emerytalnych często pojawia się wśród przykładów stymulowania podaży kapitałów VC/PE. Trudniej jest trafić na analogiczne przykłady dotyczące aktywizowania innych instytucji finansowych, choć i te się zdarzają. P. Tamowicz przywołuje Holandię lat 80., zliberalizowano tam wówczas przepisy prawa bankowego dotyczące posiadania przez banki udziałów w instytucjach niebankowych<sup>227</sup>. Z kolei w Wielkiej Brytanii wydano w 1994 r. rozporządzenie do ustawy *Insurance Companies Regulation Act*, które zmniejszyło przeszkody inwestycyjne dla zakładów ubezpieczeniowych, w wyniku czego inwestorzy ci zwiększyli swe zaangażowanie w rynek Private Equity<sup>228</sup>.

Podsumowując, do wymienionych powyżej pozytywnych opinii o dopuszczeniu kapitałów funduszy emerytalnych i innych instytucji finansowych do inwestycji VC/PE można dodać jeszcze jeden ważny argument: instytucje te muszą w swej działalności kierować się rachunkiem ekonomicznym, co daje pewien poziom gwarancji, że ich kapitały zostaną wykorzystane ostrożniej (i efektywniej) niż np. bezpośrednio wsparcie kapitałowe udzielone przez państwo. Skłania to do konkluzji, że we wspieraniu rozwoju rynku VC/PE państwo winno dążyć raczej do aktywizowania kapitałów stron trzecich niż do angażowania w ten rynek środków budżetowych czy manewrowania stawkami podatków w sposób wybiórczy, zakłócający konkurencję.

## 2.10. Polityka ekonomiczna, promowanie przedsiębiorczości i innowacyjności

Oprócz inicjatyw państwa skierowanych bezpośrednio na wspieranie rozwoju rynku VC/PE ważne dla niego jest również środowisko gospodarcze, w którym się on rozwija. Państwo ma także pewien wpływ na „jakość” tego środowiska, co stanowi możliwość stymulowania VC/PE w sposób pośredni. Oczywiście takie cechy otoczenia gospodarczego, jak przedsiębiorczość, skłonność do pracy, innowacyjność czy otwartość na zmiany w ogromnej mierze zależą od czynników społecznych i kulturowych, nierzadko uwarunkowanych historycznie, ale i państwo ma tu swoją dużą rolę – może je hołubić lub dławić (choćby w sposób niezamierzony).

<sup>226</sup> *Value Capital. The Evolution...*, s. 15, 19, 23.

<sup>227</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 28.

<sup>228</sup> Zob.: M. Panfil, *Fundusze private equity...*, s. 78.

Kreowanie warunków (dobrych lub złych) dla rozwoju przedsiębiorczości i innowacyjności odbywa się przede wszystkim przez ogólne, strategiczne kierunki polityki ekonomicznej, a także poprzez system norm prawnych dotyczących zakładania i prowadzenia działalności gospodarczej, stopień jej kontrolowania i biurokratyzowania procedur, uciążliwość obciążeń podatkowych, regulacje wpływające na dostępność finansowania (w tym także bezpośrednie publiczne wsparcie finansowe) czy wreszcie przepisy prawa własności przemysłowej i im pokrewne<sup>229</sup>.

Za środowisko przyjazne czy wręcz wzorcowe dla przedsiębiorczości uznaje się Stany Zjednoczone, gdzie obok cech społecznych (omówionych w punkcie 2.5) korzystne były też posunięcia ze strony państwa. Oprócz samego „przedsiębiorczego myślenia”, wpisanego niejako w historyczny charakter tego regionu, inicjowano też szczególne unormowania, jak np. przeprowadzenie w końcu lat 70. i na początku 80. szeregu rządowych deregulacji w takich dziedzinach, jak telekomunikacja, lotnictwo czy transport, czy też poluzowanie kontroli rynku fuzji i przejęć. Uważa się, że działania te, wraz z niebywałym postępem technologicznym w niektórych branżach, mogły mieć równie ważne, a może nawet ważniejsze, znaczenie dla rozwoju sektora VC niż czynniki analizowane na bazie danych statystycznych (tj. obniżki stawek podatkowych, łagodzenie regulacji przepisów emerytalnych)<sup>230</sup>.

Pod względem cech społecznych i kulturowych pewnego podobieństwa do Amerykanów można się doszukiwać u Australijczyków (również potomków „przedsiębiorczych emigrantów”) – i tu podobnie duże znaczenie ma przyjazne nastawienie ze strony państwa. Ocenia się, że czynnik publiczny odegrał ważną rolę przy narodzinach rynku VC w Australii. Aby wesprzeć handel i inwestycje międzynarodowe, w 1975 r. dokonano znaczącej redukcji ceł, zaś w roku 1984 przeprowadzono deregulację sektora finansowego i upłynnienie kursu dolara australijskiego. Dodatkowym impulsem dla przedsiębiorców (jak i dla rozwoju rynku VC) były wprowadzone przez rząd znaczące zachęty podatkowe dla badań i rozwoju<sup>231</sup>.

Specyfika polityki gospodarczej w Europie jest uznawana za przykład przeciwny, czyli negatywny. Wskazuje się, że tu rynek VC później się pojawił, a jego rozwój był powolniejszy, podobnie zresztą jak ogólnie rozumianej przedsiębiorczości. Jako przyczynę tej różnicy P. Tamowicz wskazuje różny stopień zaangażowania czynnika publicznego w ten proces, jak też w ogół procesów gospodarczych zachodzących w poszczególnych państwach. Znaczne zaangażowanie czynnika publicznego w Europie wynikało z przyjętej tu po wojnie strategii odbudowy

---

<sup>229</sup> Por.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 188, 212.

<sup>230</sup> Zob.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 281.

<sup>231</sup> *Australian Venture Capital Association Limited, Yearbook 2002*, s. 9.



i rozwoju. Zgodnie z tą strategią, zwaną kapitalizmem kierowanym (*guided capitalism*), za główną siłę sprawczą w odbudowywanej gospodarce uznawano nie rynek, lecz czynnik publiczny, dlatego też akcent położony był na konieczność ścisłej współpracy między rządami, wielkim przemysłem oraz związkami zawodowymi. Przekładało się to na znaczne rozszerzanie rozmiarów sektora publicznego (procesy nacjonalizacji, działalność założycielska państwa) i jednocześnie wprowadzanie wielu regulacji ograniczających swobodę działania małych firm. Przewagę dużych przedsiębiorstw potęgowały także efekty skali w realizacji badań i rozwoju oraz stosowaniu innowacji technologicznych. W gospodarce takiej, zorientowanej na duże i średnie przedsiębiorstwa, wielki przemysł i mocno regulowane rynki finansowe, mała przedsiębiorczość była wypierana. W efekcie słaby i opóźniony był też rozwój sektora VC, dla którego prywatna przedsiębiorczość jest podstawą istnienia. Zmiany nadeszły dopiero w latach 70. w związku z kryzysem gospodarek opartych na szerokiej interwencji państwa i masowej produkcji<sup>232</sup>.

Wystąpienie tego kryzysu spowodowało odwrót od interwencjonizmu i coraz większą liberalizację gospodarek europejskich, co wiązało się z pobudzeniem dynamicznego rozwoju średnich i małych firm oraz powstaniem bodźców do ożywienia rynku VC. Dodatkowymi impulsami rozwojowymi były postępująca globalizacja działalności gospodarczej, większa otwartość na nowe instrumenty finansowe oraz rosnąca konkurencja<sup>233</sup>. Do bardziej radykalnych posunięć w zakresie tworzenia warunków dla rozwoju przedsiębiorczości niewątpliwie zaliczyć można reformy rządu M. Thatcher (zwłaszcza luzowanie obciążeń fiskalnych) prowadzone w Wielkiej Brytanii w latach 80.<sup>234</sup> czy wprowadzone w tym samym okresie zmiany we Francji: liczne ułatwienia w zakładaniu spółek, uproszczenie przepisów dotyczących ich statutów, dozwolenie na określanie jako ich siedziby mieszkania założyciela czy skrócenie do 15 dni okresu wydania decyzji o rejestracji spółki<sup>235</sup>.

Na lata 80. przypada też fala znacznej aktywności państw w tworzeniu programów wspierania przedsiębiorstw (poprzez dotacje, subwencje, pożyczki, gwarancje), która trwa w zasadzie do dziś. Ten aspekt oddzielono od omawianych wcześniej form wspierania sektora VC/PE, bo nie dotyczy go bezpośrednio, a może mieć jedynie znaczenie pośrednie, przez stymulowanie przedsiębiorczości, czyli zwiększanie podaży potencjalnie zyskownych projektów. Ze względu na wielorakość tych programów oraz fakt, że ich znaczenie dla sektora VC/PE jest tylko pośrednie, ograniczono się tu do zasygnalizowania przykładów co ważniejszych

<sup>232</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 31–32.

<sup>233</sup> J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 191.

<sup>234</sup> Por.: T. Gruszecki, *Przedsiębiorca...*, s. 216; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 24, 26–27; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 193.

<sup>235</sup> J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 196.



programów (skrót opracowano z wykorzystaniem kilku różnych źródeł<sup>236</sup>, a dane w nawiasie oznaczają państwo oraz rok uruchomienia).

Popularnym rozwiązaniem stało się dotowanie firm w dwóch lub trzech etapach, gdzie powodzenie wcześniejszego etapu (np. przygotowanie i badania wstępne) jest warunkiem zakwalifikowania się do następnego (finansowanie odpowiednio większe, np. środki na inwestycję). Tak skonstruowano programy: *Small Business Innovation Research* (SBIR, trzystopniowy, USA, 1982), *Small Firms Merit Award for Research and Technology* (SMART, dwustopniowy, Wielka Brytania, 1986), *Small Business Technology Transfer* (STTT, trzystopniowy, USA, 1992), *Commercialising Emerging Technologies* (COMET, dwustopniowy, Australia, 1999) czy choćby dotacje dostępne w naszym kraju w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka z Działania 1.4–4.1 (dwustopniowe, Polska, 2007/2008). Przykładem instytucji o szerokim spektrum działania jest ANVAR (*l'Agence nationale de la valorisation de la recherche*, Francja, 1967), wyposażona w kapitał służący udzielaniu dotacji, pożyczek (zwracanych tylko w przypadku sukcesu) oraz gwarancji. Instytucję założono na długo przed falą reform lat 80., ale jej wieloletnia aktywność świadczy o jej wysokim znaczeniu (na początku obecnego tysiąclecia agencja zatrudniała 400 osób i miała swoje biura od Kanady po Koreę Południową). Charakter wsparcia pośredniego ma z kolei program *Building on IT Strengths* (BITS, Australia, 2000), polegający głównie na finansowaniu inkubatorów. Ułatwianie dostępu do kapitału dłużnego było celem np. instytucji *WagnisfinanzierungsGesellschaft* (RFN, 1975) czy programu *Small Business Loan Guaranty Scheme* (Wielka Brytania, 1981).

Programy wspierania przedsiębiorstw, choć niewątpliwie chętnie wykorzystywane i często pomocne, spotykają się też z krytyką dotyczącą wysokiego stopnia biurokratyzowania oraz zakłócania konkurencyjności na rynku. Warto również przywołać ciekawe spostrzeżenie W. Bainsa, który – analizując programy wspierania kapitałowego przedsiębiorstw (głównie z branży biotechnologicznej) przez państwo – rozróżnia dwie jego formy: dofinansowanie **firm** lub dofinansowanie **biznesów**. Subtelna różnica między nimi polega na tym, że w pierwszym przypadku środków udziela się firmom spełniającym określone kryteria (najczęściej będącym w fazie zakładania, czyli tzw. start-upom), podczas gdy w drugim przy-

---

<sup>236</sup> *Private Equity and Venture Capital Incentives in Europe*, s. 42; *Australian Venture Capital Association Limited, Yearbook 2002*, s. 10.; T. Gruszecki, *Przedsiębiorca...*, s. 216; A. Kornasiewicz, *Venture Capital...*, s. 140–141, 161; M. Panfil, *Fundusze private equity...*, s. 65; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 24, 26; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 193–194; Departament Biznesu, Innowacji i Umiejętności rządu brytyjskiego (Department for Business Innovation & Skills), <http://www.bis.gov.uk> (dostęp 16–17.07.2012); Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości (Instytucja Wdrażająca m.in. działanie 1.4–4.1), [www.parp.gov.pl](http://www.parp.gov.pl) (dostęp 16–17.07.2012); program SBIR, [www.sbir.gov](http://www.sbir.gov) (dostęp 16–17.07.2012), instytucja Small Business Administration (SBA), [www.sba.gov](http://www.sba.gov) (dostęp 16–17.07.2012).

padku wsparciem obejmuje się konkretne projekty, a parametry przedsiębiorstwa, które chce projekt realizować, mają mniejsze znaczenie. Autor krytykuje pierwszą formę za niedostateczne uwzględnianie sensowności planowanej działalności i szans ich powodzenia, wskazując, że o pieniądze często występują osoby mające jedynie mgliste pojęcie, co chcą robić i niepotrafiące dobrze uzasadnić, dlaczego ich firma miałaby odnieść sukces rynkowy. W ten sposób finansuje się (oczywiście nie zawsze) innowacje pozorne, dobrze wyglądające w statystykach, lecz nieprzynoszące faktycznych efektów ekonomicznych. Zdecydowanie korzystniej autor ocenia drugą formę – finansowanie konkretnych projektów, a więc planów, które zostały przynajmniej w podstawach dobrze opracowane. Za przykłady takich „właściwych” form wspierania przedsiębiorstw autor uważa programy: SMART i SBIR<sup>237</sup>.

Mimo zmiany nastawienia politycznego państw z lat 70. i 80. (zwrot ku przedsiębiorczości) oraz postępu globalizacji (ułatwianego przez umacnianie współpracy w ramach tworzonej Unii Europejskiej) M. Panfil przytacza opinię dotyczącą ciągle niskiego tempa rozwoju europejskiego rynku VC. Zdaniem tego autora powodem niskiej dynamiki była między innymi błędna polityka promowania tego rozwoju finansowania w UE. Błąd polegał na tym, że narodowe rządy krajów członkowskich UE, jak i sama Komisja Europejska, koncentrowały się na rozwijaniu infrastruktury przyjaznej dla środowiska biznesowego, a pomijały kwestię kluczową, tj. rozwój małych i średnich przedsiębiorstw przez ułatwienie im dostępu do kapitału (zmniejszenie *equity gap*). Zmiana tego podejścia nastąpiła, zdaniem tegoż autora, dopiero w latach 90.<sup>238</sup> Oprócz większego nacisku na dostępność kapitału coraz silniej akcentowano znaczenie innowacyjności dla rozwoju makroekonomicznego zarówno na poziomie państw, jak i całej Unii Europejskiej<sup>239</sup>.

Różnica między Europą a USA w podejściu organów władzy do wspierania rozwoju gospodarczego jest jednak ciągle widoczna. Przykładem jest wspomniana już Strategia Lizbońska, która miała spowodować skok gospodarczy Europy skracający jej dystans wobec USA. Wdrażanie Strategii nie powiodło się, jak się uważa, z dwóch powodów. Pierwszy to zupełnie odmienne podejście stosowane przy stymulowaniu przedsiębiorczości przez Unię Europejską w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi. Amerykańska gospodarka opiera się na oddolnej innowacyjności, kreowaniu nowych rozwiązań i technologii przez prywatne firmy i osoby, natomiast Bruksela kładzie nacisk na liczne programy odgórnie wymyślane,

---

<sup>237</sup> Szerzej zob.: W. Bains, *Venture Capital and the European Biotechnology Industry*, Palgrave Macmillan 2009, s. 178–182.

<sup>238</sup> Zob.: M. Panfil, *Fundusze private equity...*, s. 29.

<sup>239</sup> Szersze badania tego zagadnienia przedstawiono w: M. Krawczyk, *Finansowe uwarunkowania rozwoju innowacji w sektorze MŚP w krajach Unii Europejskiej*, Rozprawa doktorska napisana pod kierunkiem B. Mikołajczyk, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2010.

nadzorowane i finansowane przez armię unijnych biurokratów. Drugim powodem jest obciążenie, jakie dla gospodarek większości unijnych państw stanowi rozbudowany system opieki socjalnej, do którego Europejczycy bardzo przywykli i z którego nie chcą zrezygnować<sup>240</sup>. Nieskuteczność unijnych działań na rzecz stymulowania innowacyjności wskazuje też np. J. Winiecki, argumentując, że samo finansowanie wynalazków nie oznacza automatycznego sukcesu, konieczne jest jeszcze skuteczne skomercjalizowanie innowacji, o czym decyduje rynek, a nie urzędnicy ani wielkie kwoty wydanych pieniędzy publicznych; podobnie zwiększanie publicznego dofinansowania działalności R&D nie ma sensu, jeśli na jej wyniki nie jest zgłaszane dostateczne zapotrzebowanie ze strony sektora prywatnego, który winien mieć potencjał do ich przetworzenia w komercyjny produkt – w tym kontekście zwiększanie wydatków „na siłę” nie pomoże, a może zaszkodzić, odciągając zdolnych innowatorów od projektów czysto komercyjnych do badań finansowanych przez państwo<sup>241</sup>.

W ostatnich latach szczególnie istotnym problemem dla wielu państw jest wymykający się spod kontroli wzrost długu publicznego. Przynajmniej w tym zakresie doszło do względnego zrównania gospodarek po obu stronach Atlantyku, jako że USA również borykają się z tym problemem. Jego genezy upatruje się w wydarzeniach sprzed 12 lat, tj. w boomie internetowym, który przeszedł w bańkę spekulacyjną, a ta – pękając – wywołała poważne problemy gospodarcze. Uważa się, że stosowane wówczas obniżanie stóp procentowych, mające pobudzić hamującą gospodarkę, w dłuższej perspektywie doprowadziło do boomu na kredyty *subprime* i kolejnej bańki, tym razem na rynku nieruchomości. Gdy i ta pękła (tzw. *credit crunch*, 2007–2008), w celu ratowania banków i innych instytucji finansowych przekazano im ogromne sumy publicznych pieniędzy, ale poskutkowało to wzrostem długu publicznego do bezprecedensowych rozmiarów. W Europie, mimo nieco odmiennej specyfiki, scenariusz był podobny – doprowadził on niektóre państwa na skraj bankructwa, np. Islandię czy ostatnio Grecję<sup>242</sup>.

W tym kontekście rozwój VC/PE jest utrudniony przez niestabilność i ograniczone możliwości tworzenia prognoz; duże znaczenie może też mieć zaostrzenie polityki fiskalnej (jeśli w tym kierunku pójdą decyzje państw). Turbulencje gospodarcze odbijają się też na dużych skokach indeksów giełdowych, a tendencje rynku VC/PE wykazują duże do nich podobieństwo (co jest przedmiotem badania przy weryfikacji hipotezy 1).

---

<sup>240</sup> Zob.: W. Szelaż, *Druga Ameryka*, „Gazeta Prawna”, dodatek: „Gazeta Gospodarcza”, 11–13 marca 2005, nr 50.

<sup>241</sup> J. Winiecki, *Kulczykowic są skuteczniejsi od państwa*, [www.money.pl](http://www.money.pl), 12.05.2008, (dostęp 22.08.2011).

<sup>242</sup> *Overdose the Next Financial Crisis*, reż. M. Borgs, reportaż dokumentalny, 2010; obejrzany na [www.youtube.com](http://www.youtube.com) (dostęp 10.07.2012).

### 3. Determinanty skłonności do angażowania kapitału w rynek VC/PE – badanie empiryczne

#### 3.1. Przesłanki badanej hipotezy 1

W poprzedniej części książki przeanalizowano czynniki mogące wpływać na wielkość środków angażowanych w fundusze VC/PE. Zestaw tych czynników jest stosunkowo obszerny. Zebranie danych, które umożliwiłyby zbadanie ich wszystkich w sposób empiryczny, byłoby bardzo trudne, a może nawet niewykonalne. Dane, do jakich dotarł autor, pozwoliły na empiryczne zbadanie czterech spośród tych czynników – są to:

- **ogólny rozwój gospodarczy**, za którego miernik przyjęto **Produkt Krajowy Brutto**; oczywiście oczekiwane jest pozytywne oddziaływanie tej zmiennej na rynek VC/PE;

- **koniunktura na rynkach giełdowych**, odzwierciedlana **indeksami giełdowymi**; zarówno opinie badaczy, jak i rzucające się w oczy podobieństwo wykresów trendów na obu rynkach pozwalają oczekiwać silnego związku pozytywnego;

- **długoterminowe stopy procentowe**, będące odzwierciedleniem ceny pieniądza na poszczególnych rynkach, jak również rentowności inwestycji o zerowym (a właściwie: minimalnym) ryzyku, a także – w pewnym stopniu – polityki pieniężnej prowadzonej w danym państwie; w tym przypadku charakter zależności (pozytywna czy negatywna) jest najtrudniejszy do określenia *a priori*, co sygnalizowano już w punkcie 2.8;

- **stopy podatku dochodowego od osób prawnych (CIT)**, które są tu wskaźnikiem polityki fiskalnej wobec sektora przedsiębiorstw.

Stopy procentowe i stopy podatkowe wymagają szerszego komentarza.

Co do stóp procentowych, to przy projektowaniu tego badania i formułowaniu treści hipotezy potraktowano je jak instrument bezpośrednio zależny od decyzji organów państwa, co jest pewnym skrótem myślowym, ale w znacznym stopniu uzasadnionym. Co prawda, decydującą rolę w kształtowaniu ceny pieniądza odgrywa bank centralny, który również jest instytucją o charakterze publicznym, ale ceny emitowanych przez państwo papierów dłużnych muszą uwzględniać stopy procentowe aktualnie obowiązujące w systemie bankowym, co znajduje potwierdzenie w generalnie wysokiej korelacji obu parametrów. W tym sensie oprocentowanie państwowych papierów dłużnych dość dobrze odzwierciedla decyzje banku centralnego. Z drugiej strony w szczególnych okolicznościach państwo może stosować oprocentowania odbiegające od tych z systemu bankowego, realnie ingerując w poziom stóp procentowych na rynku. Mając do wyboru

te dwa parametry, autor zdecydował o włączeniu do badania oprocentowania instrumentów dłużnych jako bliższego rynkowi PE, bo dotyczącego bezpośrednio rynku kapitałowego.

Co do stóp podatkowych, to intencją autora było zbadanie różnych typów podatków, w tym zwłaszcza szeroko omawianego podatku od zysków kapitałowych (CGT), jednak uniemożliwił to brak odnośnych danych wynikający zapewne ze zbytnej złożoności systemów podatkowych poszczególnych państw, trudnej do ujednoczenia w postaci porównywalnych szeregów czasowych. Należy przy tym podkreślić, że podatek od zysków kapitałowych ma wpływ na decyzje inwestorów reprezentujących tylko niewielką część kapitału alokowanego w funduszach PE, bowiem większość tych środków pochodzi od instytucji (banki, fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe), których podatek ten nie dotyczy, podlegają one innym regulacjom podatkowym (zwrócili na to uwagę już Bygrave i Timmons<sup>243</sup>). Wydaje się natomiast, że dużo silniejszego wpływu na skłonność do lokowania środków w fundusze PE, przynajmniej teoretycznie, można się spodziewać właśnie po „zwykłym” podatku dochodowym od korporacji (CIT). Pojawia się on na wszystkich etapach przepływu środków; przede wszystkim dotyczy on zysków osiągniętych przez spółki portfelowe (mają one zwykle formę korporacji, co pozwala lepiej ustalać relacje własności i władzy wspólników<sup>244</sup>), następnie zysków realizowanych przez niektóre fundusze PE (część z nich działa jako korporacje, choć istnieją rozwiązania korzystniejsze, transparentne podatkowo) i firm zarządzających funduszami (o ile działają jako korporacje), wreszcie zysków transferowanych do kapitałodawców (z których wielu jest korporacjami, w tym także instytucje finansowe, jak np. banki). Dlatego wykorzystanie w badaniu stawki CIT wydaje się uzasadnione, może nawet bardziej niż podatku od zysków kapitałowych. Oczywiście oczekuje się negatywnego wpływu podatków na sektor VC/PE (im wyższe stopy podatkowe, tym niższa skłonność do inwestowania).

Pośród pozostałych czynników potencjalnie wpływających na sektor VC/PE większości nie uwzględniono z powodu niemożności ich wyrażenia w formie liczbowej. Choć zapewne możliwe są jakieś formy parametryzacji np. postępu technicznego czy intensywności promowania przedsiębiorczości, to znalezienie takich wskaźników, dokładnie odpowiadających założeniom badania, i to w postaci odpowiednio długich szeregów czasowych, wydaje się niemożliwe. Z tego powodu w badaniu nie zostały ujęte: postęp technologiczny, uwarunkowania społeczne i kulturowe, regulacje prawne dotyczące form działalności podmio-

---

<sup>243</sup> Zob.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 273.

<sup>244</sup> Por.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 151.

tów VC/PE, regulacje prawne wpływające na podaż kapitału od inwestorów instytucjonalnych oraz polityka ekonomiczna, promowanie przedsiębiorczości i innowacyjności.

Istniała możliwość uwzględnienia w badaniu historycznych stóp zwrotu z inwestycji PE, jednak ostatecznie zdecydowano o ich pominięciu. Powodów było pięć: 1) ograniczenie regionalne danych (dostępne były dane dla 4 z 8 państw wybranych do badania); 2) ograniczenie czasowe (w przypadku USA i Wielkiej Brytanii dostępne dane sięgały dużo krótszych okresów wstecz niż dostępne dane dotyczące wszystkich innych zmiennych); 3) trudność w określeniu, która stopa zwrotu (za jaki horyzont czasowy) jest najwłaściwsza z punktu widzenia wpływu na decyzje inwestorów; 4) stopy zwrotu są w pewnym stopniu powiązane z wycenami giełdowymi, a więc ich wpływ częściowo pokrywa się z wpływem koniunktury giełdowej, która w badaniu została uwzględniona; 5) decyzje inwestorów opierają się, ściśle rzecz biorąc, nie tyle na samych historycznych stopach zwrotu, ile na przewidywaniach co do potencjalnych stóp w przyszłości, a prognozy te opierają się na różnych czynnikach, między innymi tych, które w badaniu uwzględniono.

Nie udało się również uwzględnić w badaniu wsparcia sektora VC/PE przez kapitał publiczny. Programy te są realizowane przez różnorodne instytucje, dlatego dane na ten temat są bardzo rozproszone i niekoniecznie kompletne, nie mają też ujednocnionej formy i byłyby trudne do wystandaryzowania w postaci długich szeregów czasowych, zwłaszcza dla ośmiu różnych państw.

Nieuwzględnienie wymienionych tu czynników, uznawanych za ważne, było jednym z powodów sporządzenia ich rozbudowanej analizy na podstawie literatury w punkcie 2 niniejszej pracy.

W oparciu o dostępne dane i dotychczasową wiedzę sformułowano następującą treść poddawanej badaniu hipotezy 1:

**Decyzje kapitałodawców, angażujących swe środki w fundusze Private Equity, wyrażające się ilością środków PE zebranych w danym roku są uzależnione od wielu czynników, a w szczególności od: koniunktury makroekonomicznej (wyrażonej Produktem Krajowym Brutto), koniunktury giełdowej (wyrażonej indeksami giełdowymi), długoterminowej stopy procentowej (wyrażonej oprocentowaniem państwowych dłużnych papierów wartościowych) oraz stawki podatku dochodowego od korporacji (CIT). Instrumenty bezpośrednio zależne od decyzji organów państwowych, tj. stawki CIT i długoterminowe stopy procentowe, są równie silnymi determinantami decyzji kapitałodawców angażujących swe środki w fundusze Private Equity, jak wielkości makroekonomiczne niezależne bezpośrednio od państwa, tj. PKB i koniunktura giełdowa.**



### 3.2. Opis<sup>245</sup> i wyniki badania

Badaniem objęto wszystkie osiem wytypowanych państw, tj. USA, Wielką Brytanię, Francję, Niemcy, Australię, Japonię, Chiny i Indie. Za indeksy reprezentujące koniunkturę giełdową w tych państwach przyjęto Nasdaq<sup>246</sup>, FTSE 100, CAC 40, DAX, All Ordinaries, Nikkei 225, Shanghai Composite (SSEC) oraz BSE 30. Poziomy indeksów giełdowych dla każdego roku wyznaczono jako średnie arytmetyczne notowań dziennych w tym roku. Za pomocą stosownych deflatorów urealniono poziomy długoterminowych stóp procentowych, wartości zebranych środków PE, wartości Produktów Krajowych Brutto oraz poziomy indeksów giełdowych (które są uśrednionymi poziomami cen zbiorów akcji, a ceny te – jako wartości pieniężne – również podlegają zjawisku zmian wartości wynikającemu ze zmian siły nabywczej pieniądza).

Przy weryfikacji hipotezy wykorzystano analizę regresji wielorakiej (klasyczna MNK), tj. badanie jednoczesnego wpływu kilku zmiennych objaśniających na zmienną objaśnianą, co jest znacznie lepszą metodą badania złożonych związków niż analizowanie indywidualnej korelacji każdej zmiennej objaśniającej ze zmienną objaśnianą.

Dla każdego państwa dokonano oszacowań parametrów dla wszystkich wariantów kombinacji zmiennych objaśniających od jednej do czterech (nie licząc wyrazu wolnego), otrzymując w ten sposób po 15 równań dla wszystkich państw oprócz Chin i Indii (po 3 równania, z powodu braku danych dotyczących długoterminowej stopy procentowej dla Chin, PKB dla Indii oraz stawki CIT dla obu państw). Z tego zestawu wykluczono równania, w których poszczególne zmienne uzyskały parametry o znakach przeciwnych do założeń wynikających z teorii (tj. ujemne dla PKB i indeksu giełdowego oraz dodatnie dla CIT; w przypadku zmiennej LTIR przesłanki za ujemnym znakiem współczynnika uznano za nie dość pewne i dla ostrożności nie eliminowano równań z parametrem dodatnim) oraz równania bez indeksów giełdowych (bowiem analiza istotności statystycznej wskazuje, że jest to bezspornie istotna zmienna, a oszacowania bez niej dają generalnie niższe współczynniki determinacji). Tak otrzymano zawężony zestaw równań „potencjalnie dobrych”, w znacznym stopniu objaśniających badane zjawisko. Zestaw ten prezentuje tabela 5.

---

<sup>245</sup> Szerszy opis metodologii i badania zawarto w dysertacji doktorskiej autora pt. *Determinanty decyzji inwestycyjnych na rynkach Venture Capital / Private Equity* napisanej pod kierunkiem naukowym prof. zw. dr hab. B. Mikołajczyk w Katedrze Finansów i Rachunkowości MSP Uniwersyte-  
tu Łódzkiego; pracę obroniono w styczniu 2013 roku.

<sup>246</sup> Warto przy tym zauważyć, że Nasdaq nie jest giełdą *sensu stricto*, lecz tzw. rynkiem pozagiełdowym (ang. *over-the-counter market*), jednak od giełd odróżnia go w zasadzie tylko techniczny sposób organizacji obrotu, dlatego często nazywany jest giełdą i dlatego w niniejszej pracy, dla lepszej czytelności, jest wspólnie z rynkami innych krajów nazywany giełdą (rynkiem giełdowym).



Tabela 5. Zestawienie wyników oszacowań parametrów równań objaśniających zmienną PE dla **wybranych** kombinacji zmiennych objaśniających

	USA 1981			R	UK 1984			R	Francja 1989			R	Chiny 1992			R			
C	-con	+GDP	+LTIR	+EXC	71	-con	+GDP	+LTIR	+EXC	59									
D											-con	+GDP	-CIT	+EXC	62	-			
E											+con	-LTIR	-CIT	+EXC	65	-			
I	-con	+GDP		+EXC	72	-con	+GDP		+EXC	61	-con	+GDP		+EXC	64	-con	+GDP	+EXC	73
K	+con		-LTIR	+EXC	69	-con		-LTIR	+EXC	51	+con		-LTIR	+EXC	67				
L	+con			-CIT	+EXC	63	+con			-CIT	+EXC	42	+con			-CIT	+EXC	61	
T	-con			+EXC	65	-con			+EXC	43	-con			+EXC	60	-con		+EXC	44

	Niemcy 1989			R	Australia 1986			R	Japonia 1992			R	Indie 1997			R		
C										-con	+GDP	-LTIR	+EXC	35	-			
E										+con	-LTIR	-CIT	+EXC	72	-			
I										-con	+GDP		+EXC	38	-			
K	-con		+LTIR	+EXC	77	-con		+LTIR	+EXC	81					-con	+LTIR	+EXC	63
L										+con			-CIT	+EXC	74	-		
T	-con			+EXC	70	-con			+EXC	81					-con		+EXC	64

#### Objaśnienia:

Literami (boczek) oznaczono poszczególne kombinacje zmiennych (poszczególne, wybrane równania). W główce dla każdego z państw podano startowy rok serii danych wziętej do badania (wszystkie kończą się na roku 2010); „R” oznacza skorygowany współczynnik determinacji  $R^2$ . Skróty oznaczają zmienne: con – wyraz wolny; GDP – wartość PKB w cenach stałych z 2010 r.; LTIR – urealniony poziom długoterminowej stopy procentowej; CIT – stawka podatku dochodowego od osób prawnych (korporacji); EXC – wartość indeksu giełdowego wybranego dla danego państwa w cenach stałych z 2010 r. Znak przed zmienną oznacza znak oszacowanego parametru (dodatni lub ujemny). Kolorem oznaczono istotność oszacowań (kolor ciemny – zmienna istotna dla  $p = 5\%$ , kolor jasny – zmienna istotna dla  $p = 10\%$ ; brak koloru (biały) – zmienna nieistotna dla  $p = 10\%$ ). Dla Chin i Indii znak „-” oznacza równania niedostępne z powodu braku danych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy danych *ThomsonOne* (dostęp 27.08.2011), *EVCA* (dostęp 02.01.2012), rocznika *EVCA Yearbook 2011*, bazy danych *AVCJ Database* (dostęp 19.09.2011), bazy danych OECD (dostęp 13.05.2012 i 26.05.2012), serwisu Yahoo Finance (dostęp 13.05.2012) oraz serwisu Stooq.pl (dostęp 13.05.2012).

Pod względem wartości skorygowanego współczynnika determinacji wyniki nie są w pełni zadowalające, ale jest to rezultat wykonania badania jednocześnie dla ośmiu państw różniących się między sobą wieloma cechami, np. poziomem rozwoju czy uwarunkowaniami kulturowymi i historycznymi. Zapewne uwzględnienie specyfiki każdego państwa (i np. poszerzenie specyfikacji równań o zmienne specyficzne dla każdego z nich, zastosowanie ewentualnych opóźnień itd.) pozwoliłoby doprowadzić równania do lepszych postaci, wykroczyłyby to jednak poza ramy tej pracy. Ponadto takie zróżnicowanie spowodowałoby niemożność wyciągania wniosków uogólnionych dla całej badanej próby państw, co na tym etapie jednolitości specyfikacji równań jest jeszcze możliwe.

Ograniczenie zestawu równań pozwala stwierdzić, że giełda jest zdecydowanie zmienną istotną, sporą częstość wystąpienia przy dostatecznej istotności wykazał też PKB. Długoterminowa stopa procentowa znalazła się tylko w pojedynczych równaniach (istotna mniej więcej w połowie przypadków), zaś najrzadziej pojawiającą się zmienną jest CIT, i to zawsze jako zmienna nieistotna nawet dla 10% tolerancji błędu – za wyjątkiem Japonii, dla której CIT występuje jako zmienna istotna w dwóch równaniach już przy 5% tolerancji.

Z uzyskanego zestawu głębszej analizie poddano równania K (i wyjątkowo L dla Japonii) jako zawierające zmienne istotne statystycznie, a wśród nich zmienną podatną na wpływ państwa (stopa procentowa dla sześciu państw, CIT dla Japonii). Dzięki takiemu wyborowi można zbadać (porównać między sobą) siłę wpływu dwóch zmiennych, które w tych równaniach występują, tj. indeksu giełdowego (wielkość niezależca bezpośrednio od polityki państwa) i długoterminowej stopy procentowej, a dla Japonii – stawki CIT (obie wielkości są instrumentami polityki państwowej). W analizie porównawczej nie znalazły się Chiny, dla których – z braku danych – nie oszacowano równania K ani L.

Do porównania posłużą tabele 6 i 7; pierwsza przedstawia równania K (i L dla Japonii) z oszacowanymi współczynnikami i wybranymi statystykami służącymi do oceny jakości estymacji, druga zaś zawiera wyznaczone na podstawie współczynników relacje siły wpływu badanych zmiennych.

Tabela 6. Równania K (i L dla Japonii) z oszacowanymi współczynnikami dla badanych państw oraz statystyki oceny jakości oszacowań

Państwo	Równanie			n	s. R <sup>2</sup>	DW	d <sub>L</sub>	d <sub>U</sub>
USA	64357,9	- 15170,8 <b>LTIR</b>	+ 61,4153 <b>EXC</b>	30	69	0,68	1,28	1,57
<i>t (p)</i>	1,42 (0,17)	-2,18 (0,04)	4,74 (0,00)					
W. Bryt.	- 1652,64	- 2800,26 <b>LTIR</b>	+ 4,72217 <b>EXC</b>	27	51	0,93	1,24	1,57
<i>t (p)</i>	- 0,17 (0,87)	-2,26 (0,03)	3,51 (0,00)					
Francja	1710,65	- 691,705 <b>LTIR</b>	+ 1,33634 <b>EXC</b>	22	67	1,77	1,15	1,54
<i>t (p)</i>	0,67 (0,51)	-2,24 (0,04)	3,40 (0,00)					
Niemcy	- 2981,98	+ 390,979 <b>LTIR</b>	+ 0,816583 <b>EXC</b>	22	77	1,39	1,15	1,54
<i>t (p)</i>	-3,71 (0,00)	2,56 (0,02)	8,42 (0,00)					
Australia	- 7616,11	+ 133,217 <b>LTIR</b>	+ 2,24469 <b>EXC</b>	25	81	1,48	1,21	1,55
<i>t (p)</i>	-4,14(0,00)	1,03 (0,32)	6,73 (0,00)					
Indie	- 4755,81	+ 229,695 <b>LTIR</b>	+ 0,681427 <b>EXC</b>	14	63	1,56	0,91	1,55
<i>t (p)</i>	-1,93 (0,08)	0,83 (0,43)	4,20 (0,00)					
Japonia	24203,3	- 632,865 <b>CIT</b>	+ 0,454551 <b>EXC</b>	19	74	0,95	1,07	1,54
<i>t (p)</i>	7,88 (0,00)	-6,99 (0,00)	3,22 (0,01)					

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych jak dla tabeli 5.

Pod względem współczynnika determinacji i statystyk DW jakoś przedstawionych równań w tabeli 6 można uznać za umiarkowaną, ale – jak już wspomniano – przy takim poziomie ujednoczenia analizy zbioru państw trudno jest dążyć do poprawy parametrów jakościowych, co zapewne byłoby możliwe przy rozpatrywaniu każdego z państw indywidualnie.

Celem zaprezentowania oszacowanych współczynników równań K (i L dla Japonii) jest zbadanie, z jaką siłą na zmienną PE wpływają zmiany indeksu giełdowego w porównaniu ze zmianami stopy procentowej (lub ze zmianami stawek CIT dla Japonii). Ma to pozwolić ocenić, na ile władze państwowe mają możliwość wpływania poprzez ten ostatni instrument na rynek PE w porównaniu z jego reakcją na czynnik od państwa niezależny, tj. na koniunkturę giełdową. W tabeli 7 przedstawiono przeciętną roczną bezwzględną zmianę indeksu giełdowego (EXC) oraz zmianę stopy procentowej (LTIR; odpowiednio CIT dla Japonii) konieczną do wywołania wpływu na zmienną PE o takiej samej wartości, jaką wywołuje owa średnia zmiana indeksu. Wyznaczoną w ten sposób zmianę stopy procentowej (stawki CIT) odniesiono do przeciętnej rocznej bezwzględnej zmiany tej stopy (stawki) oraz do jej zakresu w badanym okresie (od minimalnego do maksymalnego).

Tabela 7. Analiza porównawcza siły wpływu zmiennych EXC (dane w punktach) i LTIR/CIT (dane w punktach procentowych) na zmienną PE

Państwo	Średnia roczna bezwzględna zmiana EXC	Zmiana LTIR odpowiadająca średniej rocznej zmianie EXC	Średnia roczna bezwzględna zmiana LTIR	Wartości LTIR w badanym okresie		
				min.	maks.	zakres
USA	341,4	1,3821	0,6072	0,9688	8,6816	7,7129
W. Brytania	599,1	1,0103	1,0176	0,7884	6,7131	5,9246
Francja	727,3	1,4051	0,7335	1,4997	7,1643	5,6646
Niemcy	893,3	1,8657	0,8331	2,0494	5,9390	3,8896
Australia	448,2	7,5521	1,6589	-0,5967	8,7383	9,3350
Indie	2132,1	6,3252	1,8530	-3,4810	7,4907	10,9717
Państwo	Średnia roczna bezwzględna zmiana EXC	Zmiana CIT odpowiadająca średniej rocznej zmianie EXC	Średnia roczna bezwzględna zmiana CIT	Wartości CIT w badanym okresie		
				min.	maks.	zakres
Japonia	2024,9	1,4544	0,58	39,54	49,98	10,44

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych jak dla tabeli 5 oraz danych z tabeli 6.

Tabela 7 nie uwzględnia znaków przy współczynnikach, o czym należy pamiętać przy jej analizowaniu. W przypadku USA, Wielkiej Brytanii i Francji **wzrost**

długoterminowej stopy procentowej przekłada się na **spadek** ilości zebranych środków PE, tymczasem dla Niemiec, Australii i Indii jest odwrotnie – **wzrostowi** stóp towarzyszy również **wzrost** zmiennej PE. Ujemny znak przy zmiennej LTIR wydaje się potwierdzać, że mechanizm wpływania tej zmiennej na rynek PE polega na silniejszym oddziaływaniu na stronę podażową niż popytową (spadek stopy wolnej od ryzyka skłania inwestorów do angażowania większych środków w bardziej ryzykowne fundusze PE i ich zasobność rośnie, mimo że popyt na te środki mógłby być „odciągany” przez taniejący kredyt). Gdy znak okazuje się dodatni, mogłoby to oznaczać, że dla angażowania kapitału PE popyt na te środki jest istotniejszym czynnikiem niż cele dochodowe strony podażowej. Taka sytuacja może mieć miejsce w Niemczech, gdzie tradycyjnie dużą rolę w finansowaniu przedsiębiorstw (w tym i branży PE) odgrywają banki<sup>247</sup>. Niemcy, obok Japonii, uznaje się za głównego reprezentanta modelu finansowego o relatywnie większym znaczeniu systemu bankowego względem rynku kapitałowego. Alternatywą jest model o przeważającej roli rynku kapitałowego, typowy dla krajów anglosaskich<sup>248</sup>, co potwierdza wyniki dla USA i Wielkiej Brytanii, ale nie zgadza się z wynikiem dla Australii (trudno powiedzieć, jaki model jest właściwy dla Indii, ale z racji historycznego związku z Wielką Brytanią można podejrzewać, że również „giełdowy”, a nie „bankowy”). Jednocześnie dla tych dwóch ostatnich państw zmienna ta wykazała niską istotność statystyczną, więc oszacowanie jej współczynnika należy tu traktować z ostrożnością, a uwzględnienie jej w analizie siły wpływu ma na celu zachowanie pełnego obrazu i odniesienia do innych państw.

Interpretacja tabeli jest następująca: dla USA indeks Nasdaq (w cenach stałych z 2010 r.) zmienia się średnio o 341,4 punktu rocznie (jest to zmiana bezwzględna, czyli wzrost lub spadek). W reakcji na tę zmianę ilość zebranych w ciągu roku środków PE zmienia się (odpowiednio rośnie lub maleje) o 20 967 mln USD. Taką samą wartość zmiany zmiennej PE wywołałaby zmiana długoterminowej stopy procentowej (odpowiednio obniżka lub podwyżka) o 1,3821 punktu procentowego. Innymi słowy, aby zniwelować **spadek** wolumenu zebranych środków PE (czyli spowodować jego wzrost) wywołany **spadkiem** indeksu giełdowego o średnią wartość jego zmiany rocznej, należałoby **obniżyć** oprocentowanie długoterminowych obligacji państwowych o 1,3821 punktu procentowego. Analogicznie np. dla Australii, gdzie relacja jest odwrotna pod względem znaków, aby zrównoważyć **spadek** wolumenu zebranych środków PE (czyli spowodować jego wzrost) wywołany **spadkiem** indeksu giełdowego (All Ordinaries) o średnią wartość jego zmiany rocznej, należałoby **podnieść** oprocentowanie długoterminowych obli-

<sup>247</sup> Por. np.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 62–63.

<sup>248</sup> O dwóch modelach finansowych państw zob. np.: D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch, *Ekonomia. Mikroekonomia*, PWE, Warszawa 2003, s. 172; K. Mościbrodzka, *Finansowanie sektora przedsiębiorstw...*, s. 14.

gacji państwowych o 7,5521 punktu procentowego. W wyjątkowym przypadku Japonii wpływ na zmienną PE wywiera, według analizowanych danych, stawka CIT, a nie długoterminowa stopa procentowa. I znowu, **spadkowi** ilości zebranych środków PE wywołanemu **spadkiem** indeksu Nikkei o tyle, o ile zmienia się on średnio w roku (tj. o 2024,9 punktu), należałoby przeciwdziałać **obniżeniem** stopy podatku CIT o 1,4544 punktu procentowego.

Odniesienie do ostatnich czterech kolumn tabeli pozwala ocenić, czy odpowiadająca średniej zmianie indeksu giełdowego zmiana stopy procentowej jest duża czy nie. I tak np. dla USA wynik 1,3821 punktu procentowego jest zdecydowanie większy od zmiany, jakiej ta stopa podlega średnio rocznie (0,6072 punktu proc.) i stanowi dość dużą część, bo aż 18%, całego zakresu tej zmiennej w badanym, 30-letnim okresie. W przypadku Wielkiej Brytanii relacja ta wydaje się mniejsza, bo wpływ średniej rocznej zmiany indeksu giełdowego równoważy już średnia roczna zmiana długoterminowej stopy procentowej, ale w odniesieniu do całego zakresu tego parametru w 27-letnim okresie badania jest to 17%, czyli również stosunkowo dużo. Warto przy tym podkreślić, że gdyby dążyć do zrównoważenia średniej zmiany indeksu giełdowego w okresie, w którym stopy procentowe były na swych minimalnych poziomach (0,9688% dla USA, rok 2005; 0,7884% dla Wielkiej Brytanii, rok 2010), to konieczna obniżka spowodowałaby poziomy tych stóp do wartości ujemnych (jest to możliwe w sytuacji, gdy nominalna stopa procentowa jest niższa od stopy inflacji). We Francji konieczna zmiana stopy procentowej stanowi dwukrotność jej średniej zmiany rocznej i aż 25% rozpiętości tej stopy między minimalną a maksymalną w okresie 22 lat przyjętych do badania.

Dla Niemiec, Australii i Indii otrzymano dodatni współczynnik przy LTIR, co oznacza, że zmiany ilości zebranych środków PE mają (według tych równań) ten sam kierunek, co zmiany stóp procentowych. Dla tych trzech państw siła wpływu tej zmiennej okazuje się o wiele słabsza niż dla poprzednich. Dla Niemiec konieczna zmiana stopy (1,8657 punktu proc.) to ponad dwukrotność jej średniej zmiany rocznej i niemal połowa całej rozpiętości jej wartości w ciągu 22 lat, jakie obejmuje próba. Dla Indii i Australii te proporcje są jeszcze większe, ale warto wspomnieć, że istotność zmiennych była tu niska.

W przypadku Japonii możliwości wpływania na wolumen rynku PE za pomocą stawki CIT na pierwszy rzut oka wydają się większe. Efektowi średniej rocznej zmiany indeksu giełdowego odpowiada zmiana tej stawki o 1,4544 punktu procentowego, czyli stosunkowo niewiele, skoro sama stawka kształtowała się w badanym okresie na poziomie od ok. 40% do ok. 50%, wyznaczając tym samym nieco ponad 10-punktową rozpiętość między jej maksymalną a minimalną wartością. Z drugiej jednak strony wyraźna jest bardzo niska elastyczność w korzystaniu z tego instrumentu: zmiana stawki o 10,44 punktu procentowego zasła w długim, bo 19-letnim okresie, co przekłada się na uśrednioną roczną korektę stawki o zaledwie 0,58 punktu procentowego. W rzeczywistości wystąpiły

w Japonii w tym okresie tylko dwie obniżki stawki, w latach 1997–1999 o ponad 9 punktów procentowych i w roku 2004 o ponad 1 punkt proc. Pokazuje to, jak rzadko władze Japonii sięgają do tego instrumentu oddziaływania na gospodarkę i że pole manewru, jakie teoretycznie daje wciąż wysoka stawka (prawie 40%), jest pozorne – w praktyce każdy kolejny punkt procentowy obniżki stawki CIT byłby poważną decyzją dla budżetu Japonii, szczególnie trudną w okresie globalnego spowolnienia ekonomicznego i specyficznych problemów gospodarki japońskiej.

Podsumowując powyższe, według analizowanych równań zmiana ilości zebranych środków PE wywołana średnią roczną zmianą indeksu giełdowego musiałaby być równoważona relatywnie wyższą zmianą długoterminowej stopy procentowej (lub stosunkowo wysoką zmianą stawki CIT w Japonii), co oznacza, że ta stopa (lub ta stawka) wyraźnie **słabiej** wpływa na kształtowanie się wartości zgromadzonych środków PE niż koniunktura giełdowa.

Powyższą analizę należy traktować z odpowiednim dystansem. Właściwym dla niej punktem widzenia są rynki Private Equity, a więc siłę zmiennych należy traktować jak miarę znaczenia poszczególnych determinant dla decyzji inwestycyjnych inwestorów PE, a nie jako narzędzia polityki państwa służące oddziaływaniu na te rynki. Nie można przecież zakładać, że władze kraju zdecydują się na zmiany stóp procentowych czy stawek podatków tylko po to, by stymulować (bądź schładzać) koniunkturę na rynku Private Equity, ignorując wpływ tych decyzji na o wiele szersze spektrum innych dziedzin gospodarki. Nie zaprzecza to jednak zasadności badania, jak takie decyzje wpływają na ten rynek, dlatego powyższe wnioski z analizy danych są w tym sensie jak najbardziej uprawnione.

Wyniki badania podsumowano następująco: **postawioną hipotezę 1 należy zweryfikować negatywnie; stawki podatku CIT i długoterminowe stopy procentowe (czyli instrumenty bezpośrednio zależne od decyzji organów państwowych) nie są równie silnymi determinantami decyzji kapitałodawców angażujących swe środki w fundusze Private Equity, jak wielkości makroekonomiczne niezależne bezpośrednio od polityki państwa, zwłaszcza koniunktura giełdowa. Najsilniejszą i wystarczająco istotną statystycznie determinantą decyzji kapitałodawców jest koniunktura giełdowa, mniej istotną i nastroczającą pewnych wątpliwości (w części przypadków ujemne współczynniki) jest koniunktura ogólnogospodarcza (wyrażona wielkością PKB). Podobnie relatywnie słabiej potwierdzona jest istotność długoterminowej stopy procentowej (istotna tylko w wybranych równaniach dla czterech z siedmiu państw, dla których ją uwzględniono, i o znacznie mniejszej sile oddziaływania niż koniunktura giełdowa), a jej wpływ przyjmuje charakter dodatni w jednych krajach i ujemny w innych. Nie znaleziono potwierdzenia dla istotności stawek podatku CIT, z wyjątkiem Japonii, gdzie jest to determinanta istotna (ale również mająca słabszą siłę oddziaływania niż koniunktura giełdowa).**



## Rozdział 3

# Inwestowanie kapitału przez fundusze Venture Capital / Private Equity

### 1. Innowacyjność – czynnik sukcesu, źródło ryzyka

#### 1.1. Innowacja – definicja, możliwości klasyfikowania

Innowacyjność ma dla powodzenia projektu inwestycyjnego duże znaczenie (choć możliwe jest preferowanie przez poszczególnych inwestorów VC/PE projektów z branż tradycyjnych, może o mniejszym potencjale zysku, ale za to i mniejszym ryzyku).

Występują pewne trudności z precyzyjnym zdefiniowaniem innowacyjności. Spotyka się czasem nawet zawężanie tego pojęcia do wysoko zaawansowanych technologii, a tych z kolei – do niektórych tylko dziedzin, jak teleinformatyka. Takie zawężenie należy uznać za zbyt daleko posunięte.

W miarę wzrostu znaczenia innowacyjności dla rozwoju gospodarki tworzone są coraz pełniejsze definicje tego zjawiska. Przykładowo GUS w badaniu innowacyjności polskich przedsiębiorstw przyjmuje już bardzo rozszerzone stanowisko, bowiem określa<sup>1</sup>, że „**innowacją**, zgodnie z szeroką definicją przyjętą w tym badaniu, jest wdrożenie nowego lub istotnie ulepszanego produktu (wyrobu lub usługi) lub procesu, nowej metody organizacyjnej lub nowej metody marketingowej w praktyce gospodarczej, organizacji miejsca pracy lub w stosunku z otoczeniem. Produkty, procesy oraz metody organizacyjne i marketingowe, których dotyczy

---

<sup>1</sup> Zob. objaśnienia do formularza „PNT-02 Sprawozdanie o innowacjach w przemyśle za lata 2009–2011”, Główny Urząd Statystyczny.



badanie, nie muszą być nowością dla rynku (w kraju i/lub za granicą), na którym operuje badane przedsiębiorstwo. Badanie dotyczy produktów, procesów, metod organizacyjnych i marketingowych będących nowością przynajmniej dla badanego przedsiębiorstwa. [...] Badaniami statystycznymi innowacji objęte są wszystkie możliwe stopnie nowości: od produktów, procesów, metod organizacyjnych lub metod marketingowych nowych na skalę światową, poprzez produkty, procesy i metody nowe w skali kraju lub rynku, na którym operuje przedsiębiorstwo, po produkty, procesy i metody nowe tylko dla przedsiębiorstwa, lecz już wdrożone w innych przedsiębiorstwach, branżach lub krajach”. Dalsza część definicji precyzuje też rozróżnienie między innowacją **produktową** i **procesową**, charakteryzując szczegółowo każdą z nich.

Przywołany tu cytat z formularza sprawozdawczego PNT-02 (nawiasem mówiąc, bardzo udoskonalonego w ciągu ostatnich lat prowadzenia tego badania) wskazuje na szereg istotnych aspektów dotyczących definiowania i pojmowania innowacyjności. Innowacją może być bowiem nie tylko produkt w sensie wyrobu, ale też usługa, wreszcie także sposób ich wytworzenia czy zaoferowania odbiorcy. Produkt (bądź proces) nowy na danym rynku (np. krajowym) może być znany za granicą od wielu lat. Porównując różne nowe produkty czy procesy, można stwierdzić, że jedne cechują się znacznie większym poziomem nowatorstwa niż inne. Próbą usystematyzowania tych cech innowacyjności jest określenie następujących kryteriów rozróżniania innowacji:

- typ innowacji;
- źródło innowacji;
- stopień innowacyjności;
- skala innowacyjności;
- użyteczność innowacji.

Przedstawiona systematyka jest tylko propozycją mającą na celu uporządkowanie cech często wymienianych i rozważanych w odniesieniu do zjawiska innowacyjności i nie wyczerpuje bogactwa tego tematu. W praktyce wśród inwestorów VC/PE zaproponowane tu klasyfikacje i pojęcia nie są często stosowane i byłyby raczej nieprzydatne, ale oczywiste wydaje się, że wszystkie te wymiary innowacyjności są przez nich dogłębnie analizowane i porównywane. Przedstawiona propozycja klasyfikacji porządkującej jest natomiast wygodnym narzędziem do rozważań na temat preferencji tej grupy inwestorów. Niestety brak jest badań pozwalających na szczegółową charakterystykę tych preferencji, możliwe jest jednak postawienie pewnych tez w oparciu o analizę teoretyczną.

W przeciwieństwie do dwóch pierwszych kryteriów (typ i źródła innowacji), które służą tylko do klasyfikowania innowacji według ich cech, dwa pozostałe (stopień i skala) wskazują na stopniowalność innowacyjności, pozwalają na po-

równywanie między sobą nowatorstwa poszczególnych rozwiązań i stwierdzanie, które są bardziej innowacyjne od innych. Pozwalają one również na zbadanie związku innowacyjności z ryzykiem i zyskowością.

## 1.2. Typy innowacji

Przez typ innowacji rozumie się tu wskazanie, czy innowacja dotyczy produktu (innowacja produktowa), czy procesu (innowacja procesowa). Produktem jest dobro oferowane odbiorcy; można rozróżnić produkty *sensu stricto* (wyroby) oraz usługi. Natomiast pod pojęciem innowacji procesowej należy rozumieć (jak podano wcześniej za GUS) zastosowanie nowych lub istotnie ulepszonych metod produkcji, dystrybucji i wspierania działalności w zakresie wyrobów i usług. Pojęcie procesu obejmuje zatem wszystkie aspekty działalności przedsiębiorstwa, w których można wprowadzić innowacje, a które nie mogą być uznane za innowację produktową. Można wskazać bardziej szczegółowe dziedziny składające się na tak rozumiany proces, takie jak technologia produkcji, organizacja produkcji, logistyka, kanały i techniki sprzedaży, metody zarządzania, marketing i reklama czy inne. Innowacja procesowa nie prowadzi do zaoferowania nowego produktu, ale skutkuje redukcją kosztów, usprawnieniem działania przedsiębiorstwa i/lub stymulacją popytu rynkowego czynnikami innymi niż cena i jakość. Możliwe jest oczywiście wystąpienie obu typów innowacji jednocześnie, np. poprzez zastosowanie technologii redukującej koszty i jednocześnie pozwalającej wytwarzać innowacyjny produkt.

Trudno rozstrzygnąć, który typ innowacji powinien być bardziej pożądanym przez inwestorów VC/PE. Wydaje się jednak, że atrakcyjniejsza jest innowacja produktowa. Wiąże się ona przede wszystkim z przychodową stroną działalności przedsiębiorstwa; nowy produkt pozwala pozyskiwać klientów i dynamicznie rozwijać sprzedaż, a brak substytutów pozwala na stosowanie stosunkowo wysokich marż przy ustalaniu cen. Koszty są kwestią wtórną, źródłem planowanej zyskowości jest maksymalizacja sprzedaży przy z góry zakładanym poziomie marży. Innowacja procesowa jest natomiast stosowana raczej w celu redukcji kosztów: oferuje się ten sam produkt, nowością są natomiast rozwiązania technologiczne i/lub organizacyjne, obniżające kapiało-, surowco- i pracochłonność istotnych dziedzin działalności operacyjnej (produkcja, sprzedaż, logistyka, zarządzanie). Źródłem zysków jest więc utrzymanie założonego poziomu sprzedaży i obniżanie kosztów. Zakres obniżki kosztów ma swoje limity, podczas gdy cena nie ma ustalonego górnego poziomu granicznego i w razie dużego sukcesu może być podnoszona. Stąd wniosek, że większe pole do generowania zysków daje innowacyjność produktowa i ta wydaje się dla inwestorów VC/PE atrakcyjniejsza.

### 1.3. Źródła innowacji

Ze względu na źródło innowacji J. J. Camp rozróżnia dwie ich kategorie<sup>2</sup>:

- produkty trudne do naśladowania, z którymi związane jest znaczne *know-how* oraz zastrzeżone prawa (autorskie, patentowe lub inne);
- produkty niewymagające znacznej wiedzy naukowej czy technicznej, ale posiadające tzw. „przewagę pierwszeństwa” (*first mover advantage*), z której korzysta firma będąca pierwszą oferującą ten produkt na danym rynku.

Tak więc sukces można osiągnąć nie tylko dzięki innowacyjności produktu związanej z zaawansowanymi rozwiązaniami technologicznymi oraz zastrzeżonymi prawami, ale też dzięki innowacyjności w sensie „bycia pierwszym” na rynku. Przedstawiony podział dotyczy przede wszystkim innowacji produktowej, ale można go również odnosić do innowacji procesowej.

Co do oceny atrakcyjności tych dwóch rodzajów innowacji dla potencjalnego inwestora VC/PE, to oba – zarówno pozyskanie praw (autorskich, patentowych czy innych), jak i dysponowanie nowym pomysłem – mają pewne wady. Innowacja oparta na niestosowanym dotąd rozwiązaniu jest podstawą znacznej przewagi nad konkurencją, ale brak ochrony prawnej stwarza wysokie ryzyko legalnego wprowadzenia na rynek imitacji. Rozwiązania chronione stosownymi prawami ograniczają takie ryzyko, ale z kolei mogą być stosunkowo stare, a zatem na rynku mogą istnieć substytuty nieobjęte tymi prawami lub nawet rozwiązania nowsze. Ponadto istnieje możliwość, że właściciel prawa odstąpi je również konkurencji. Najlepszym rozwiązaniem jest inwestycja w projekt, który opiera się na rozwiązaniu zarówno innowacyjnym (dotąd niestosowanym), jak i chronionym prawami, oraz zastrzeżenie sobie wyłączności do korzystania z tego prawa. Jednak nie wydaje się, by tak intratne okazje pojawiały się często.

### 1.4. Stopnie innowacyjności

Określenie stopnia innowacyjności polega na zidentyfikowaniu stopnia nowatorstwa zastosowanego rozwiązania. Jest to parametr trudny do zmierzenia, bowiem ma charakter ciągły, a nie skokowy, nie można więc wytyczyć jednoznacznych granic między kolejnymi stopniami. Ponadto tylko stopniowanie innowacyjności produktów wydaje się w miarę możliwe do określenia, stopniowalność innowacyjności procesów wydaje się niewykonalna. Można przyjąć następujące trzy stopnie (poziomy) zmian:

---

<sup>2</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence. A Guide to Making Smart Investment Choices and Increasing Your Portfolio Return*, John Wiley & Sons, New York 2002, s. 93.

- 1) poprawa jakości;
- 2) modernizacja;
- 3) innowacja *sensu stricto*.

Przez **poprawę jakości** należy tu rozumieć działania, które podnoszą wartość użytkową produktu, ale nie poprzez wprowadzenie istotnych zmian jego zasadniczych cech, a tylko przez zastosowanie lepszych surowców, większej precyzji przy produkcji itp. (np. zastosowanie trwalszych materiałów przy produkcji maszyn do pisania). Zaliczenie poprawy jakości do ogólnie pojętej innowacyjności pozostaje dyskusyjne i raczej nieuzasadnione. **Modernizacją** nazwiemy wprowadzenie zmian mających dla nabywcy znaczenie nie zasadnicze, ale istotne (np. zaferowanie elektrycznych maszyn do pisania zamiast tradycyjnych). **Pełną innowacją** (*sensu stricto*) jest wprowadzenie zupełnie nowego produktu (przykładem jest komputer, który wyparł oba wymienione rodzaje maszyn do pisania, dając odbiorcy wielokrotnie więcej możliwości niż samo wykonywanie maszynopisów).

Zaproponowany podział jest oczywiście dość nieprecyzyjny z racji wysokiej abstrakcyjności zagadnienia, jednakże nie powinien być z tego powodu pomijany, bowiem świadomość istnienia różnych stopni innowacyjności ma kolosalne znaczenie dla inwestorów VC/PE przy porównywaniu konkurencyjnych projektów i badania szans ich powodzenia. Alternatywnie można stosować podejście, które proponuje J. J. Camp<sup>3</sup>. Rozróżnia on dwie drogi rozwijania produktu dla osiągnięcia sukcesu: droga rewolucyjna (*Brave New World*<sup>4</sup>) oraz ewolucyjna (*Better, Faster, Cheaper*, czyli „lepiej, szybciej, taniej”). Innowacja *sensu stricto* będzie tu typowym przykładem drogi rewolucyjnej, ale problematyczne wydaje się przypisanie modernizacji do jednej z tych dróg, a także uznanie bądź nieuznanie konkretnych przypadków poprawy jakości za zmianę o charakterze ewolucyjnym.

Należy ponadto dodać, że w powyższych klasyfikacjach nie mieści się cały szereg inwestycji o zerowym poziomie innowacyjności, czyli przede wszystkim polegających na odtwarzaniu bądź powiększaniu parku maszynowego. Takie projekty również mogą być, przynajmniej teoretycznie, obiektem zainteresowania inwestorów VC/PE. Podobnie rzecz się ma z wieloma wykupami i przejęciami, w których efekt poprawy efektywności będący celem transakcji niekoniecznie musi wynikać z zastosowania jakiegoś innowacyjnego rozwiązania.

J. Węclawski zauważa, że innowacyjność projektu powoduje odwrotnie proporcjonalną zależność między ryzykiem technicznym a innymi typami ryzyka (a zwłaszcza ryzykiem rynku zbytu). Im wyższy stopień innowacyjności projektu,

<sup>3</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital...*, s. 65–66.

<sup>4</sup> Zwrot nieprzetłumaczalny bezpośrednio, rozpowszechniony od tytułu futurystycznej powieści A. Huxleya, a rozumiany jako nowa, radykalnie zmieniona rzeczywistość, zupełnie odmienione okoliczności.

tym mniejsze ryzyko naśladownictwa ze strony konkurencji, ale jednocześnie większe pozostałe typy ryzyka; trudniej ocenić, czy produkt znajdzie nabywców, czy istnieje wystarczający dostęp do surowców, czy spełnia normy prawne stosowane w danej branży, więc i trudniejsza jest ocena, planowanie i realizacja projektu<sup>5</sup>. Dlatego też zbyt pochopne byłoby stwierdzenie, że wśród inwestorów VC/PE najbardziej pożądanym jest najwyższy stopień innowacyjności (innowacja *sensu stricto*). Stopień ten bezpośrednio warunkuje ryzyko strat z inwestycji. Wyroby naśladowcze, czyli o najniższym stopniu innowacyjności, są już przez rynek zweryfikowane, nie ma więc obaw, że nie znajdą nabywców (oczywiście przy porównywalnej cenie). Niepewność ta jest wyższa przy produktach ulepszonych, unowocześnionych, a najwyższa przy całkowicie nowych, wcale nieoferowanych na rynku. Jednocześnie ze wzrostem innowacyjności produktu i związanego z nim ryzyka rośnie też potencjalna zyskowność, jaką może on przynieść. W przypadku wyrobów naśladowczych cena, po jakiej można je zaoferować, nie może odbiegać od cen takich samych produktów już istniejących na rynku. Wyższą zyskowność można otrzymać tylko produkując po kosztach niższych niż konkurencja, co z kolei wymaga wprowadzenia innowacji procesowej. Natomiast w przypadku produktów innowacyjnych brak substytutów pozwala oferującemu dyktować ich cenę, co umożliwia osiągnięcie znacznej części tzw. nadwyżki konsumenta i dzięki temu osiągnięcie przychodów znacznie przewyższających koszty. Ryzyko, które się tutaj pojawia, to wysokie prawdopodobieństwo, że produkt nie znajdzie chętnych na jego zakup. Ponieważ nakłady inwestycyjne i znaczna część innych kosztów ponoszona jest przed rynkową weryfikacją produktu, przedsięwzięcie takie przynosi wówczas znaczne straty<sup>6</sup>. Korelacja stopnia innowacyjności jednocześnie z potencjałem zyskowności i z ryzykiem niepowodzenia powoduje, że o wyborze projektów inwestycyjnych decydują nie preferencje co do tegoż stopnia, lecz stosunek inwestorów do ryzyka i stopy zwrotu. Pod tym względem można wyróżnić dwie grupy inwestorów. Pierwsza preferuje inwestowanie w przedsiębiorstwa, które wybrały metodę rewolucyjną (innowacji całkowitych; *Brave New World*), czyli te, które mają najwyższy potencjał rozwoju. Ich wyszukiwanie jest jednak o tyle trudne, że faktyczny potencjał rozwoju można ocenić dopiero po odniesieniu sukcesu rynkowego. Dlatego też znaczna część inwestorów VC/PE preferuje drogę ewolucyjną (*Better, Faster, Cheaper*). Charakteryzuje się ona stosunkowo niższym możliwym do osiągnięcia zyskiem, ale też i niższym ryzykiem, głównie dlatego, że nie trzeba szukać nowego rynku. Praktycy podkreślają jednak, że owa ewolucyjna zmiana musi być znaczna; nowy produkt nie może być „nieco lepszy”,

---

<sup>5</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 110.

<sup>6</sup> Szerzej zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 74–78.

choćby w kilku aspektach wystarczy, że będzie miał ulepszoną tylko jedną cechę, ale znacząco. Musi to być ulepszenie wystarczająco istotne, by odciągnąć uwagę konsumentów od produktów dotychczasowych<sup>7</sup>.

## 1.5. Skala innowacyjności

Skala innowacyjności natomiast to parametr przedstawiający okres stosowania danego rozwiązania (zwykle w latach) w odniesieniu do pewnego obszaru terytorialnego bądź branżowego. Znaczną zaletą tego kryterium w porównaniu ze stopniem innowacyjności jest możliwość obiektywnego i dość jednoznacznego pomiaru. Skalę innowacyjności można określić przez podanie, od ilu lat dane rozwiązanie jest stosowane na świecie, w grupie państw (np. wysoko uprzemysłowionych), w kraju, w regionie, w branży. Takie rozumienie skali innowacyjności wykorzystywano np. przy przyznawaniu dotacji unijnych na innowacyjne projekty, ostatnio – w ramach programu Innowacyjna Gospodarka; innowacyjność zdefiniowano tu jako „rozwiązanie technologiczne, które jest stosowane na świecie przez okres nie dłuższy niż 3 lata bądź technologia, która jest stosowana dłużej niż 3 lata pod warunkiem, że stopień rozprzestrzenienia tej technologii na świecie w danej branży nie przekracza 15%”<sup>8</sup>.

Dla pełnego obrazu skali innowacyjności konieczne jest oznaczenie okresu w odniesieniu dla wszystkich, a przynajmniej ważniejszych poziomów zasięgu (np. w skali międzynarodowej, krajowej i branżowej). Ma to istotne znaczenie przy porównywaniu innowacyjności różnych projektów. Dane rozwiązanie może być stosowane we wszystkich krajach od kilku lat, ale inne, stosowane przez o wiele dłuższy okres, może być relatywnie bardziej innowacyjne w skali pojedynczego kraju (ryнку docelowego), jeśli zaadaptowano je w tym kraju niedawno. Za najbardziej innowacyjne należy oczywiście uznać produkty/procesy zupełnie dotąd nieznanne lub tylko od niedawna stosowane w skali całego świata. Dla uzyskania znaczącej przewagi konkurencyjnej wystarczająca może być wysoka innowacyjność tylko w skali branży. Można również mówić o innowacji w skali samego przedsiębiorstwa, która oczywiście ma dla niego istotne znaczenie, ale nie może ona być przedmiotem oceny parametru rozumianego jako skala innowacji. Nie można przecież określać okresu stosowania innowacji w danym przedsiębiorstwie, skoro jest to dla niego rozwiązanie z definicji nowe.

---

<sup>7</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 65–67.

<sup>8</sup> *Regulamin przeprowadzania konkursu w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, Priorytet 4: Inwestycje w innowacyjne przedsiębiorstwa, Działanie 4.4: Nowe inwestycje o wysokim potencjale innowacyjnym*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, [www.parp.gov.pl](http://www.parp.gov.pl) (dostęp 04.08.2012).

Także w przypadku tego parametru „bardziej innowacyjny” niekoniecznie musi oznaczać „bardziej atrakcyjny”. Prawdopodobne jest, że od inwestowania w projekty oparte o absolutne nowości w skali światowej inwestorzy VC/PE będą woleli produkty mniej innowacyjne (np. oferowane od 2–3 lat). Uzasadnieniem jest ponownie ich stosunek do ryzyka. Produkty nigdzie dotąd nieoferowane dają znaczną dowolność w kształtowaniu ich cen, ale też rodzą znaczną niepewność co do wystąpienia wystarczającego popytu na nie. Wydaje się, że dla inwestora VC/PE najbardziej atrakcyjna jest konfiguracja złożona z jak najkrótszego okresu występowania produktu (procesu) na rynku docelowym (np. w regionie, branży) przy maksymalnie długim okresie występowania poza nim (w innych krajach; w innych branżach). Rozwiązanie takie zostało już zweryfikowane i dowiodło, że cechuje się wysokim potencjałem sukcesu, a jednocześnie na rynku docelowym jest wystarczająco nowe, by sukces ten mógł być powtórzony. Założeniem koniecznym tej tezy jest, że konkurencja nie ma wystarczających zdolności do adaptacji nowości w swej działalności. Jeśli to założenie nie jest spełnione, ryzyko przetransferowania nowych rozwiązań na dany rynek równoległe przez konkurentów jest duże i znacznie obniża atrakcyjność takiej konfiguracji. Ponadto nie wszystkie rozwiązania mogą być automatycznie transferowane na nowe rynki, bowiem są one osadzone w specyficznych warunkach nie tylko ekonomicznych (zamożność konsumentów, poziom zaawansowania technologicznego), ale i innych – kulturowych, obyczajowych, politycznych itd. Znaczenie mogą mieć nawet czynniki geograficzne. Innowacyjne płaszcze przeciwdeszczowe nie znajdują nabywców w krajach pustynnych, a ekstrawaganckie ubiory – w państwach o surowych obyczajach religijnych.

## 1.6. Użyteczność innowacji

Cztery poprzednie parametry innowacyjności mają wymiar obiektywny, a nie wolno pomijać jej znaczenia subiektywnego, czyli percepcji ze strony potencjalnego odbiorcy. Ma to związek z fundamentalną dla ekonomii (w zakresie badań zachowań konsumentów) teorią użyteczności. Odnosi się to tylko do innowacji produktowych; sukces komercyjny ich wdrażania zależy od tego, czy nowe rozwiązanie daje nabywcy coś, czego dotąd nie mógł nabyć, czyli krótko mówiąc – nową/wyższą użyteczność. Dla oceny użyteczności konkretnego rozwiązania innowacyjnego istotne są przynajmniej dwie następujące kwestie podkreślone przez J. J. Campa<sup>9</sup>:

1) innowacyjność produktu jest tym atrakcyjniejsza, im bardziej podstawowe i bezpośrednio potrzeby nabywcy zaspokaja; inwestorzy VC/PE szukają pomysłów

---

<sup>9</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 68, 71–74.



na produkt, który jest potrzebny, a nie tylko przydatny (przykładowo: preferuje się inwestycje w produkcję środków przeciwbólowych zamiast witamin); dużym błędem jest całkowite pomijanie rynkowego punktu widzenia i skupianie się na samej „genialności koncepcji” – jest to częsta przypadłość inżynierów i naukowców, których pomysły fascynują ich kolegów po fachu, ale zupełnie nie interesują przeciętnych konsumentów;

2) „ból”, czyli wysiłek, jaki musi podjąć nabywca dla „przystawienia się” na nowy produkt; chodzi tu o konieczność zmiany nawyków i przyzwyczajzeń, zaznajomienie się z nowym produktem, nauczenie się jego obsługi, ewentualnie także poniesienie kosztów nabycia dodatkowego niezbędnego sprzętu, akcesoriów itp.; łączny nakład wysiłku i kosztów, czyli „ból”, jaki konsument musi ponieść, by zacząć kupować nowy produkt, może być znaczący; jeśli przekracza on spodziewaną dodatkową wartość (użyteczność) produktu dla nabywcy, to po prostu go nie kupi.

## 2. Nabór i wybór projektów inwestycyjnych

Określenie „rynek VC/PE” oznacza występowanie popytu i podaży. „Dobrem” wymienianym na tym rynku jest kapitał, zatem inwestorzy (fundusze VC/PE) stanowią stronę podażową, a podmioty szukające finansowania – stronę popytową. Można spotkać odwrotne użycie tych pojęć, zwłaszcza w zwrocie „podaż projektów”, co sugerowałoby, że popyt zgłaszają fundusze, trudno jednak uzasadnić, że przedmiotem obrotu na rynku finansowym są projekty, a nie kapitał. Dlatego też mimo użycia w niniejszej pracy pojęć typu „podaż biznesplanów” rynek VC/PE konsekwentnie uważa się za rynek kapitału.

Proces selekcji projektów inwestycyjnych może trwać od kilku tygodni do kilkunastu miesięcy. Można wyróżnić w nim kilka typowych etapów<sup>10</sup>:

- nabór projektów,
- selekcja wstępna (*initial screening*),
- analiza fundamentalna (*due diligence*),
- wycena i określenie struktury transakcji (*deal structuring & pricing*).

### 2.1. Nabór projektów

Do poszukiwania potencjalnych projektów inwestor VC/PE może mieć podejście aktywne lub pasywne. Pasywne polega na biernym oczekiwaniu na napływ propozycji inwestycyjnych i niepodjęciu inicjatywy w ich wyszukiwaniu. Na

<sup>10</sup> P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne typu venture capital*, IBnGR, Gdańsk 1995, s. 52.

takie podejście mogłyby sobie pozwolić fundusze duże i dobrze znane bądź też fundusze utworzone przez banki, którym projektów dostarczają departamenty kredytowe. W praktyce jednak podejście pasywne zdarza się niezwykle rzadko, bowiem przy rosnącej konkurencji osiągnięcie wysokiej efektywności inwestycyjnej wymusza wręcz podejmowanie pewnej aktywności. Podejście aktywne natomiast polega na szerokim monitorowaniu sektora przedsiębiorstw, co można realizować poprzez<sup>11</sup>:

- analizę informacji prasowych, radiowych, telewizyjnych i internetowych;
- bezpośrednie kontakty z przedsiębiorcami podczas konferencji, seminariów, targów;
- pozyskiwanie informacji od firm doradztwa prawnego, podatkowego, pracowników i współpracowników firmy.

Wydaje się oczywiste, że podejście aktywne daje o wiele lepsze rezultaty.

Jakkolwiek inwestorzy VC/PE mogą przejawiać swą aktywność w poszukiwaniu projektów, to kluczową rolę odgrywa tu jednak wola samych przedsiębiorców. To oni poszukują możliwości sfinansowania swych planów. Decyzja o wystąpieniu z taką propozycją do funduszu powinna być starannie przemyślana. Nie można oczekiwać powodzenia, stosując podejście typu „a nuż się uda”, jakie zdarzało się obserwować choćby w Polsce przy staraniach o dotacje z funduszy unijnych.

Poszukujący finansowania powinien w pierwszej kolejności dokonać szczegółowej analizy potrzeb i dopasowania do nich optymalnych źródeł finansowania. Podczas takiej analizy może on stwierdzić, że potrzebuje znacznie mniejszych pieniędzy niż intuicyjnie przewidywał<sup>12</sup>. To z kolei może prowadzić do wniosku, że projekt lepiej sfinansować z innych źródeł, np. kredytu bankowego. Powinno się również dobrze rozważyć, czego się oczekuje po współpracy z funduszem. Pozyskanie tego finansowania oznacza bowiem konieczność zrzeczenia się prawa do wyłączności przy podejmowaniu decyzji. Jeśli nadrzędnym celem właściciela firmy rodzinnej nie jest jej rozwój, lecz utrzymanie władzy we własnych rękach, powinien poszukać innego źródła kapitału. W Polsce obawy przed utratą kontroli nad firmą powodują, że znaczna część przedsiębiorców z sektora MSP nadal ceni sobie kredyty bankowe lub leasing<sup>13</sup>.

Po podjęciu decyzji o przedłożeniu projektu inwestorowi VC/PE następnym krokiem winno być wybranie odpowiedniego funduszu. Przy wyborze należy zwrócić uwagę na jego możliwości kapitałowe, reputację, doświadczenie jego menedżerów oraz ich wiedzę biznesową i rynkową, bowiem te cechy mogą przy-

---

<sup>11</sup> Zob.: tamże, s. 51.

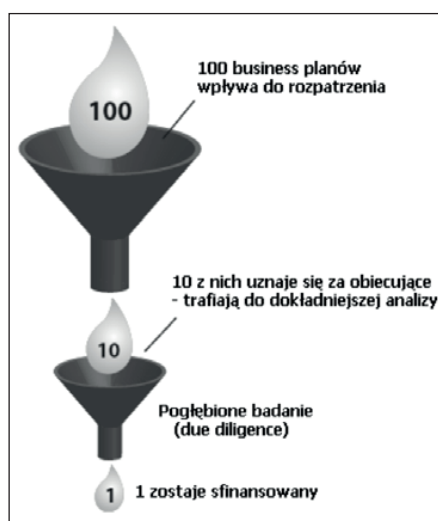
<sup>12</sup> Zob.: A. Rojek, *Szukasz kapitału? Zaczynaj od analizy własnych potrzeb*, „Puls Biznesu”, 2 czerwca 2003.

<sup>13</sup> Zob.: K. Koziańska, *Fundusz daje firmie nie tylko pieniądze*, „Puls Biznesu”, 9 czerwca 2003.

nieść przedsiębiorcy korzyści równie cenne, jak zaoferowany kapitał<sup>14</sup>. Projekt musi ponadto odpowiadać obranej przez fundusz polityce inwestycyjnej – jeśli nie będzie zgodny z preferencjami deklarowanymi przez fundusz, zostanie odrzucony już na wstępnym etapie. Istotnymi elementami oceny funduszu są też koszty związane z uzyskaniem finansowania oraz możliwość odkupienia od funduszu posiadanych akcji<sup>15</sup>.

## 2.2. Selekcja wstępna

Wstępna ocena projektów inwestycyjnych (określana mianem *initial screening* lub *screening due diligence*) ma charakter selekcji negatywnej, tzn. dokonywany jest przegląd pozyskanych projektów i odrzucenie tych, które nie spełniają wymogów ogólnych. Jest to bardzo gęste sito; podaje się, że na tym etapie odrzuca się 80–90% projektów, zaś do finansowania trafia jedynie 2–5%<sup>16</sup>, lub nawet jeszcze mniej, jak wskazuje schemat 3.



Schemat 3. „Lejek” biznesplanów

Źródło: *Venture Impact. The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies to the U.S. Economy*, raport Global Insight opublikowany przez National Venture Capital Association w 2007 r., [www.nvca.com](http://www.nvca.com), s. 10

<sup>14</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Dobierz fundusz do potrzeb firmy*, „Puls Biznesu”, dodatek „Droga po kapitał”, 29 marca 2004.

<sup>15</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 52.

<sup>16</sup> Zob.: J. Krajewski, *Tani kapitał, czyli jak zdobyć pieniądze dla firmy*, Business Press, Warszawa 1998, s. 171; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 52.

Nie można jednoznacznie oddzielić kryteriów, którymi kierują się oceniający podczas selekcji wstępnej, od kryteriów stosowanych podczas oceny właściwej (*due diligence*). Można jednak wymienić kilka cech oferty, które oceniający bada w pierwszej kolejności:

### **Forma (jakość) oferty**

Projekt inwestycyjny (w tym biznesplan), jaki przedsiębiorca przedkłada inwestorowi VC/PE, jest ich pierwszą formą kontaktu, a nierzadko jedyną. Jego zła jakość może być bowiem wystarczającym powodem odrzucenia. Dlatego tak ważne jest, by opis projektu i stosowne obliczenia podane zostały w atrakcyjnej (czytelnej) formie<sup>17</sup>. Najistotniejsza w projekcie jest oczywiście jego treść (pomysł), ale zupełny brak dbałości o formę jest dla oceniającego wyraźnym sygnałem mówiącym o braku samoorganizacji i profesjonalizmu przedsiębiorcy<sup>18</sup>.

### **Zgodność z polityką inwestycyjną funduszu**

Niektóre rodzaje działalności gospodarczej są zupełnie wyłączone z zainteresowania inwestorów VC/PE (np. przemysł zbrojeniowy). Dodatkowo część z nich, jak wspomniano, z góry określa swoje preferencje inwestycyjne (np. co do branż, stadiów rozwoju). Oprócz korzyści w postaci specjalizacji jest to także wygodne narzędzie do wstępnej selekcji projektów. Sprawdza się tu, czy charakterystyka danego projektu jest zgodna ze strategią funduszu, a tym samym, czy pasuje on do istniejącego portfela inwestycyjnego pod względem swojej wielkości, fazy rozwoju, lokalizacji branżowej i geograficznej<sup>19</sup>. Ponadto dla oceniających projekt istotne jest także, czy opisana w nim działalność nie będzie konkurencyjna dla którejś z firm będących już w portfelu inwestora. Grozi to wystąpieniem poważnych problemów prawnych (konflikt interesów). Najprostszym rozwiązaniem w tym wypadku jest odrzucanie takich projektów już na etapie oceny wstępnej<sup>20</sup>.

### **Atrakcyjność pomysłu**

Dobry pomysł jest decydującym czynnikiem powodzenia inwestycji. Jeśli rzeczywiście okaże się trafiony, staje się podstawą oczekiwanego zdobycia udziału w rynku i osiągnięcia wysokiej rentowności. Na etapie wstępnym pomysł nie podlega głębszemu badaniu, chodzi jedynie o stwierdzenie, czy jest atrakcyjny i czy szanse na zainteresowanie nim odbiorców wydają się realne. Dlatego na tym etapie tak dużą rolę odgrywa doświadczenie i intuicja oceniającego.

---

<sup>17</sup> Zob.: A. Rojek, *Oferta dla funduszu nie dotyczy tylko pieniędzy*, „Puls Biznesu”, 9 czerwca 2003; P. Tamowicz, *Selekcja jest bardzo ostra*, „Puls Biznesu”, dodatek „Droga po kapitał”, 29 marca 2004.

<sup>18</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 5–8.

<sup>19</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 52.

<sup>20</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 16.

### **Wizerunek firmy**

Wstępna ocena wizerunku firmy polega na znalezieniu pewnych unikalnych cech dających jej przewagę konkurencyjną na rynku. Może to być np. rozpoznawalna marka, wykorzystywana technologia, udział w rynku czy sprzedaż na eksport<sup>21</sup>. Jeśli już na pierwszy rzut oka wizerunek firmy jest zły bądź nijaki, jej projekt nie ma dużych szans na przejście do dalszych etapów oceny. Specyficzną sytuacją jest projekt złożony przez „kandydata” na przedsiębiorcę – kiedy firma jeszcze nie istnieje (chodzi o fazę zasiewu i startu). W takim przypadku badanie wizerunku firmy mogłaby zastąpić ocena osobowości projektodawcy, ale to wykracza już poza ramy oceny wstępnej.

Są jeszcze bardziej zaawansowane narzędzia wspomagające ocenę projektów, które także należy zaliczyć do etapu oceny wstępnej, bowiem polegają na wykorzystaniu informacji spoza samego projektu inwestycyjnego. Są to:

**Ilość odrzuceń projektu**, czyli określenie, ile razy dotychczas był on już oceniany i odrzucony przez innych inwestorów VC/PE. Jeśli zyskał już wielokrotnie negatywną opinię, to nie ma podstaw, by dopuścić go do dokładniejszego badania tym razem. Należy jednak zaznaczyć, że istnieje pewne ryzyko, że tą metodą odrzucony będzie projekt naprawdę wartościowy, jak to było w przypadku Hot-mail, odrzuconego kolejno przez dwudziestu inwestorów VC; następnemu ten projekt przyniósł ponadprzeciętny zysk<sup>22</sup>.

### **Referencje projektu i jakość źródła, z którego pochodzą**

Źródłem tym może być np. (znany zarówno inwestorowi, jak i przedsiębiorcy) menedżer, inżynier, prawnik, przyjaciel lub inny podmiot VC/PE. Znaleźnienie i ocena tych referencji są tak ważne dlatego, że inwestor wie znacznie więcej na temat źródła, z którego dowiaduje się o projekcie, niż o samym projekcie<sup>23</sup>.

### **Dotychczas pozyskane finansowanie i zaangażowanie kapitałodawców**

Zawarte wcześniej transakcje z inwestorami VC/PE świadczą o atrakcyjności inwestycji, a renoma obecnie zaangażowanych inwestorów znacznie podnosi w oczach oceniających prawdopodobieństwo osiągnięcia sukcesu<sup>24</sup>. Szczególnie cenną informacją jest, czy współinwestorzy nadal chcą finansować przedsiębiorstwo, czy raczej zamierzają się wycofać<sup>25</sup>.

<sup>21</sup> Zob.: J. Pochłopień, *Kapitał do Polski płynie głównie z zagranicy*, „Puls Biznesu”, 11 czerwca 2003.

<sup>22</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 12–13.

<sup>23</sup> Zob.: tamże, s. 5.

<sup>24</sup> Zob.: tamże, s. 205.

<sup>25</sup> Zob.: tamże, s. 8–9.

### 2.3. Analiza fundamentalna (*due dilligence*)

Projekty, które pozytywnie przeszły etap wstępnej oceny, podlegają następnie szerokiej analizie fundamentalnej (w Polsce upowszechniła się już jej angielska nazwa: *due diligence*). Można wymienić wiele szczegółowych aspektów, które bierze się tutaj pod uwagę<sup>26</sup>, ale bardziej funkcjonalne wydaje się pogrupowanie ich w cztery następujące kategorie:

- firma – sytuacja ekonomiczna i prawna;
- ludzie – przedsiębiorca, zespół;
- pomysł – produkt, rynek;
- prognoza finansowa.

Powyższe zestawienie kryteriów oceny projektów uwypukla fakt, że na przyszłą (potencjalną) wartość przedsiębiorstwa obok zasobów materialnych, jakimi ono dysponuje, równorzędny (a może nawet znacznie większy) wpływ mają elementy niematerialne, reprezentowane przez czynnik ludzki (niepospolity przedsiębiorca, wykwalifikowana kadra) i kapitał informacyjny (zwłaszcza pozyskani lub potencjalni klienci, znajomość rynku, oryginalna koncepcja produktu lub usługi)<sup>27</sup>. Kategorie te są omówione poniżej.

#### **Firma**

Badanie sytuacji ekonomicznej i prawnej przedsiębiorstwa jest stosunkowo łatwym elementem *due diligence*. Jest to procedura standardowo stosowana nie tylko przez inwestorów VC/PE, ale też przez inne podmioty udzielające finansowania, w tym zwłaszcza banki. Powszechność badania kondycji finansowej i stanu prawnego firmy doprowadziła do wystandaryzowania tych procedur, co ułatwiają także przewidziane ustawowo zasady prowadzenia dokumentacji przedsiębiorstw. Daje to potencjalnemu inwestorowi znaczny zasób wiedzy o firmie – są to dokumenty identyfikujące przedsiębiorstwo w sensie podmiotu gospodarczego i uczestnika systemu podatkowego (w Polsce: wpis do EDG lub KRS, numer REGON oraz NIP), okresowe sprawozdania finansowe (rachunek wyników, bilans, rachunek przepływów pieniężnych), zaświadczenia o niezaleganiu z zobowiązaniami o charakterze publicznoprawnym (podatki, składki na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne), zastawy sądowe i cesje praw, licencje, koncesje, pozwolenia i inne.

Oczywiście przedłożenie wymienionych dokumentów zależy jedynie od woli przedsiębiorcy, ale leży to w jego interesie. Możliwe są przypadki, że informacja o takim charakterze będzie skąpa. Brak tych dokumentów, w tym zwłaszcza spr-

<sup>26</sup> Por.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 53.

<sup>27</sup> Szerzej zob.: M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.

wozdań finansowych (lub ich niedostateczna staranność), gdy mogły być, a tym bardziej gdy powinny być sporządzone, jest dla inwestora silnym argumentem przemawiającym przeciwko inwestycji w oceniany projekt. Jest to bowiem sygnał, że przedsiębiorstwo jest prowadzone bez odpowiedniej dbałości i kontroli bądź dowodzi poważnych problemów w firmie<sup>28</sup>. Inwestor VC/PE oczekuje, że już na etapie *due diligence* będzie dysponował pełną informacją o przedsiębiorstwie. Ewentualne celowe zatajenie istotnych faktów jest dla niego wystarczającym i istotnym argumentem do odstąpienia od podpisania umowy i wstrzymania finansowania projektu<sup>29</sup>.

Osobno należy zaklasyfikować projekty będące w fazie zasiewu i startu, które z definicji nie mogą dostarczyć takiej dokumentacji. W przeciwieństwie do banków dla inwestorów VC/PE nie jest to powód dyskwalifikujący ubiegającego się o środki, choć przyznać należy, że może on mieć wpływ na niższą ocenę szans powodzenia projektu.

Samo badanie opisanych danych jest, jak wspomniano, dość standardowe. Sytuację ekonomiczną ocenia się za pomocą szeregu wskaźników przedstawiających rentowność, efektywność, płynność i strukturę kapitałową firmy, dynamikę jej rozwoju, strukturę tworzenia zysku oraz przepływy pieniężne. Istnieje bogata literatura z tej dziedziny, dlatego w niniejszej pracy nie podlega ona głębszym rozważaniom. Warta uwagi jest natomiast charakterystyka aspektów badania firmy specyficznych dla inwestycji VC/PE.

Oprócz standardowego zestawu dokumentów do oceny firmy bardzo przydatne są także wszelkie informacje dodatkowe. Celem ich gromadzenia jest jak najdokładniejsze zapoznanie się z sytuacją przedsiębiorstwa. Ocenie poddaje się: powstanie i historię rozwoju przedsiębiorstwa, wytwarzane produkty lub usługi (ich zalety rynkowe w stosunku do produktów konkurencyjnych, wady), rynki, na których firma działa (ich rozmiary i natura branży, charakterystyka bazy klientowskiej, główni konkurenci), produkcyjne i operacyjne aspekty biznesu (stosowane technologie, dostęp do surowców, posiadana zdolność wytwórcza, majątek produkcyjny, inwazyjność procesu produkcji wobec środowiska), metody zarządzania ryzykiem oraz wrażliwość dochodów przedsiębiorstwa na zmiany w sprzedaży i poziomach marż<sup>30</sup>. Wszystkie te informacje stanowią później bazę odniesienia do oszacowania atrakcyjności pomysłu, szans powodzenia jego wprowadzenia na rynek oraz wiarygodności prognoz finansowych.

---

<sup>28</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 200.

<sup>29</sup> Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, *Oferta dla firm średnich – finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw poprzez fundusze inwestycyjne i publiczny rynek kapitałowy*, [w:] *Finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, Polska Fundacja Promocji i Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw 2000, s. 104.

<sup>30</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 53; P. Tamowicz, *Selekcja jest bardzo ostra*, „Puls Biznesu”, dodatek „Droga po kapitał”, 29 marca 2004.



Szczególnymi zasobami ekonomicznymi firmy są zasoby niematerialne, takie jak patenty, prawa autorskie, tajemnice handlowe, licencje. Ważne jest, by prawa do tych wartości były wyraźnie zdefiniowane, w szczególności chodzi o sprawdzenie, czy takich praw nie posiadają (lub nie mogą ich sobie rościć) podmioty spoza firmy lub konkretne osoby z firmy, a nie sama firma<sup>31</sup>. Zasoby niematerialne są przedmiotem szczególnie dociekliwych badań podmiotu mającego sfinansować projekt, bowiem w tym zakresie najsilniej przejawia się dysproporcja między wiedzą przedsiębiorców i zarządców o ich działalności a wiedzą, jaką pozyskuje partner zewnętrzny (zjawisko zwane asymetrią informacji)<sup>32</sup>.

Zasoby te można podzielić na dwie grupy. Pierwszą stanowią te, które mają sformalizowaną formę, podlegają rejestracji oraz wycenienie ich wartości – stanowią one wówczas składnik aktywów przedsiębiorstwa i są wykazywane w bilansie jako wartości niematerialne i prawne. Druga grupa to zasoby niemające takiej formy, określane ogólnie mianem tajemnic handlowych.

Tajemnice handlowe definiuje się jako informacje, których wartość ekonomiczna bierze się z faktu, że nie są one powszechnie znane innym, którzy mogliby osiągnąć wartość ekonomiczną poprzez ich wykorzystanie. Zakres prawnej ochrony, jaką daje tajemnica handlowa, jest więc znacznie szerszy niż w przypadku innych praw chroniących własność intelektualną. Tajemnicą handlową mogą być objęte zwłaszcza: formuły, receptury, procesy, plany, urządzenia, narzędzia, mechanizmy, oprogramowanie, kompilacje informacji, biznesplany i strategie, informacje kontaktowe oraz wykazy klientów. Firmy dokładają wszelkich starań, by tajemnice handlowe pozostały niejawne. W przeciwieństwie do innych praw do wartości intelektualnych, których czas trwania jest ograniczony w czasie (patenty, prawa autorskie), tajemnice handlowe mają nieograniczoną czasowo trwałość, o ile rzeczywiście nie ulegną ujawnieniu. Oczywiście tajemnica handlowa wygasa, jeśli informacja zostanie zgodnie z prawem ujawniona przez jej niezależne odkrycie bądź przez odtworzenie wsteczne (*reverse engineering*)<sup>33</sup>. Istnieje również ryzyko przejścia pracownika (menedżera, technologa) do konkurencji i wykorzystania tam nabytej wiedzy i doświadczenia, a szczególnie wykorzystania tajemnic handlowych, do których miał dostęp. Metodą ograniczania takiego ryzyka jest uzyskanie podpisania przez pracownika zobowiązania, że w razie jego odejścia z firmy nie podejmie on pracy u bezpośredniego konkurenta przez z góry ustalony okres<sup>34</sup>.

Zrozumiałe jest, że inwestorzy VC/PE są mocno zainteresowani tajemnicami handlowymi przedsiębiorcy, gdyż ułatwia to ocenę potencjału do osiągnięcia sukcesu, jak i to, że przedsiębiorcy są bardzo powściągliwi w ujawnianiu tych ta-

---

<sup>31</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 111–129.

<sup>32</sup> Zob.: B. Mikołajczyk, *Infrastruktura finansowa MSP w krajach Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 2007, s. 136.

<sup>33</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 121.

<sup>34</sup> Zob.: tamże, s. 128–129.

jemnic, nawet przed potencjalnymi kapitałodawcami. Rozwiązaniem jest podpisanie umowy, w której przedsiębiorca zgadza się na ujawnienie tylko informacji absolutnie koniecznych do przeprowadzenia *due diligence* (wśród inwestorów VC/PE zwane jest to *opening the kimono*), natomiast inwestor zobowiązuje się do utrzymania poznanych informacji w tajemnicy. Niektórzy inwestorzy VC/PE wychodzą z założenia, że podpisywanie przez nich zobowiązań do nieujawniania byłoby niepotrzebną barierą w ich działaniu. Podkreślają oni jednocześnie, że ich profesjonalizm winien być dla firmy wystarczającą gwarancją zachowania poufności – i *vice versa*: zachowywanie poufności w dotychczasowych kontaktach z przedsiębiorstwami dowodzi profesjonalizmu i reputacji inwestora<sup>35</sup>.

Niebagatelne znaczenie dla oceny sytuacji ekonomicznej ma – wbrew pozorom – analiza lokalizacji projektu. Wydawałoby się, że w dobie postępującej globalizacji i zaawansowanych, bardzo efektywnych technologii teleinformatycznych lokalizacja rozważanego projektu jest bez znaczenia. Praktyka pokazuje, że tak nie jest. Lokalizacja ma dla inwestora VC/PE bardzo ważne znaczenie z dwóch powodów<sup>36</sup>:

- Kontakt z przedsiębiorstwem – oprócz dokładnego badania inwestor musi stale monitorować działalność firmy, w którą się zaangażował, poprzez wizyty, konsultacje z zarządem oraz uczestnictwo w zgromadzeniach udziałowców. Nie można zastąpić tych spotkań kontaktami telefonicznymi i mailowymi. Portfel inwestora musi więc składać się z przedsiębiorstw działających w ograniczonym obszarze geograficznym;

- Odpowiednia infrastruktura. Dla osiągnięcia sukcesu firma musi działać w lokalizacji, która jest wyposażona w odpowiednią infrastrukturę, tj. dostęp do wykwalifikowanej siły roboczej, rozwinięty rynek usług konsultacyjnych, prawnych, księgowych i PR, wystarczająco duży potencjalny popyt oraz dostawców (np. surowców i materiałów lub towarów).

Dopełnieniem analizy ekonomicznej jest ocena stanu prawnego firmy. Inwestor VC/PE dąży do zebrania nie tylko informacji o umowach handlowych, majątku spółki i jego obciążeniach, ale też o sprawach korporacyjnych, zgodach, zezwoleniach i koncesjach oraz o postępowaniach sądowych i administracyjnych. Celem jest uniknięcie niedojścia transakcji do skutku (ryzyko bezwrotnego poniesienia kosztów przygotowania inwestycji) oraz ryzyka utraty wartości inwestycji z powodu sytuacji prawnej spółki. Aby skrócić etap przedinwestycyjny i zwiększyć szanse na uzyskanie środków, warto przygotować firmę do jej badania przez uprzednie uregulowanie stanu prawnego nieruchomości, doprowadzenie do zakończenia sporów i zebranie niezbędnych dla badania informacji<sup>37</sup>.

<sup>35</sup> Zob.: tamże, s. 121–122.

<sup>36</sup> Zob.: tamże, s. 18–19.

<sup>37</sup> Zob.: S. Skiendzielewski, *Trzeba przygotować się do inwestycji*, „Puls Biznesu”, 2 czerwca 2003.

## Ludzie

Kolejnym aspektem oceny projektów są ludzie. Może to być sam przedsiębiorca, czyli właściciel firmy, lub – w przypadku przedsiębiorstwa jeszcze niezałożonego – „kandydat” na przedsiębiorcę (posiadacz pomysłu, wynalazca, innowator, właściciel patentu czy praw autorskich). Rolę przedsiębiorcy mogą też odgrywać wspólnicy spółki (zwłaszcza w przypadku spółek osobowych, jak cywilna, jawna, komandytowa). W przypadku firm o nieco większych rozmiarach badaniem objęty będzie także zespół zarządców zatrudnionych dla oddelegowania części obowiązków przedsiębiorcy czy wspólników lub stanowiących samodzielny zarząd (np. w przypadku spółek kapitałowych); szczególne znaczenie ma bliskie poznanie menedżerów mających stanowić wiodący zespół przy transakcji wykupu (np. MBO, MBI). Korzystne informacje może przynieść także badanie osób ze stanowisk kierowniczych niższego szczebla, a nawet całej pracującej w firmie załogi, o ile zebranie tych informacji nie przysparza nadmiernych kosztów i nie pochłania zbyt wiele czasu.

Przywiązywanie dużej wagi do poznania i oceny ludzi uwypukla siłę związku tego segmentu rynku kapitałowego ze zjawiskiem przedsiębiorczości. Związek taki jest mniej widoczny przy innych formach finansowania. Można spotkać opinie, że Private Equity (a zwłaszcza wężziej: Venture Capital) jest nie tyle inwestowaniem w firmę, co w konkretną osobę: autora pomysłu, przedsiębiorcę podejmującego się wdrożenia czy zespół menedżerski, którego kwalifikacje są główną gwarancją powodzenia projektu. Taki osobisty kontakt silnie odróżnia ten typ finansowania od typów standardowych, jak kredyt bankowy czy oferta publiczna. Nie inwestuje się środków w anonimową spółkę, w każdym przypadku da się wyróżnić osobę, która pełni wszystkie bądź większość funkcji przedsiębiorczych. Ponadto – także inwestor jest tu w znacznym stopniu spersonifikowany w stosunku do przedsiębiorcy<sup>38</sup>.

Wielu inwestorów VC/PE uważa poznanie „jakości” ludzi mających zarządzać tym projektem za najważniejszy element jego oceny. O sukcesie decyduje bowiem ogromna ilość małych i dużych decyzji, a ich trafność zależy od kwalifikacji osób, które je podejmują. Dobry zarząd (przedsiębiorca) poradzi sobie z różnymi potencjalnymi problemami, jak np. brak dostatecznego zainteresowania konsumentów innowacyjnym produktem czy pojawienie się konkurenta-imitatora, podczas gdy nawet najlepszy pomysł bez odpowiedniej kadry nie zostanie przetworzony na sukces<sup>39</sup>. Dlatego też inwestorzy VC/PE przywiązują znaczną wagę do oceny tych osób, oczekują, by odznaczały się one nie tylko odpowiednimi kompetencjami (doświadczenie, kwalifikacje, wiedza techniczna i marketingowa, komunika-

---

<sup>38</sup> Zob.: T. Gruszecki, *Przedsiębiorca w teorii ekonomii*, CEDOR Sp. z o.o., Warszawa 1994, s. 209.

<sup>39</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 23–25.

tywność, zdolności menedżerskie), ale też innymi cechami, jak silna motywacja, przekonanie o sukcesie, zaangażowanie i pasja do tego, co robią w przedsiębiorstwie<sup>40</sup>. Lista oczekiwanych przez inwestorów VC/PE cech ocenianych osób jest bardzo obszerna, różnorodna i otwarta. Warto także dodać, że przy tej ocenie istotne znaczenie ma faza rozwoju badanego przedsiębiorstwa – wraz z jego przechodzeniem do stadiów bardziej zaawansowanych zmienia się rozkład akcentów na konieczne cechy, jakie powinien posiadać przedsiębiorca chcący osiągnąć sukces. W fazach początkowych istotne są przede wszystkim kwalifikacje techniczne i zdolność do myślenia koncepcyjnego. Im bardziej rozwinięte jest przedsiębiorstwo, tym potrzebniejsze stają się zdolności kierownicze, administracyjne, organizacyjne i koordynacyjne<sup>41</sup>.

Przystępując do oceny ludzi tworzących firmę (przedsiębiorcy bądź zarządców), inwestor VC/PE ma do dyspozycji trzy drogi pozyskania wiadomości: informacje przedłożone przez projektodawcę wraz z ofertą, osobisty kontakt („twarzą w twarz”) oraz zasięganie opinii od osób trzecich (np. wcześniejszych współpracowników)<sup>42</sup>. Pierwsza forma jest możliwa jeszcze przed bezpośrednim kontaktem – sugeruje się, by wśród dokumentów dotyczących projektu znalazły się również życiorysy osób zarządzających<sup>43</sup>. Może to być oczywiście bogate źródło informacji, ale ze swej natury cechuje się ono pewnym subiektywizmem – przygotowując takie dane można uwypuklić zalety i sukcesy osób, których dotyczą, oraz zbagatelizować lub ukryć ich wady i niepowodzenia. Przeciwnieństwem jest metoda pośrednia, polegająca na sprawdzaniu referencji oraz kontaktach ze wszystkimi osobami mogącymi udzielić takich informacji. Ta metoda stawia pytającego w niezręcznej sytuacji, ale za to daje większe szanse wykrycia złych cech ocenianych osób<sup>44</sup>. Jednak najbardziej miarodajną i chyba najczęściej stosowaną jest droga kontaktu bezpośredniego. Może ona przybrać formę rozmowy z przedsiębiorcą lub obserwacji działania przy pracy. Na tym etapie oprócz stwierdzenia, czy badani ludzie posiadają pożądane cechy (wymienione powyżej) dochodzi także do nawiązania osobistej relacji, która może się okazać pozytywna lub nie. Zaistnienie dobrej komunikacji, określanej często jako chemia osobista lub chemia personalna, znacznie ułatwia inne aspekty badania firmy, a także istotnie zwiększa prawdopodobieństwo dojścia transakcji do skutku, bowiem wzmacnia subiektywną wiarę inwestora w sukces, na jaki przedsiębiorstwo jest nastawione.

---

<sup>40</sup> Zob.: A. Rojek, *Oferta dla funduszu...*; J. Krajewski, *Tani kapitał, czyli jak zdobyć pieniądze dla firmy*, Business Press, Warszawa 1998, s. 171.

<sup>41</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 116–119.

<sup>42</sup> Por.: B. Mikołajczyk, *Infrastruktura finansowa MSP...*, s. 135.

<sup>43</sup> Zob.: A. Rojek, *Oferta dla funduszu...*

<sup>44</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 25–29.

Jednak czynnik osobistej chemii może również zadecydować o odstąpieniu od dalszego rozpatrywania projektu, nawet bez rozpoznania pozostałych informacji, jeśli przedsiębiorca (zespół zarządzający) zrobi złe pierwsze wrażenie, wykaże opór w wymianie informacji i brak komunikatywności czy też nie będzie przekonany co do sukcesu projektu<sup>45</sup>. Niezależnie od posiadanych przez badanych ludzi osobowości i cech powinni oni aktywnie zadbać o dobry wizerunek w kontakcie z inwestorem. Konieczne jest odpowiednie przygotowanie się do niego – np. poprzez określenie własnej wizji rozwoju firmy, zweryfikowanie strategii (zwłaszcza przez pryzmat projektu i kapitału, jaki mają zamiar pozyskać) oraz celów, jakie chcą osiągnąć, wreszcie zrewidowanie i uaktualnienie swojej wiedzy na temat branży i pozycji firmy na rynku, a przede wszystkim atutów swoich obecnych i planowanych do wdrożenia produktów<sup>46</sup>.

Znaczenie chemii personalnej jest szczególnie widoczne w przypadku pojedynczych osób występujących po obu stronach planowanej transakcji. Zarówno przedsiębiorcy, przeświadczeni o wyjątkowości swojego projektu, jak i inwestorzy mający doświadczenie w finansowaniu takich projektów (i w stosunkach z przedsiębiorcami) to silne osobowości, często egocentrycy. Obie strony są silnie od siebie uzależnione: przedsiębiorca zależy od środków finansowych dostarczanych przez inwestora, ale inwestor nie jest właścicielem projektu i nie jest w stanie zrealizować go bez przedsiębiorcy-autora. Powoduje to często dosyć drażliwe sytuacje, kiedy umiejętności dyplomatyczne i owa „personalna chemia” są szczególnie pomocne<sup>47</sup>. Problem relacji osobistych jest natomiast mniej istotny, gdy po stronie inwestora występują jego przedstawiciele, a po stronie przedsiębiorcy – zespół menedżerów (np. zarząd). Znacznie niższe jest wówczas prawdopodobieństwo dążenia jednostek do dominacji, a działania zespołowe ułatwiają dochodzenie do porozumienia. W takim przypadku większym problemem jest natomiast jakość grupy zarządców jako pewnej całości. Należy podkreślić, że poza zwykłą sumą kompetencji osób tworzących taką grupę sam ich zespół (jako pewna całość) jest wartością samą w sobie (można tu zastosować odniesienie do zjawiska synergii, określanego symbolicznie jako „ $2 + 2 = 5$ ”). Trudno znaleźć bardzo dobrych fachowców z danych dziedzin, ale dobry i zgrany zespół to już prawdziwa rzadkość<sup>48</sup>.

Przy omawianiu oceny ludzi działających w firmie warto jeszcze nadmienić o błędnie popełnianym czasem przez przedsiębiorców przy ubieganiu się o finansowanie VC/PE, a polegającym na ich „nadgorliwości”. Przedsiębiorcy ci wychodzą z założenia, że występując do funduszu powinni już mieć skompletowany cały zespół kierowniczy. W tym celu zatrudniają brakujące osoby

---

<sup>45</sup> Zob.: tamże, s. 19.

<sup>46</sup> Zob.: J. Pochłopień, *Kapitał do Polski płynie...*

<sup>47</sup> Zob.: T. Gruszecki, *Przedsiębiorca...*, s. 209.

<sup>48</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 23–25.

w pośpiechu, często z nieodpowiednimi kwalifikacjami. Tymczasem inwestor wolałby uniknąć takiego „przypadkowego” doboru części załogi, a nawet korzystna jest dla niego sytuacja, w której to on może znaleźć i przedstawić kandydatów na brakujące stanowiska<sup>49</sup>.

### **Pomysł**

Pomysł ma zasadnicze znaczenie w projekcie inwestycyjnym. Za uzasadnione można przyjąć stwierdzenie, że na realizację dobrego pomysłu kapitał zawsze się znajdzie, natomiast posiadanie kapitału bez dobrego pomysłu na jego zainwestowanie nie może przynieść zadowalających zysków. Kwestia pomysłu jest ściśle powiązana z pojęciem innowacyjności omówionym we wcześniejszej części niniejszej pracy, ma jednak szersze znaczenie. Pomysłem może być samo wypełnienie niespenetrowanej dotąd luki rynkowej, bez korzystania z innowacyjnych rozwiązań.

Podkreślić należy, że przedstawiany przez projektodawcę pomysł musi być nie tylko dobry (np. szczególnie innowacyjny), ale też wiarygodny. Ocena pomysłu ma dowieść, że rozpatrywana koncepcja spotka się z odpowiednio silnym popytem na rynku, co jest niezwykle trudnym połączeniem. Brak takiego uzasadnienia jest często winą samych projektodawców. Przedsiębiorcy (zwłaszcza w krajach posocjalistycznych) mają często niereformowalne podejście produktowo-techniczne: posiadają jasną koncepcję dobrego produktu, ale brak im spojrzenia na firmę i produkt z zewnątrz, brak w projekcie elementów marketingowych<sup>50</sup>.

W literaturze przedmiotu można spotkać stwierdzenia, że wskazane jest, by do przedkładanego projektu załączać uprzednio wykonane badania rynku, określające potencjalny popyt na nowy produkt. Jeśli ich nie ma, inwestorzy VC/PE sami takie analizy przeprowadzają<sup>51</sup>. Przeciwnie stanowisko prezentuje J. J. Camp, uważając istnienie takich badań za zły znak dla projektu. Wskazuje on, że przydatność statystycznych badań rynkowych przy wdrażaniu nowego produktu jest niska; skoro planuje się wypuszczenie na rynek innowacyjnego produktu (zwłaszcza nowości w sensie rewolucyjnym), to badania dotyczące tych innowacyjnych cech nie były dotąd przeprowadzone, a ich wykonanie „od zera” byłoby z definicji pytaniem potencjalnych odbiorców o produkt abstrakcyjny, o samo wyobrażenie produktu, więc ich wyniki miałyby wątpliwą przydatność. Jeśli natomiast okazuje się, że istnieje znaczny zasób wyników badań rynku pod kątem planowanego do wdrożenia produktu, to oznacza to, że ten segment rynku jest już w zaawansowanej fazie dojrzałości i nie jest odpowiedni dla młodego przedsiębiorstwa. W miejsce statystyk dużo

---

<sup>49</sup> Zob.: tamże, s. 30–31.

<sup>50</sup> Zob.: A. Rojek, *Oferta dla funduszu...*

<sup>51</sup> Zob.: Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, *Oferta dla firm średnich – finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw...*, s. 103; J. Krajewski, *Tani kapitał...*, s. 171.

lepiej sprawdzają się badania „jakościowe” – kontakt bezpośrednio z uczestnikami rynku, intuicyjne wyczuwanie potrzeb i dopasowania do nich nowego produktu<sup>52</sup>.

Zasadne jest także poznanie wizji przedsiębiorcy co do pozycji rynkowej, jaką dzięki projektowi zamierza osiągnąć. J. J. Camp, opisując amerykański rynek Venture Capital, stwierdza, że inwestorzy VC niechętnie patrzą na tzw. Syndrom Chiński (*China Syndromme*). Jest to podejście wielu przedsiębiorców polegające na definiowaniu rynku jako ogromny i określaniu swojego planowanego do osiągnięcia udziału w tym rynku jako mały. Niewielki udział procentowy ma być wyrazem ich ostrożności w planowaniu, zaś znaczna całkowita wielkość rynku (więc także ich sprzedaży, choć niedużej procentowo) jest w ich mniemaniu gwarantem sukcesu projektu. Tymczasem inwestorzy VC nie postrzegają Syndromu Chińskiego jako podejście ostrożne, lecz jako bardzo niebezpieczne. Plan można według nich określać jako dobry, jeśli jest nastawiony na znaczny udział w rynku, na dominację. Z tego powodu inwestorzy VC rzadko interesują się projektami nastawionymi na osiągnięcie w danym segmencie udziału mniejszego niż 30%, a niemal nigdy, gdy jest to mniej niż 15%<sup>53</sup>.

### Prognoza

Prognoza finansowa projektu jest konieczna z trzech istotnych powodów:

1) określa ona przepływy finansowe związane z projektem, pokazując wielkość nakładów, jakie trzeba ponieść, wielkość planowanych efektów (w postaci sprzedaży) oraz ich rozłożenie w czasie. Na tej podstawie określa się zależność czasową między inwestycją a momentem, kiedy zacznie ona przynosić zyski<sup>54</sup> oraz tzw. *burn rate* (pojęcie wyjaśnione poniżej);

2) stanowi podstawę do wyznaczenia wartości przyszłej przedsiębiorstwa, czyli spodziewanego zysku w momencie wycofania kapitału przez inwestora<sup>55</sup>, a poprzez odpowiednie techniki kalkulacji pieniądza w czasie – także bieżącej wartości inwestycji, która z kolei służy do skonstruowania struktury kapitałowej w momencie angażowania środków przez inwestora<sup>56</sup>;

3) odzwierciedla znaczenie tych składników potencjału przedsiębiorstwa, których nie zawierają jego standardowe dokumenty. W przypadku firm planujących wdrożyć innowacyjne projekty, a zwłaszcza firm małych i/lub młodych, informacja o ich potencjale nie może być bogata. Ponadto większość ich najbardziej wartościowych aktywów, jak doskonały zespół kierowniczy, błyskotliwi technolo-

<sup>52</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 75–77.

<sup>53</sup> Zob.: tamże, s. 82–83.

<sup>54</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 53.

<sup>55</sup> Zob.: K. Kozińska, *Fundusz inwestycyjny pomaga, ale i wymaga*, „Puls Biznesu”, 2 czerwca 2003; P. Tamowicz, *Selekcja jest bardzo ostra*.

<sup>56</sup> Szerzej zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 214–223.



gowie, relacje biznesowe, tajemnice handlowe – nie mogą być odzwierciedlone w ich sprawozdaniach finansowych. Dlatego przy badaniu akcent przesuwają się z danych historycznych na dane planowane (prognozy, sprawozdania projektowane, zwane sprawozdaniami *pro forma*)<sup>57</sup>.

Oczywiście sporządzenie prognoz wymaga przyjęcia pewnych założeń oraz świadomości, że dokładne przewidzenie przyszłości jest niemożliwe. Dlatego inwestorzy VC/PE oczekują maksymalnej szczegółowości i rzetelności w projekcjach na najbliższy okres (np. 1–1,5 roku, dane nawet w rozbiciu miesięcznym), natomiast założenia do lat kolejnych przyjmują mniej rygorystycznie i przywiązują do nich mniejsze znaczenie informacyjne. Wymagany horyzont czasowy prognozy to zwykle około 5 lat. Głównym zadaniem oceniających w tej fazie jest weryfikacja poprawności i zasadności przyjętych założeń i sporządzonych w oparciu o nie planów. Analizie poddaje się możliwość osiągnięcia założonych przychodów (z uwzględnieniem sprzedaży ilościowej i cen oraz ich porównania z produktami konkurencji), kosztów (w rozbiciu na stałe i zmienne, z wyszczególnieniem kosztu pracy, materiałów i mediów), a także kosztów ogólnych, jak zarząd, administracja, marketing i reklama, koszty sprzedaży, koszty utrzymania nieruchomości. Ocenę przeprowadza się w odniesieniu do porównywalnych danych z branży. Ocena ta daje możliwość określenia realności osiągnięcia sukcesu<sup>58</sup>.

Od projektodawców inwestorzy oczekują nie tylko wysokiej szczegółowości przy sporządzaniu prognoz, ale też ich wiarygodności. Realność przyjętych założeń jest zresztą weryfikowana właśnie podczas badania. Częstym błędem popełnianym przez przedsiębiorców przy sporządzaniu prognoz są właśnie zbyt optymistyczne założenia<sup>59</sup>.

Szczególnym narzędziem służącym ocenie prognoz jest tzw. *burn rate*, co można przetłumaczyć jako „stopa spalania” lub „tempo spalania”. Pojęcie to można zdefiniować jako wielkość kapitału zużywana miesięcznie na pokrycie kosztów. W początkowym okresie działania przedsiębiorstwo nie generuje przychodów wystarczających do pokrycia tych kosztów bądź nawet nie generuje przychodów wcale. Wówczas *burn rate* pozwala określić, jak długo firma wsparta kapitałem VC/PE może funkcjonować bez pozyskiwania dodatkowego kapitału. Jeśli okres ten jest krótszy niż okres konieczny dla osiągnięcia wystarczającej sprzedaży, to oznacza, że przedsiębiorstwo stanie się niewypłacalne przed osiągnięciem rentowności. Dla potencjalnego (bądź aktualnego) inwestora jest to silny sygnał ostrzegawczy skłaniający do odstąpienia od inwestycji bądź też zaakceptowania konieczności zwiększenia wsparcia kapitałowego. Wysoki poziom *burn rate* charakteryzuje nie dość realistycznie działających przedsiębiorców, którzy

---

<sup>57</sup> Zob.: tamże, s. 199.

<sup>58</sup> Zob.: tamże, s. 200–203.

<sup>59</sup> Zob.: A. Rojek, *Oferta dla funduszu...*

agresywnie zwiększają ponoszone koszty, oczekując, że przychody będą rosły równie szybko. Inwestorzy VC/PE są świadomi, że jest to podejście błędne: w praktyce wzrost przychodów okazuje się znacznie wolniejszy niż przewidywano. Dlatego inwestorzy poszukują przedsiębiorców, którzy również są tego świadomi i potrafią „zdyscyplinować” swe wydatki<sup>60</sup>.

## 2.4. Negocjowanie warunków inwestycji

### 2.4.1. Umowa intencyjna (*term sheet*)

Zanim dojdzie do negocjowania szczegółowych warunków współpracy, których zbiorem ma być umowa inwestycyjna, podpisuje się z przedsiębiorcą (spółką starającą się o dofinansowanie) dokument o nazwie *term sheet* (co można tłumaczyć jako „umowa intencyjna” lub „list intencyjny”; funkcjonuje również nazwa *letter of intent*). Jest to dokument potwierdzający intencję inwestora co do partycypowania w finansowaniu spółki; z kolei przedstawiciele spółki, podpisując go, wyrażają zgodę na rozpoczęcie procesu *due diligence* (czyli dogłębne poznanie spraw spółki) przed zamknięciem transakcji<sup>61</sup>. Umowa ta obejmuje w zasadzie te same zagadnienia, co omówione w następnych punktach (w szczególności w umowie inwestycyjnej), jednakże siłą rzeczy ma charakter warunkowy, niekoniecznie wiążący, i przede wszystkim dużo ogólniejszy (dlatego jej szczegółowe omówienie zostaje tu pominięte<sup>62</sup>).

### 2.4.2. Struktura współwłasności i problem współwładzy

Negocjacje zmierzające do podpisania finalnej umowy inwestycyjnej dochodzą wreszcie do zagadnienia podziału władzy w spółce portfelowej. Jest to bodaj najbardziej newralgiczna część cyklu inwestycyjnego, bowiem ścierają się tu niekoniecznie zbieżne interesy obu stron i chęć zapewnienia sobie maksymalnych korzyści ze współpracy. Negocjacom podlegają prawa i obowiązki kapitałodawcy i kapitałobiorcy, co w znacznej mierze wynika ze struktury kapitałowej, jaka powstanie po zaangażowaniu środków VC/PE.

---

<sup>60</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 204–205.

<sup>61</sup> *NVCA Yearbook 2011*, s. 71.

<sup>62</sup> Szerzej o *term sheet* zob. np.: *A Guide To Venture Capital Term Sheets*, BVCA, Londyn 2004 lub: J. W. Bartlett, *Venture Capital. Law, Business Strategies, and Investment Planning*, John Wiley & Sons, Nowy York/Chichester/Brisbane/Toronto/Singapore 1988, s. 160–191.

Budowa tej struktury dokonywana jest w drodze kolejnych przybliżeń i negocjacji pomiędzy inwestorem a przedsiębiorstwem. Struktura ta definiuje<sup>63</sup>:

- udziały we własności poszczególnych stron,
- zastosowane instrumenty finansowe,
- prawa i obowiązki wszystkich stron umowy,
- lokalizację prawnej i finansowej kontroli nad przedsiębiorstwem,
- koszt uzyskania kapitału.

Pierwszym krokiem służącym określeniu wartości udziału, jaki ma wnieść do przedsiębiorstwa inwestor VC/PE, jest precyzyjne określenie potrzeb inwestycyjnych przedsiębiorstwa. Złe ich oszacowanie może być szkodliwe dla projektu. Zbyt mała porcja kapitału oznacza bowiem możliwość wykorzystania całej dostępnej gotówki przed osiągnięciem wystarczająco wysokich obrotów, czyli po prostu niewypłacalność; wówczas jedynym ratunkiem jest pozyskanie dodatkowego finansowania, które jednak zostanie udzielone już na mniej atrakcyjnych warunkach. Można tego uniknąć poprzez rzetelne określenie pierwotnej porcji kapitału (odpowiednio dużej) oraz założenie pewnej rezerwy na nieprzewidziane zdarzenia. Okazuje się, że równie niekorzystne może być zawyżenie potrzeb kapitałowych. Zbyt duże wsparcie ze strony VC/PE osłabia nadmiernie pozycję dotychczasowych udziałowców (przedsiębiorców i poprzednich dawców VC/PE); jest to tzw. *dilution* („rozwodnienie”, „rozcieńczenie”), czyli obniżenie procentowego udziału dotychczasowych udziałowców przez przystąpienie nowego. Ponadto nadmiar środków rodzi pokusę ich wydawania, podczas gdy kluczem do sukcesu jest dyscyplina finansowa. Brak znacznej dodatkowej rezerwy pieniężnej to najlepszy czynnik motywujący do osiągnięcia samodzielności w finansowaniu działalności<sup>64</sup>.

Znajomość potrzeb kapitałowych firmy stanowi podstawę do określenia struktury jej pasywów po przystąpieniu nowego kapitałodawcy. Obie strony, przedsiębiorca (i dotychczasowi kapitałodawcy) oraz nowy udziałowiec (inwestor) są zainteresowane jak największym zakresem udziałów; nowy kapitałodawca przede wszystkim z racji chęci osiągnięcia maksymalnej stopy zwrotu, a przedsiębiorca – także z racji chęci posiadania maksymalnego wpływu na decyzje dotyczące firmy. Strukturę finansową ustala się poprzez wycenę firmy przed transakcją i po transakcji. Dla osiągnięcia wymienionych wyżej celów przedsiębiorca dąży do jak najwyższej wartości wyceny, a inwestor – do jak najniższej<sup>65</sup>.

Spotyka się opinię, że inwestorzy VC nie nabywają pakietów kontrolnych, lecz inwestują zwykle w udziały mniejszościowe<sup>66</sup>. Odstępstwem od tej zasady

<sup>63</sup> P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 53–54.

<sup>64</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 206–207.

<sup>65</sup> Zob.: tamże, s. 212–213.

<sup>66</sup> Zob.: G. Arnold, *Corporate financial management*, Prentice Hall 2002, s. 431; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 15, 102.

są przypadki dużych przedsiębiorstw, które poprzez inwestycje VC/PE dążą do przejęcia kontroli nad rynkiem bądź technologią, oraz wykupy (MBO, MBI, LBO), które niejako z definicji służą zmianie stosunków własnościowych w przedsiębiorstwie<sup>67</sup>. Pakiety większościowe mogą także często występować przy inwestycjach we wczesne fazy rozwoju (np. *start-up*), kiedy przedsiębiorstwo nie jest jeszcze założone, a jego inicjator dysponuje bardzo skromnym kapitałem własnym. Powody konieczności objęcia udziałów większościowych przez inwestora VC/PE (zwłaszcza przy wykupach i wczesnych fazach) wydają się na tyle często występujące, że trudno uzasadniać przekonanie, iż udziały mniejszościowe stanowią przeważającą praktykę, tym bardziej, że istnieją różne możliwości zagwarantowania przedsiębiorcy oczekiwanych przez niego uprawnień decyzyjnych mimo posiadania mniejszości udziałów.

Unikanie pakietów większościowych ma wynikać z dążenia nie tylko do ograniczania ryzyka strat kapitałowych, ale też do unikania roli głównego podmiotu decydującego o działalności – koncepcja tego typu finansowania zakłada, że to przedsiębiorca jest najlepszym decydentem w swoim biznesie, a fundusz dostarcza mu tylko wsparcia (kapitałowego i w zakresie zarządzania)<sup>68</sup>. Z drugiej jednak strony inwestorzy VC/PE unikają także przedsiębiorców nadmiernie zdeterminowanych do posiadania zbyt dużych udziałów, utrudnia to bowiem (a wręcz nieemożliwia) pozyskanie wybitnych zarządców oraz technologów, których motywacją są najczęściej właśnie udziały lub opcje na udziały w przyszłości. Fundusze VC/PE sugerują przedsiębiorcom przeznaczenie 20–30% udziałów dla tych właśnie fachowców, którzy mają być istotnym czynnikiem sukcesu. Jest to jednocześnie pewien test osobowości przedsiębiorcy i jego nastawienia do własnego biznesu<sup>69</sup>.

Warunkiem dojścia transakcji do skutku jest więc zgoda przedsiębiorcy na okresową współwłasność i dzielenie się władzą w firmie<sup>70</sup>. Oprócz typowych praw korporacyjnych inwestorzy VC/PE mogą nalegać na przyznanie im szczególnych uprawnień wykraczających poza te wynikające z posiadanych udziałów. Na zestaw najczęściej oczekiwanych przez nich uprawnień składają się między innymi prawa do<sup>71</sup>:

- decydowania o losach spółki poprzez prawo głosu;
- wprowadzenia do firmy swoich przedstawicieli;
- wyznaczania (wymiany) członków zarządu i/lub dyrektorów;

---

<sup>67</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 102.

<sup>68</sup> Zob.: tamże.

<sup>69</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 211–212.

<sup>70</sup> Zob.: B. Mikołajczyk, *Instytucje wspomagające rozwój małych i średnich firm*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 1998, s. 35.

<sup>71</sup> Zob.: K. Kosińska, *Fundusz inwestycyjny pomaga...*; K. Kosińska, *Fundusz daje firmie...*; G. Arnold, *Corporate...*, s. 431.

- sprzeciwu wobec emisji dalszych papierów wartościowych;
- sprzeciwu wobec nabywania innych przedsiębiorstw;
- przejęcia całkowitej kontroli nad przedsiębiorstwem w przypadku wystąpienia określonych zjawisk negatywnych (np. słabych wyników).

Powszechnie wskazuje się, że przedsiębiorcy z niechęcią podchodzą do kwestii współwłasności i współwładzy. Konieczność dopuszczenia inwestora do projektu rodzi obawę związaną z tym, że stając się współwłaścicielem przedsiębiorstwa inwestor nabywa automatycznie prawo własności do chronionego dotąd pomysłu<sup>72</sup>. Oprócz ryzyka, że inwestor skorzysta z tego prawa niezgodnie z wolą projektodawcy, problemem może być również jego relacja z przedsiębiorcą – tracąc wyłączne prawo do pomysłu może on postrzegać inwestora jako „drapieżnego kapitalistę” (*vulture capitalist*), który oddzielił go od jego dzieła<sup>73</sup>. Sytuacją skrajną jest niebezpieczeństwo zbyt silnego emocjonalnego zaangażowania inwestora w projekt, przez co może on uważać siebie za twórcę projektu<sup>74</sup>. Drugim źródłem obaw przedsiębiorców jest możliwość uzyskania przez inwestora zbyt dużych praw do wpływu na działalność spółki, co ogranicza niezależność przedsiębiorcy w realizacji jego wizji projektu, a w razie konfliktu może nawet umożliwić kapitałodawcy całkowite przejęcie firmy<sup>75</sup>. Problemy te przejawiają się szczególnie na młodych rynkach VC/PE, jakim jest rynek polski – częste jest niezrozumienie przez przedsiębiorców idei tego finansowania (mylonego po prostu z kredytem), co nastęrcza trudności w procesie negocjacyjnym i rodzi ryzyko reakcji emocjonalnych, gdy przedsiębiorca w pełni uświadamia sobie, że pozyskując kapitał musi się zgodzić na dzielenie się władzą<sup>76</sup>.

Tym obawom sami inwestorzy VC/PE przeciwstawiają silne kontrargumenty: po pierwsze, że ich interesy są zbieżne z interesami przedsiębiorcy, a nadmierny zakres władzy po stronie funduszu byłby niekorzystny dla ich realizacji; po drugie zaś, że ich oczekiwania co do prawa współstanowienia o przedsiębiorstwie są uzasadnione specyfiką ich działalności.

Podstawą zbieżności interesów jest przede wszystkim dążenie obu stron do osiągnięcia wspólnego celu, jakim jest rozwój przedsiębiorstwa i wzrost jego wartości. Kiedy firma osiąga sukces rynkowy, występuje, jak określa się to w żargonie biznesu, sytuacja potrójnej wygranej (*a win-win-win situation*): przedsiębiorstwo

<sup>72</sup> Zob.: P. Głodek, M. Pietraszewski, M. Martin, *Finansowanie projektów innowacyjnych*, [w:] K. B. Matusiak, E. Stawasz, A. Jewtuchowicz, *Zewnętrzne determinanty rozwoju innowacyjnych firm*, Katedra Ekonomii Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2001, s. 232.

<sup>73</sup> G. Arnold, *Corporate...*, s. 431.

<sup>74</sup> Zob.: T. Gruszecki, *Przedsiębiorca...*, s. 210–211.

<sup>75</sup> Zob.: K. Kozińska, *Fundusz daje firmie...*

<sup>76</sup> Por.: J. Grzywacz, A. Okońska, *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005, s. 134–135.

osiąga szybki wzrost dzięki pozyskanemu kapitałowi, inwestor osiąga wysoką stopę zwrotu, a społeczeństwo uzyskuje nowe produkty i postęp ekonomiczny<sup>77</sup>. Aby osiągnąć ten cel, w interesie funduszu leży zatem, by pozostawić przedsiębiorcy znaczną niezależność, bowiem ma on wówczas większą motywację do działania na rzecz wspólnego sukcesu. Przejmowanie tej roli przez fundusz, który przecież inwestuje w więcej niż jedno przedsiębiorstwo, byłoby kosztowne, czasochłonne i mało efektywne, jako że osoby oddelegowane do tego celu musiałyby „uczyć się” firmy od nowa<sup>78</sup>. Szczególną dla przedsiębiorcy kwestią jest konieczność ujawnienia innowacyjnego pomysłu, na którego sfinansowanie pozyskuje on kapitał. Także w tym względzie jednak interesy stron są zbieżne – nowy udziałowiec (inwestor VC/PE), będąc świadomym unikalności posiadanego przez firmę pomysłu, będzie zabiegał o dochowanie tajemnicy równie skutecznie jak pierwotny właściciel<sup>79</sup>.

Jednak postulat zbieżności interesów bywa podważany<sup>80</sup>. Prawdopodobieństwo wystąpienia niezgodności dążeń rośnie tym bardziej, im mniej osiągnięte z inwestycji efekty odpowiadają założeniom. Kiedy przedsiębiorstwo rozwija się o wiele wolniej niż oczekiwano, inwestor może podjąć decyzję o wycofaniu kapitału celem ponownego zaangażowania go w inny projekt, lub dla zminimalizowania strat. Tymczasem przedsiębiorca może być nadal przekonany o możliwości przezwyciężenia impasu i oczekiwać kolejnej transzy środków, np. na dodatkowe działania marketingowe. Jeśli kapitałodawca zagwarantował sobie uprzednio prawo do wycofania kapitału w takiej sytuacji i z tego prawa skorzysta, to przedsiębiorca zostaje z niczym. Zważywszy na znaczną częstość niepowodzenia projektów finansowanych przez VC/PE prawdopodobieństwo powstania takiego konfliktu jest wysokie, co oznacza, że argument zbieżności interesów nie jest wystarczający, by bronić dużych uprawnień inwestora przy określaniu warunków transakcji. Na jego niekorzyść świadczy także fakt, że skorzystanie z gwarancji zwrotu kapitału może nastąpić nie tylko kosztem przedsiębiorcy, ale też kosztem innych podmiotów finansujących.

Drugim natomiast argumentem, jakim inwestorzy VC/PE uzasadniają swoje dążenie do zagwarantowania sobie znacznych uprawnień decyzyjnych w firmie, jest sama specyfika tego typu inwestycji. Fundusze podkreślają, że przecież podejmują się zainwestowania w firmy, które ze względu na ryzyko niepowodzenia nie mają często szansy na inne źródło finansowania, a ponadto fundusze te wnoszą do firmy więcej niż sam kapitał – także wiedzę na temat zarządzania,

---

<sup>77</sup> G. Arnold, *Corporate...*, s. 431.

<sup>78</sup> Por.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 121.

<sup>79</sup> Zob.: P. Głodek, M. Pietraszewski, M. Martin, *Finansowanie projektów...*, s. 232.

<sup>80</sup> Zob.: T. Gruszecki, *Przedsiębiorca...*, s. 210–211.

otoczenia biznesowego i doświadczenia z poprzednich inwestycji. Przykładowo proces przejścia konkurenta lub połączenia z inną spółką, który dla danej firmy jest pierwszym w jej historii działaniem, fundusz przeprowadzał wcześniej już wiele razy<sup>81</sup>. Fundusz udostępnia także swoje doświadczenie w postaci wykwalifikowanych menedżerów, a należy pamiętać, że osoba, która doskonale radziła sobie z zarządzaniem małym przedsiębiorstwem z kilkunastoosobową załogą, może nie poradzić sobie w kierowaniu firmą zatrudniającą 200 osób i posiadającą rozbudowaną sieć dystrybucji<sup>82</sup>. Współuczestnictwo kapitałodawców VC/PE w zarządzaniu koncentruje się przede wszystkim na kwestiach związanych z marketingiem. Inwestor aktywnie wspomaga przedsiębiorstwo w takim wejściu na rynek z określonym produktem bądź usługą, które pozwoli na realizację spodziewanego dochodu. Założyciele przedsiębiorstwa są bowiem często technikami, którym brakuje odpowiedniej wiedzy o metodach sprzedaży. Tymczasem o sukcesie inwestycji zadecyduje rynkowa weryfikacja innowacji posiadanej przez przedsiębiorstwo<sup>83</sup>. Ten argument znacznie lepiej uzasadnia dążenie inwestorów VC/PE do zabezpieczenia sobie odpowiednio szerokich praw decyzyjnych w spółce, choć kwestia określenia ich zakresu nadal pozostaje otwarta.

Nie należy również demonizować żądań inwestorów VC/PE. Choć są tacy, którzy preferują bezpośrednie zaangażowanie w projekt (tzw. *hand-on involvement*), to wymienione powyżej obawy przed jego negatywnymi skutkami powodują, że wielu jest zwolenników alternatywnego podejścia, zwanego *hand-off*, zgodnie z którym inwestor zapewnia firmie fachowy zespół menedżerów (zarządu) i rezerwuje sobie prawo do obsadzania miejsc (niekoniecznie wszystkich) w tym zarządzie oraz do okresowego kontrolowania jego pracy. Wówczas cała odpowiedzialność za skutki projektu spoczywa na przedsiębiorcy. Oczywiście nie oznacza to pełnego pozostawienia przedsiębiorcy bez pomocy, gdy dochodzi do sytuacji kryzysowej<sup>84</sup>. Spotyka się stwierdzenia, że nawet w spółkach, w których fundusze posiadają udziały większościowe, skład zarządu po zawarciu transakcji nie zmienia się, o ile oczywiście inwestor nie ma zastrzeżeń do jego działania<sup>85</sup>.

Powyższe rozważania pozwalają wysunąć wniosek, że rozwiązaniem problemu podziału władzy jest wypracowanie kompromisu w postaci pewnej równowagi praw. Inwestor może bardziej akcentować ograniczenie swojego ryzyka, zapewniając sobie wiele opcji wycofania kapitału, ale pozostając stosunkowo biernym

<sup>81</sup> Zob.: K. Kozińska, *Fundusz daje firmie...*

<sup>82</sup> Zob.: M. Molo, M. Bielówka, *Przegląd dostępnych źródeł finansowania działalności gospodarczej oraz ocena ich atrakcyjności*, [w:] *Finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, Polska Fundacja Promocji i Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw 2000, s. 58–59.

<sup>83</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 14.

<sup>84</sup> Zob.: T. Gruszecki, *Przedsiębiorca...*, s. 210–211.

<sup>85</sup> Zob.: A. Rojek, *Oferta dla funduszu...*



wobec zarządzania firmą, bądź też może oczekiwać wysokiej zyskowności, ograniczając swoje możliwości wyjścia, ale za to zapewniając sobie większe uprawnienia właścicielskie (prawa do współdecydowania). Analogicznie, przedsiębiorca, oczekując większych praw własnościowych (samodzielności w zarządzaniu spółką), winien przyznawać inwestorowi więcej możliwości wycofania kapitału (większą płynność finansową), natomiast chęć zagwarantowania sobie większej elastyczności finansowej wymaga od przedsiębiorcy zaoferowania inwestorowi większych praw własnościowych<sup>86</sup>. Omówione modele równowagi są przykładami sytuacji korzystnych dla obu stron, jak i dla samego projektu. Rozpatrzmy bowiem sytuacje skrajne. Sytuacja, gdy inwestor ma dużo praw własnościowych oraz jednocześnie zagwarantowaną wysoką płynność, może doprowadzić do braku motywacji ze strony przedsiębiorcy (ma związane ręce, a wspólnik może go w trudnym momencie zostawić bez kapitału). Sytuacja przeciwna (małe prawa decyzyjne inwestora i brak opcji wycofania kapitału przed określonym terminem) oznacza możliwość nadmiernej samowoli przedsiębiorcy, który ma duże możliwości decyzyjne i jednocześnie niskie ryzyko, że zostanie pozbawiony udzielonego kapitału.

Proces negocjowania praw i obowiązków stron przed zawarciem umowy polega na identyfikowaniu oczekiwań i zapewnianiu sobie przywilejów w jednych obszarach kosztem ustępstw w innych. Należy stwierdzić, że choć obie strony są tu równorzędnymi „graczami” (żadna z nich nie jest zmuszona do zawarcia umowy), to inwestor z racji swego doświadczenia i znacznie lepszego zaplecza doradczego występuje z o wiele lepszej pozycji niż przedsiębiorca. Ponadto fundusz ma do wyboru znacznie więcej projektów inwestycyjnych niż przedsiębiorca źródeł finansowania, co jest dodatkowym elementem pogarszającym pozycję negocjacyjną projektodawcy. Możliwe, że te właśnie czynniki przyczyniają się do postrzegania inwestorów VC jako „drapieżnych kapitalistów”.

### 2.4.3. Umowa inwestycyjna

Umowa inwestycyjna jest finalnym dokumentem zabezpieczającym interesy stron transakcji. Sposób jej ukształtowania ma charakter indywidualny dla każdej transakcji, ale niektóre elementy są standardowe. Zasadnicze znaczenie ma oczywiście określenie docelowej struktury kapitałowej firmy oraz ustalenie praw i obowiązków stron, czego dotyczyły powyższe rozważania. Oprócz tego w umowie zawiera się także inne elementy istotne dla przyszłej współpracy. Im jest ich więcej, tym mniejsze jest prawdopodobieństwo późniejszego wystąpienia sytuacji konfliktowych.

---

<sup>86</sup> Zob.: T. Gruszecki, *Przedsiębiorca...*, s. 212.

Inwestor VC/PE oczekuje, że informacje, które przedstawia mu przedsiębiorca poszukujący finansowania, są pełne i rzetelne. Nie można jednak wykluczyć, że po zawarciu transakcji wyjdą na jaw istotne sprawy, których uprzednia znajomość skłoniłaby inwestora do zaniechania inwestycji. Środkiem zapobiegawczym są tu odpowiednie zabezpieczenia w samej umowie – także w umowach między polskimi podmiotami coraz częściej stosuje się tzw. oświadczenia i zapewnienia co do stanu przedsiębiorstwa, zaczerpnięte z anglosaskiej kultury prawnej. Są one podstawą dla egzekucji zobowiązań przedsiębiorcy (np. finansowych) lub zastosowania innych sankcji (np. odstąpienia od umowy)<sup>87</sup>.

Kluczowe dla sukcesu projektu jest szczegółowe określenie jego założeń (co wstępnie powinien określać biznesplan przedkładany inwestorowi przez projektodawcę). Projekt powinien być podzielony na etapy, dla każdego etapu należy określić czas jego trwania oraz działania przewidziane w jego ramach. Działania te można wówczas ująć w postaci kosztów, jakie będą konieczne do poniesienia, i w ten sposób ustalić dość precyzyjny rozkład czasowy całkowitego zapotrzebowania na kapitał. Na tym samym etapie oceny projektu bada się celowość kosztów (czy i jakie efekty przyniosą przewidywane nakłady), aby zapewnić, że pieniądze zostaną rozdysponowane mądrze<sup>88</sup>. Dla ograniczenia ryzyka strat fundusze (zwłaszcza VC) często stosują metodę refinansowania, tzn. w początkowej fazie udostępniają 50–75% przewidzianych środków, resztę zaś później, gdy realizacja zamierzeń rozwojowych przebiega zgodnie z oczekiwaniami<sup>89</sup>.

W umowie określa się również szczegółowe zasady monitorowania inwestycji. Celem monitoringu jest maksymalizacja korzyści i minimalizowanie ewentualnych strat poprzez antycypację potencjalnych problemów oraz informacyjno-decyzyjne zasilanie przedsiębiorstwa. Monitorowanie najczęściej realizuje się poprzez wyznaczenie przedstawicieli inwestora do rady nadzorczej firmy oraz systematyczną analizę jej sprawozdań finansowych (bilans, rachunek zysków i strat, budżet wydatków) i wizyty w przedsiębiorstwie. Szczególną rolę odgrywają tu wyznaczeni przez inwestora członkowie rady nadzorczej firmy. Rekrutują się oni z grona specjalistów mających duże doświadczenie w danej specjalności lub branży. Doradzają w planowaniu strategicznym, finansowym czy marketingowym<sup>90</sup>. Oprócz funkcji kontrolnej i doradczej przedstawiciele inwestora wnoszą do firmy także swoje doświadczenie i przekazują kontakty, co daje jej dodatkowy atut<sup>91</sup>.

---

<sup>87</sup> Zob.: S. Skiendzielewski, *Trzeba przygotować się do inwestycji*, „Puls Biznesu”, 2 czerwca 2003.

<sup>88</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 208–209.

<sup>89</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 102.

<sup>90</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 55.

<sup>91</sup> Zob.: J. Pochłopień, *Kapitał do Polski płynie...*

Już podczas badania projektu ocenia się także strategię wyjścia z przedsiębiorstwa (*liquidity strategy*). Zysk z inwestycji jest realizowany poprzez wycofanie kapitału z przedsiębiorstwa, dlatego określenie sposobów tego wycofania to jeden z zasadniczych elementów procesu negocjacji zasad udostępniania firmie środków finansowych<sup>92</sup>. Ostatecznym efektem tych negocjacji są stosowne postanowienia określone w umowie inwestycyjnej, przede wszystkim dotyczące jasno określonego celu w postaci przewidywanej daty ostatecznego wyjścia (tzw. *exit* lub *take-out*)<sup>93</sup>. Ten moment w przyszłości trudno byłoby oznaczyć konkretną datą, dlatego stosuje się zapisy określające wystąpienie zdarzeń uprawniających do wyjścia z inwestycji, np. osiągnięcie pewnego poziomu wartości przedsiębiorstwa gwarantującego inwestorowi satysfakcjonujący zysk<sup>94</sup>. Na etapie przygotowań transakcji biorcy kapitału z inwestorem VC/PE można także określić różne inne okoliczności wymuszające lub umożliwiające wyjście z inwestycji, na przykład niekorzystne, jak niepowodzenie projektu. Ustalenie dokładnych warunków wyjścia z inwestycji w mniejszym lub większym stopniu gwarantuje (lecz i ogranicza) prawo inwestora do wycofania kapitału. Ma to szczególne znaczenie także dla przedsiębiorcy, bowiem daje mu pewną gwarancję finansowania na określony czas. Ta cecha różni ten typ finansowania od inwestycji na giełdzie, gdzie inwestor może w dowolnym momencie wycofać środki, natomiast czyni je podobnym do kredytu, przy którym określa się harmonogram spłat będący zobowiązaniem i prawem obu stron.

Szczególne znaczenie przy negocjowaniu okoliczności wyjścia funduszu z inwestycji ma stosunek pierwotnych właścicieli (przedsiębiorców) do tego tematu. D. Klonowski przytacza jedną z zasad bardzo użytecznych dla pewnego dyrektora jednej z wiodących firm VC w Europie: „nie wszystkie dobre spółki są dobrymi inwestycjami”, co tłumaczy się tak, że można trafić na spółkę mającą znaczne i rosnące zyski, wiodącą pozycję na rynku, unikalną ofertę, świetny zespół zarządzający i wspaniałe plany ekspansji, ale jeśli właściciele nie są skłonni do negocjowania strategii wyjścia przez fundusz, to najprawdopodobniej nie jest to dla niego dobra okazja inwestycyjna. Zamiast inwestować w atrakcyjną spółkę, w której utknie się na długi okres, lepiej angażować się w mniej spektakularne biznesy, w których jednak łatwo o zgodność celów dotyczących dezinwestycji pomiędzy funduszem a dotychczasowymi właścicielami<sup>95</sup>.

---

<sup>92</sup> Zob.: M. Kotlicki, *Wyjść z inwestycji. Fundusze mają do wyboru kilka rozwiązań*, „Puls Biznesu”, 9 czerwca 2003.

<sup>93</sup> Zob.: G. Arnold, *Corporate...*, s. 430.

<sup>94</sup> Por.: J. Węclawski, *Finansowanie innowacyjnych przedsiębiorstw przez korporacje*, [w:] *Finanse przedsiębiorstw wobec procesów globalizacji*, pr. zbior. pod red. L. Pawłowicza i R. Wierzyby, Gdańska Akademia Bankowa przy Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk–Jurata 2003, s. 211.

<sup>95</sup> Zob.: D. Klonowski, *The Venture Capital Investment Process*, Palgrave Macmillan, New York 2010, s. 236.

Oprócz przewidywanej daty wyjścia z inwestycji określa się także sposób jego realizacji. Szczegółowe wyliczenie i analizę różnych metod wyjścia przedstawiono w rozdziale 4, tu uwagę skupiono na aspektach istotnych przy kształtowaniu umowy inwestycyjnej.

Najogólniej można rozróżnić dwa sposoby zaoferowania do sprzedaży posiadanych udziałów: podmiotowi nieoznaczonemu (oferta publiczna) oraz oznaczonemu (konkretnym, indywidualnym inwestorom bądź instytucjom). Umowy funduszy VC/PE z finansowanymi spółkami najczęściej przewidują wyjście z inwestycji przez upublicznienie, czyli wprowadzenie ich akcji do obrotu i ich sprzedaż w pierwszej ofercie publicznej (IPO). Zdając sobie sprawę z koniunkturalnego charakteru IPO, fundusze zapisują w umowie ten instrument jako preferowany, ale zabezpieczają swoje interesy, wprowadzając do umów także inne rozwiązania prawne. Należą do nich przede wszystkim<sup>96</sup>:

- opcja sprzedaży (*put option*), czyli prawo funduszu do sprzedaży akcji pozostałym akcjonariuszom (stronom umowy) po określonej cenie;
- opcja zakupu (*call option*), czyli prawo funduszu do zakupu od pozostałych akcjonariuszy należących do nich akcji po określonej cenie (może to umożliwić funduszowi późniejszą ich sprzedaż inwestorowi strategicznemu);
- prawo przyłączenia (*tag-along right*), czyli uprawnienie funduszu do przyłączenia się do transakcji dokonywanej przez pozostałych akcjonariuszy z osobami trzecimi;
- prawo przyciągnięcia (*drag-along right*), czyli uprawnienie funduszu do żądania od pozostałych akcjonariuszy, by ci sprzedali swoje akcje na rzecz inwestora, któremu fundusz sprzedaje swoje akcje po określonej cenie i zazwyczaj na jednakowych warunkach.

Prawa te częściowo odzwierciedlają różne szczegółowe metody wyjścia z inwestycji, których szersze omówienie znajduje się w rozdziale 4.

Inne przykłady zastrzeżeń umownych dotyczących wyjścia funduszu VC/PE z inwestycji to<sup>97</sup>:

- zezwolenie dla jednego lub kilku akcjonariuszy na żądanie wprowadzenia spółki na giełdę, co umożliwia organizację IPO bez zgody np. udziałowców mniejszościowych;
- zezwolenie każdemu z akcjonariuszy posiadającemu znaczne pakiety akcji (to pojęcie ustala się w umowie) na uruchomienie procedury sprzedaży spółki

<sup>96</sup> Zob.: Kotlicki M., *Wyjść z inwestycji...*

<sup>97</sup> Informacje zaczerpnięte z prezentacji Michała Rusieckiego, partnera w Enterprise Investors, na I Krajowym Forum Venture Capital 11 czerwca 2003 r. w Warszawie; cyt. za: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity / venture capital*, Wydawnictwo Key Text sp. z o.o., Warszawa 2004, s. 121–122.

(np. inwestorowi branżowemu, finansowemu) po spełnieniu określonych warunków wstępnych;

– zastrzeżenie prawa pierwokupu udziałów dla pozostałych akcjonariuszy (według wyceny rynkowej udziałów).

Częste jest również określenie w umowie wyjścia z inwestycji poprzez sprzedaż udziałów inwestorowi branżowemu (*trade sale*). W takim przypadku już na etapie formułowania umowy negocjuje się z potencjalnym nabywcą warunki przyszłej transakcji oraz podpisuje z nim list intencyjny lub umowę przedwstępną, określającą ewentualny termin transakcji oraz sposób wyceny akcji<sup>98</sup>.

Założone z góry metody wyjścia znacząco determinują strategię rozwoju przedsiębiorstwa. Jeśli planuje się wprowadzenie firmy do obrotu publicznego (np. na giełdę), właściwe jest budowanie firmy, czyli nacisk na przedsiębiorstwo jako organizację, strukturę. W przypadku preferowania wyjścia przez wykup (przejęcie) większy nacisk kładzie się na produkt lub technologię, a mniejszy na budowanie w pełni rozwiniętego przedsiębiorstwa<sup>99</sup>.

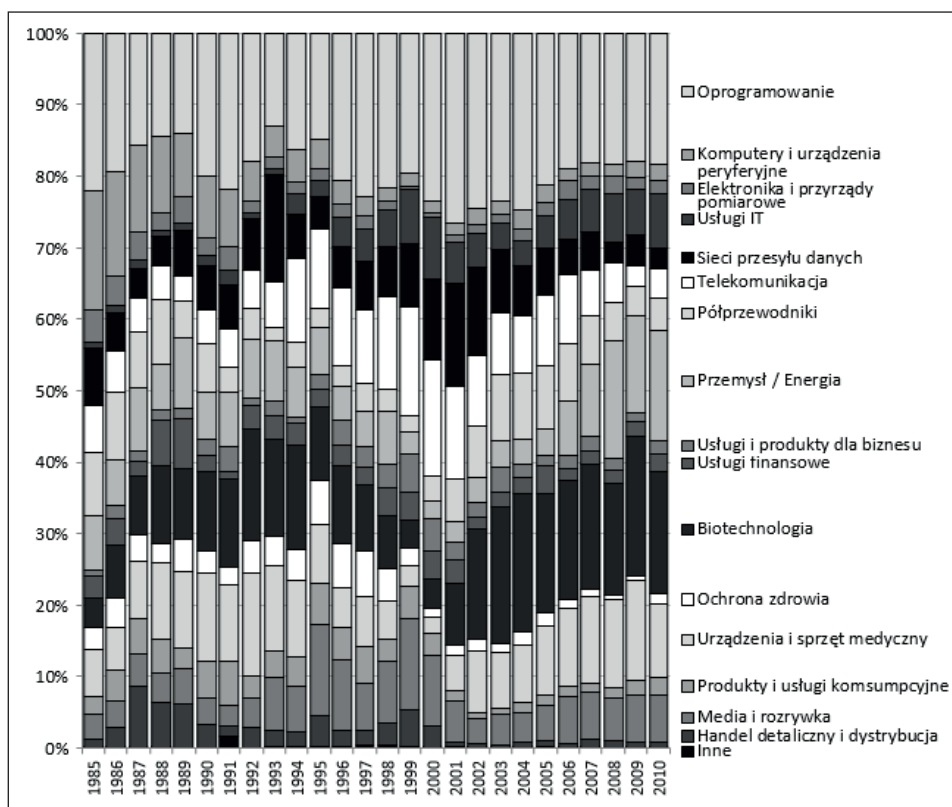
### 3. Struktura branżowa inwestycji VC/PE

Fundusze Venture Capital/Private Equity zaznaczają swoją obecność we wszystkich, praktycznie rzecz biorąc, branżach przemysłu. W niektóre jednak inwestuje się chętniej niż w inne. Różnice w preferencjach są odmienne nie tylko pomiędzy regionami świata (czy państwami), ale też podlegają zmianom w czasie. Mówi się, że niektóre branże stają się czasem „modne” (a dokładniej, że stają się one szczególnie atrakcyjne pod względem oczekiwanych przez inwestorów stóp zwrotu). Przegląd (bardzo ogólny) struktury inwestycji VC/PE w długim okresie przedstawiono na wykresach 10, 11 i 12. Wykorzystano przy tym dane z trzech szeroko pojętych regionów, tj. USA, Europy oraz obszaru Azji i Pacyfiku. Należy podkreślić, że zestawienia te nie są ze sobą bezpośrednio porównywalne ze względu na różnice metodologiczne (przede wszystkim inaczej skonstruowane klasyfikacje branżowe) oraz zakres i sposób przedstawienia danych (dla USA udało się pozyskać dane tylko o inwestycjach VC, podczas gdy dla Europy oraz Azji i Pacyfiku są to inwestycje PE ogółem; dla USA i Europy pokazano struktury inwestycji dokonanych w poszczególnych latach, zaś dla Azji i Pacyfiku są to struktury całego portfela inwestycyjnego narastająco).

---

<sup>98</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 56.

<sup>99</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 20–21.



Wykres 10. Struktura wartości inwestycji Venture Capital w USA w latach 1985–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie *NVCA Yearbook 2011*

Jak pokazuje wykres 10, branżowa struktura inwestycji Venture Capital w USA w ostatnich latach jest dużo bardziej stabilna niż np. w drugiej połowie lat 80. czy w okresie bańki internetowej (rok 2000 i lata sąsiadujące). Niemal we wszystkich przedstawionych latach (oprócz 1993 i 2009) najpopularniejszą dla inwestorów branżą było „oprogramowanie”, angażujące między 13% (1993 r.) a 27% (2001 r.) wszystkich środków inwestowanych przez amerykańskie fundusze VC. W drugiej połowie lat 80. niemal równie popularna była też produkcja komputerów i urządzeń peryferyjnych (17% w 1985 r.), ale znaczenie tej branży systematycznie spadało, aż do osiągnięcia poziomu 2–3% utrzymującego się przez ostatnie 15 lat.

W pierwszej połowie lat 90. o finansowanie od funduszy VC z branżą „oprogramowanie” rywalizowały „biotechnologia” oraz „urządzenia i sprzęt medyczny” (w 1992 r. odpowiednio 16% i 14% wszystkich nakładów VC, wobec 18% zainwestowanych w „oprogramowanie”). Choć biotechnologia wydaje się być szczególnie interesującym kierunkiem badań i projektów komercyjnych w ostatnich

latach, dziedzina ta już dużo wcześniej zaznaczyła się na mapie nauki i biznesu, za jej „narodziny” można przyjąć odkrycie w 1953 r. struktury DNA. Na wysokie zainteresowanie inwestorów VC tą branżą zwrócili uwagę już w roku 1992 Bygrave i Timmons, zaliczając ją (wraz z półprzewodnikami i komputerami) do „rewolucyjnie nowych gałęzi przemysłu” (*revolutionary new industries*) finansowanych przez VC<sup>100</sup>.

Szczególnie wysokie udziały branży „oprogramowanie” odnotowano oczywiście w okresie bańki internetowej, gdy trwała swego rodzaju „moda” na inwestowanie w technologie informatyczne; podobnie znaczny wzrost popularności wykazały wówczas branże „usługi IT”, „sieci przesyłu danych” i „telekomunikacja” (we wszystkich tych dziedzinach duże znaczenie mają technologie internetowe będące stymulatorem narastania „bańki”); łącznie te cztery branże skupiały w latach 1999–2002 ponad połowę (a w latach 2000 i 2001 aż 60%) wszystkich inwestycji VC w USA. W ostatnich latach ich łączny udział jest już mniejszy, wynosi około 33%. W drugiej połowie lat 90. swoje „pięć minut” miały też „media” (zwłaszcza w roku 1995 i 1999, po 13%).

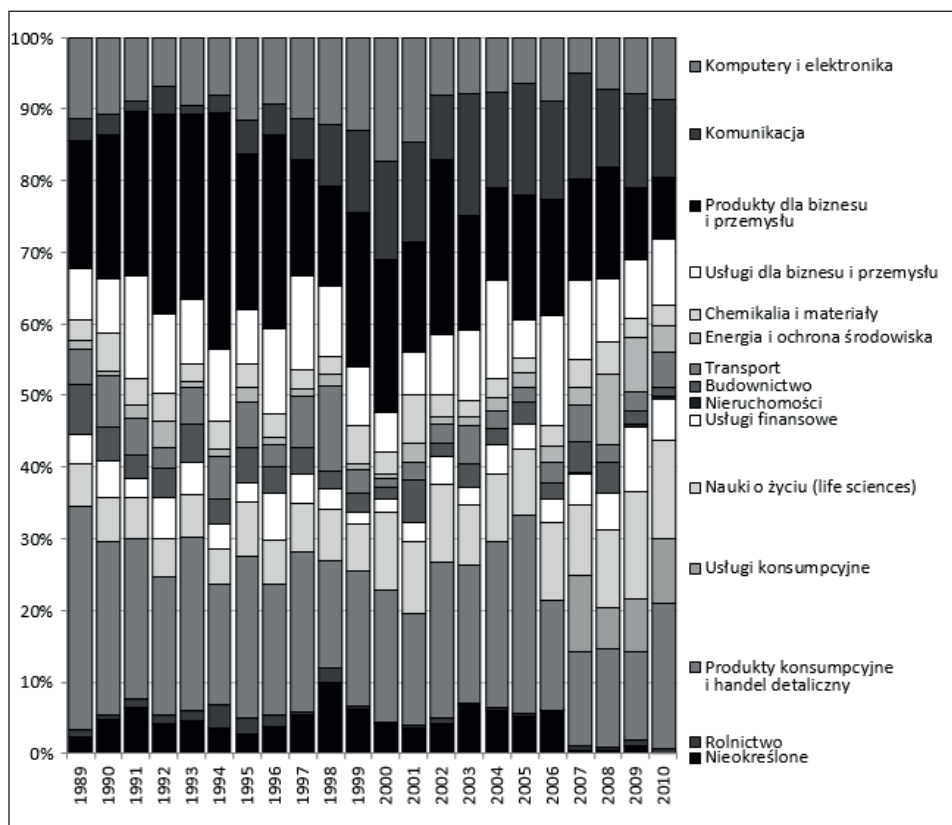
Pęknięcie bańki internetowej spowodowało pewne zdystansowanie się inwestorów od branż związanych z przetwarzaniem i przesyłaniem informacji, natomiast obserwuje się kolejną silną falę inwestycji w biotechnologię (od 2002 r. ich udział oscyluje między 15% a 20% i jest to druga, po oprogramowaniu, branża według popularności). Ponownie też rośnie udział nakładów kierowanych na urządzenia i sprzęt medyczny. Jednak szczególnie ciekawy jest wzrost w sumie inwestycji udziału branży „przemysł/energia”, która angażuje 13–16% środków w ostatnich trzech latach i awansuje na trzecią pozycję pod tym względem. Może to być efekt wzmożonych inwestycji w nowe projekty energetyczne (alternatywne/odnawialne źródła energii) i/lub powrót w stronę bardziej tradycyjnych gałęzi gospodarki, tj. przemysłu. Jednocześnie wyraźną tendencją schyłkową wykazują tak niegdyś oblegane branże, jak półprzewodniki, telekomunikacja czy sieci przesyłu danych.

Strukturę inwestycji PE w Europie przedstawia wykres 11; wynika z niego, że na przestrzeni lat 1989–2010 najpopularniejszymi branżami były „produkty dla biznesu i przemysłu” oraz „produkty konsumpcyjne i handel detaliczny”; w latach 1989–1994 ich łączny udział dochodził do 50% wszystkich inwestycji Private Equity, a choć na przestrzeni prezentowanego okresu spadał stopniowo, to nadal jest stosunkowo wysoki: 22–29% w ostatnich czterech latach. Trzecią wyróżniającą się grupą są „usługi dla biznesu i przemysłu”, których odsetek jest jednak mniej stabilny.

---

<sup>100</sup> Szerzej zob.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston 1992, s. 95–123.





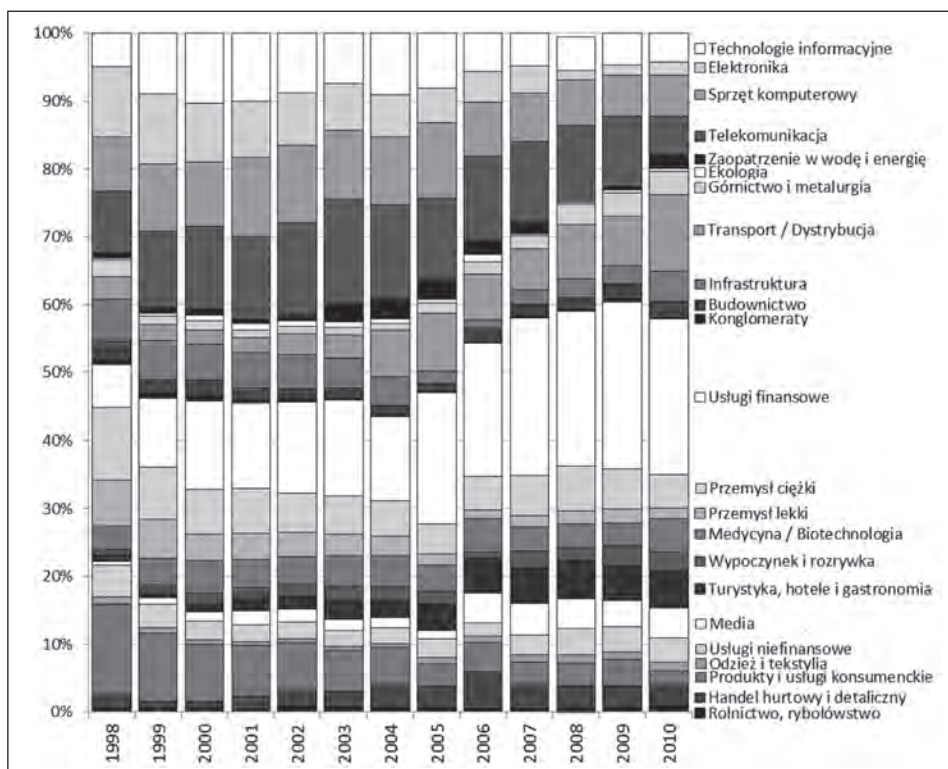
Wykres 11. Struktura wartości inwestycji Private Equity w Europie w latach 1989–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych bezpośrednio z EVCA (dostęp 19.07.2011)

Udziały pozostałych branż znacznie fluktuowały i trudno wyłonić następane pozycje dominujące, jednak należy podkreślić dwie ważne obserwacje. Pierwsza to relatywnie małe (w porównaniu ze strukturą inwestycji VC w USA) znaczenie branż związanych z przetwarzaniem danych – tu reprezentowane jedynie przez „komputery i elektronikę” oraz ewentualnie „komunikację”. Nawet w okresie bańki internetowej (rok 2000) ich udział, choć wzrósł, to do względnie niskiego poziomu 31% (a samych komputerów i elektroniki – do 17%). Jednak w dużym stopniu jest to zapewne wynik porównywania wąskiej kategorii inwestycji VC w USA do szerszej kategorii PE w Europie. Druga obserwacja to znaczący i dość trwały wzrost zainteresowania inwestorów branżami związanymi z biotechnologią, medycyną i ochroną zdrowia (łącznie określone tu jako *life science*, czyli „nauki o życiu”). Udział europejskich inwestycji PE w te branże z ok. 6% w latach 1989–1993 wzrósł do ok. 10% na początku obecnego stulecia, a w ostatnich dwóch latach wyniósł 15% i 14%. Pod tym względem wyraźne jest podobieństwo preferencji inwestycyjnych inwestorów po obu stronach Atlantyku. Warto przy

tym przywołać stojące jakby w opozycji do tych danych badania przeprowadzone przez W. Bainsa<sup>101</sup>, dotyczące słabych wyników inwestycji VC w spółki biotechnologiczne w Europie, o wiele gorszych od ich amerykańskich odpowiedników. Z analizowanych danych i studiów przypadków wnioskuje on, że przyczyną tego stanu jest systematyczne niedoinwestowanie europejskich spółek biotechnologicznych oraz nie najlepsze decyzje kontrolujących je menedżerów VC.

Interesującym trendem jest jeszcze osiągnięcie w ostatnich latach rekordowych udziałów w sumie inwestycji takich branż, jak „usługi konsumpcyjne” (11% w 2006 i 9% w 2010 r.), „energia i ochrona środowiska” (10% w 2008 r.) oraz „usługi finansowe” (9% w 2009 r.). Należy szczególnie podkreślić, że w Europie coraz większą uwagę skupia się na kwestii źródeł energii i dbałości o aspekty ekologiczne, co jest tendencją podobną do występującej w USA. Trudno jednak ocenić skalę tego zjawiska w zakresie inwestycji PE w porównaniu z rynkiem amerykańskim ze względu na inną metodologię prezentowania użytych tu danych.



Wykres 12. Struktura wartości portfela inwestycyjnego PE ogółem w państwach Azji i Pacyfiku w latach 1998–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Asian Private Equity 300*, AVCJ Group Ltd., roczniki 2000–2012

<sup>101</sup> W. Bains, *Venture Capital and the European Biotechnology Industry*, Palgrave Macmillan 2009.

Przedstawiona na wykresie 12 struktura branżowa rynku Private Equity na obszarze Azji i Pacyfiku jest bardziej stabilna od poprzednich, ponieważ nie jest to struktura inwestycji, lecz narastającej wartości portfela inwestycyjnego. Mimo tej różnicy możliwe jest przeanalizowanie trendów w preferencjach inwestorów.

W 1998 r. największy udział w portfelu PE państw Azji i Pacyfiku (13%) miały „produkty i usługi konsumenckie”, w czym odnajduje się pewne podobieństwo do preferencji inwestorów europejskich. W kolejnych latach branża ta ustępuje miejsca innym, kurcząc się do 2% w roku 2010.

W latach bańki internetowej wzrastającą popularnością cieszyły się (podobnie jak gdzie indziej, a zwłaszcza w USA) branże związane z przetwarzaniem i przesyłaniem danych, tj. „technologie informacyjne”, „telekomunikacja” i „sprzęt komputerowy”; łącznie ich udział w wartości portfela sięgnął 34% w 2001 r. i jeszcze do roku 2005 utrzymywał się powyżej 30%, by wreszcie spaść do 16% w roku 2010. Złuszczając „telekomunikacja” była dla inwestorów szczególnie atrakcyjną branżą, do 2004 r. rywalizując o pierwszą pozycję z „usługami finansowymi”. Tymczasem „usługi finansowe” to branża, która zawładnęła portfelami wschodnich inwestorów – jej udział stale rośnie, od 6% w 1998 r. do 25% w 2009 r. i 23% w roku 2010. Oznacza to, że 1/4 środków zaangażowanych dotąd przez fundusze PE na tym obszarze finansuje spółki zajmujące się usługami finansowymi. To dużo, zwłaszcza jeśli weźmie się pod uwagę, że azjatycka klasyfikacja branżowa jest najbardziej rozdrobniona z trzech tu omawianych.

Elektronika, z której masową produkcją niegdyś kojarzono państwa dalekiej Azji, ma w przedstawionym okresie malejące znaczenie – z poziomu 10% spadła do poniżej 2%. Medycyna i biotechnologia, tak „modne” branże na zachodzie, tu wykazują udział oscylujący wokół zaledwie 4%. Jeszcze bardziej marginalne znaczenie ma „ekologia” niewykraczająca praktycznie poza 1% udziału w portfelu. Tymczasem branżą mocno zyskującą na znaczeniu dla inwestorów PE jest „transport/dystrybucja”, która z poziomów 2–3% w latach 1998–2003 zwiększyła swój udział w portfelu inwestycyjnym do 11% w roku 2010. Można się domyślać, że rozwój tej gałęzi gospodarki związany jest głównie z dynamicznym rozwojem gospodarczym państw azjatyckich, zwłaszcza Chin i Indii, które stają się znaczącymi eksporterami i importerami surowców i produktów. Wzmożony ruch towarów powoduje, że działalność transportowa i dystrybucyjna w tym regionie staje się intratnym zajęciem, dlatego zapewne przyciąga inwestorów Private Equity. To ciekawe odkrycie dobrze podsumowuje specyfikę branżowej struktury rynku Private Equity na obszarze Azji i Pacyfiku.

Pewnym rozszerzeniem zaprezentowanej tu analizy jest artykuł<sup>102</sup> autora przedstawiający badanie skłonności inwestorów Private Equity (w tym Venture Capital) w USA i Europie (w tym w Polsce) do inwestowania w sektor wysokich

---

<sup>102</sup> Zob.: A. Zimny, *Inwestycje VC/PE w spółki high tech – trend długookresowy*, „Finanse. Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN” 2012, nr 1 (5).

technologii (*high tech*); w tekście tym wykazano, że kojarzenie finansowania Private Equity ze spółkami wysokich technologii staje się stereotypem coraz mniej potwierdzonym przez dane statystyczne (skojarzenie to pozostaje natomiast uprawnione dla węższej kategorii, tj. Venture Capital).

## 4. Stadia inwestycyjne – fazy rozwoju przedsiębiorstw

### 4.1. Klasyfikacje stadiów dla celów statystycznych

Już przy omawianiu definicji Venture Capital i Private Equity powstała potrzeba odwoływania się do faz rozwoju przedsiębiorstw, w które inwestorzy VC/PE mogą inwestować. Przez stadium inwestycyjne (bądź zamiennie: fazę, etap, stadium rozwoju) należy rozumieć stopień dojrzałości ekonomicznej przedsiębiorstwa oraz cel, na jaki w danym momencie potrzebuje ono finansowania. Tradycyjnie stadia szereguje się właśnie według kryterium dojrzewania firmy, ale fazy późniejsze nie muszą występować w z góry określonej kolejności, a niektóre mogą w życiu przedsiębiorstwa wcale nie wystąpić (dlatego fazy określa się nie tylko według stopnia dojrzałości firmy, ale także według celu, na jaki pozyskiwane jest finansowanie).

Do zestawienia przedstawionego w tabeli 8 wykorzystano tylko wybrane klasyfikacje – z tych źródeł danych, które w największym stopniu posłużyły do przeprowadzenia badań prezentowanych w niniejszej książce. Klasyfikacja stosowana w rocznikach NVCA jest częścią klasyfikacji z *ThomsonOne* (bo stamtąd pochodzi większość danych publikowanych przez NVCA). Przedstawienie starszej i nowej klasyfikacji z roczników EVCA pozwala prześledzić kierunek zmian metodologii. Klasyfikacje stosowane przez AVCJ Group Limited w ich elektronicznej bazie danych i w rocznikach drukowanych (*Asian PE 300*) są na tyle ujednolicone, że potraktowano je jak jedną. Mimo pominięcia wielu innych źródeł danych statystycznych zestawienie to w znacznym stopniu wyczerpuje listę stadiów inwestycyjnych stosowanych na świecie.

Należy nadmienić, że przedstawiane przez niektórych autorów porównywanie klasyfikacji stadiów Private Equity stosowanej przez EVCA ze stosowaną przez NVCA jest nieprecyzyjne, gdyż NVCA skupia się tylko na wczesnych fazach określanych łącznie jako Venture Capital, korzystając przy tym z danych gromadzonych w bazie *ThomsonOne* obejmującej całe finansowanie PE. Porównanie EVCA powinno się więc odnosić do *ThomsonOne*. Warto przywołać jest zwrócenie uwagi przez W. Lucińskiego na klasyfikację Eurostatu, która w odniesieniu do innych jest szczególnie wąska (m.in. dlatego nie jest tu analizowana)<sup>103</sup>.

---

<sup>103</sup> W. Luciński, *Możliwości stymulowania rozwoju polskiej gospodarki poprzez fundusze Private Equity wspierane przez sektor banków komercyjnych*, Wydawnictwo Politechniki Łódzkiej, Łódź 2009, s. 194–200.

Tabela 8. Klasyfikacje stadiów inwestycyjnych w głównych źródłach danych o VC/PE

Baza ThomsonOne (Thomson Reuters)		Roczniki EVCA (do 2007 r.)			Roczniki EVCA (od 2009 r.)			Baza danych AVCJ* Asian Private Equity 300	
Venture Capital	Seed	Seed	Seed	Seed	Seed	Seed	Seed	Concept/Seed/R&D	
	Early Stage	Start-up	Start-up	Start-up	Start-up	Start-up	Start-up	Start-up/Early Stage	
Venture Capital	Expansion	Other Early Stage	Expansion	Other Early Stage	Later-stage venture	Later-stage venture	Later-stage venture	Expansion/Development/ Growth Capital	
	Later Stage	Bridge Financing	Bridge Financing	Bridge Financing	Bridge financing	Bridge financing	Bridge financing		
Venture Capital	Acq. for Expansion	Expansion/ development	Expansion/ development	Expansion/ development	Growth	Growth	Growth		
	Acquisition	Replacement capital	Replacement capital	Replacement capital	Rescue./Turn.	Rescue./Turnaround	Rescue./Turnaround	Mezzanine/Pre-IPO	
Buyout/Acquisition	LBO	Replacement capital	Replacement capital	Replacement capital	Resc./Turn.	Rescue/Turnaround	Resc./Turnaround		
	Mezzanine	Buyouts	Buyouts	Buyouts	Replacement capital	Secondary Purchase/ Replacement capital	Replacement capital		
Buyout/Acquisition	MBI	Buyouts	Buyouts	Buyouts	Refinancing Bank Debt	Refinancing Bank Debt	Refinancing Bank Debt		
	MBO	Buyouts	Buyouts	Buyouts	MBO	MBO	MBO	Buy-outs (MBO/MBI/LBO)	
R.E.	Pending Acquisition	Buyouts	Buyouts	Buyouts	MBI	MBI	MBI		
	Recap or Turnaround	Buyouts	Buyouts	Buyouts	Venture Purchase of Quoted Shares	Venture Purchase of Quoted Shares	Venture Purchase of Quoted Shares	Turnaround/Restructuring	
Other	Secondary Buyout	Buyouts	Buyouts	Buyouts				PIPE Financing	
	Other Acquisition	Buyouts	Buyouts	Buyouts				Bridge Loan	
Other	Real Estate	Buyouts	Buyouts	Buyouts				Franchise Funding	
	Bridge Loan	Buyouts	Buyouts	Buyouts				Privatization	
Other	Open Market Purchase	Buyouts	Buyouts	Buyouts				Other (public to private)	
	PIPE	Buyouts	Buyouts	Buyouts					
Other	Secondary Purchase	Buyouts	Buyouts	Buyouts					
	VC Partnership	Buyouts	Buyouts	Buyouts					
Other	Other	Buyouts	Buyouts	Buyouts					
		Buyouts	Buyouts	Buyouts					

\* Kolejność faz głównie wg *Asian Private Equity 300*.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *ThomsonOne*, baza danych firmy Thomson Reuters, [www.thomsonone.com](http://www.thomsonone.com); *EVCA Yearbook 2012* (oraz poprzedzające roczniki); *2012 Asian Private Equity 300*, AVCJ Group Limited; *AVCJ Database*, baza danych firmy AVCJ Group Limited, [http://www.asianfn.com/Research\\_Database.aspx](http://www.asianfn.com/Research_Database.aspx)

Mimo starań nie udało się tabeli 8 zbudować tak, by wszystkie stadia inwestycyjne były na odpowiadających sobie poziomach we wszystkich klasyfikacjach, choć bezpośrednie odpowiedniki oczywiście występują (zob. np. MBO, MBI, *turnaround*, PIPE). Wynika to stąd, że dla powstającego przedsiębiorstwa tylko pierwsze fazy (pomysł-zasiew-rozruch-ekspansja) następują po kolei, dalsze mogą wystąpić już w dowolnej kolejności, np. po ekspansji firma może zarówno zostać wykupiona przez menedżerów (MBO), jak też wejść na giełdę (*bridge financing* / *Pre-IPO*) czy popaść w trudności i wymagać restrukturyzacji (*rescue/turnaround*). Z tego powodu klasyfikacje podają różną kolejność faz występujących po ekspansji i nie da się jej ujednoclić.

Szczególny akcent należy położyć na ogólną strukturę: cała lista stadiów określana jest jako Private Equity, zaś Venture Capital stanowi podkategorię PE ograniczoną do najwcześniejszych faz rozwoju przedsiębiorstwa. Jak widać, metodologia stosowana przez EVCA i w *ThomsonOne* (i konsekwentnie przez NVCA) jest pod tym względem zgodna. Wskazanie tej zgodności jest fundamentalne dla metodologii badania hipotezy 2 weryfikowanej w niniejszym rozdziale.

Poniżej przedstawiono charakterystykę stadiów wymienionych w tabeli 8. Literatura tematu zawiera szerokie rozważania o poszczególnych fazach: ich specyfice, celach stron transakcji, potencjalnej zyskowności czy czynnikach ryzyka. Tu jednak zdecydowano o ograniczeniu się tylko do opisów stosowanych w wymienionych wyżej bazach danych i rocznikach, aby uzyskać w ten sposób kompleksową analizę metodologii głównych dostawców danych. Dla uniknięcia powielania przypisów zastosowano odwołania w nawiasach oznaczające jak następuje:

- E – *EVCA Yearbook 2012, Glossary – Investment Stages*, s. 19 (i uzupełniająco starsze roczniki);
- T – *ThomsonOne*, elektroniczna baza danych firmy Thomson Reuters, definicje i objaśnienia, pobrano 26.11.2011;
- N – *NVCA Yearbook 2011, Appendix A: Glossary*, s. 57–72, oraz *Appendix F: Stage Definitions*, s. 91;
- A – *AVCJ Database, Financing Stage Classification*, plik z definicjami otrzymany bezpośrednio z AVCJ 19.09.2011 r., oraz *2012 Asian Private Equity 300*, rocznik publikowany przez AVCJ Group Ltd., Definicje, s. 38.

#### **Koncepcja** (A: *concept*)

Finansowanie dostarczone na przedsięwzięcie ze wstępną koncepcją na produkt/biznes.

Stadium wyodrębniane tylko w statystykach azjatyckich [A].

#### **Zasiew** (T, N, E: *seed*; A: *seed/R&D*)

Finansowanie dostarczone na projektowanie, badania, ocenę i rozwój początkowej koncepcji (produktu, usługi, biznesu) zanim przedsięwzięcie osiągnie



fazę rozruchu (*start-up*), czyli przed rozpoczęciem działalności rynkowej [E, N, T, A]. To stadium wymaga relatywnie małych kwot nakładów. Oprócz rozwoju produktu finansuje się tu też nakłady na badania rynku, kompletowanie zespołu zarządzającego czy rozwijanie biznesplanu, jeśli pierwsze kroki okazały się pomyślne [N].

**Start-up (rozruch)** (E, N, T, A: *start-up, early stage*; T: *first stage*)

Finansowanie przeznaczone na rozwój produktu, początkowy marketing, uruchomienie produkcji i sprzedaży. Produkt nie jest jeszcze sprzedawany na rynku (ewentualnie właśnie został na rynek wprowadzony), a firma nie generuje jeszcze zysków. Są to spółki w fazie organizacji lub działające nie dłużej niż 3 lata; zwykle mają już wykonane badania rynku i biznes plan oraz pozyskanych głównych menedżerów, są gotowe do uruchomienia działalności lub już to zrobiły [T, N, E, A]. EVCA rozgranicza fazy startu (*start-up*), w których finansuje się rozwój produktu i początkowy marketing, od innych wczesnych stadiów (*other early stage*), w których faza rozwoju produktów jest ukończona, a nakłady ponosi się na rozpoczęcie produkcji komercyjnej i sprzedaż (nadal bez zysków) [E].

Czasem (rzadko) używana jest dla tego stadium nazwa „pierwsze stadium” (*first stage*).

**Ekspansja / późniejsze stadia** (T, N: *expansion / later stage*; E: *later-stage venture*, A: *expansion/growth/development*)

Spółka posiada już kompletną kadrę menedżerską, rozwinięty produkt, prowadzi produkcję i dystrybucję, a rosnące obroty powodują wzrost jej zapasów i należności, stąd zapotrzebowanie na kapitał pracujący. Może już osiągać zyski lub jeszcze nie. Kapitał może być wykorzystany na rozwój bazy produkcyjnej (w tym zwiększanie zdolności wytwórczych), intensyfikację marketingu, finansowanie kapitału pracującego czy dalsze prace nad rozwojem produktu [N, T, E, A].

W statystykach amerykańskich stadium to rozgraniczane jest na dwa oddzielne. Pierwsze, **ekspansja (*expansion*) sensu stricto**, oznacza wcześniejszy etap rozszerzania skali działalności spółki; w porównaniu do stadiów poprzednich w ekspansję chętniej angażują się bardziej zinstytucjonalizowani inwestorzy VC/PE, a ich rola ze wspierającej przechodzi bardziej w strategiczną. Drugie, określone jako **późniejsze stadium (*later stage*)**, obejmuje spółki o stabilnym, ale wyraźnie mniejszym tempie wzrostu i większym prawdopodobieństwie osiągnięcia zysków i dodatnich przepływów gotówkowych. Do *later stage* zaliczają się spółki przygotowywane do upłynnienia przez IPO, wykup (*buyout*) lub sprzedaż inwestorowi strategicznemu [N, T]. Czasem (rzadko) stosuje się zbliżone odpowiedniki tych dwóch kategorii, określane jako *second stage* i *third stage* [T].

Warto dodać, że na *later stage* kończy się lista stadiów analizowanych w rocznikach NVCA, bo te koncentrują się na *venture capital*, czyli najwcześniejszych fazach inwestycji *private equity* [N].



EVCA nie stosuje takiego rozbitcia, tylko łączną kategorię **later-stage venture**, ale z wyłączeniem przygotowania spółki do wejścia na giełdę (to osobna kategoria: *bridge financing*). W dawniejszych rocznikach funkcjonowało stadium „ekspansja”; obecną nazwę (*later-stage venture*) wprowadzono od 2008 r., wydzielając przy tym osobną kategorię o nazwie *growth* (zob. niżej). Aby zachować porównywalność danych sprzed zmian i po, należy dodawać obecne *growth* i *rescue/turnaround* (przed 2007 r. włączane do *expansion/development*) do *later-stage venture* i analizować łączną kategorię *expansion/development* przed i po 2007 r. [E].

Statystyki azjatyckie są pod tym względem najmniej szczegółowe, tu stadium to określone jest najszerzej – jako **expansion/growth** lub **expansion/development** [A].

#### **Wzrost (E: *growth*)**

To stadium ma bardzo podobne cechy co ekspansja i późniejsze stadium, a jest wyodrębniane tylko w statystykach EVCA i to dopiero od 2008 r. *Growth* to typ inwestycji *private equity* – najczęściej mniejszościowej, ale niekoniecznie – w relatywnie dojrzałe spółki, szukające kapitału na ekspansję lub zmianę struktury działalności, wejście na nowe rynki lub sfinansowanie znacznej akwizycji bez zmian w zakresie kontroli nad spółką. Ponadto terminem *growth capital* definiowana jest większość inwestycji dokonywanych przez fundusze wykupowe (*buyout funds*) w fazy rozwoju kwalifikowane do kategorii *venture* (wcześniejszych) [E].

W statystykach amerykańskich takie stadium nie występuje, choć w roczniku NVCA jest ono zdefiniowane jako faza, w której spółka jest już po wykorzystaniu jednego lub kilku zastrzyków kapitału i generuje przychody ze sprzedaży swoich produktów lub usług; nazywana też „stadium środkowym” [N, s. 63].

W statystykach azjatyckich stadium należy do szerszej kategorii **expansion/growth** lub **expansion/development** [A].

**Finansowanie pomostowe przed IPO (*Mezzanine*<sup>104</sup>)** (E: *bridge financing*, T, N: *mezzanine*; *bridge financing*; A: *mezzanine/pre-IPO*)

Finansowanie udostępnione spółce w okresie przekształcenia z posiadanej prywatnie w notowaną na giełdzie [E]. Udzielane jest spółkom mającym być wprowadzone na giełdę w ciągu 6–12 miesięcy w celu wyposażenia ich w odpowiednie środki do osiągnięcia tego celu [T, N, A]. Statystyki amerykańskie określają, że finansowanie to ma formę *mezzanine*, czyli długu o pośrednim priorytecie w strukturze kapitałowej firmy: ma pierwszeństwo spłaty wobec kapitału udziałowego (*equity*), ale jest podporządkowane wobec typowego długu (*senior debt*);

<sup>104</sup> Finansowanie typu *mezzanine* ma zastosowanie szersze niż tylko finansowanie pomostowe udzielane przed IPO; tu pojęcia te zestawiono tylko dla odzwierciedlenia określeń używanych w statystykach.

zazwyczaj kapitał *mezzanine* jest oprocentowany wyżej niż klasyczny dług i daje zwykle szczególne uprawnienia co do przyszłych udziałów, np. jest konwertowalny na akcje lub zawiera warranty na nowe subskrypcje [T, N].

Szerszą kategorią jest pożyczka pomostowa (*bridge loan*) omówiona dalej.

### **Przejęcie, nabycie** (T, N: *acquisition*)

Termin „przejęcie” (*acquisition*) często występuje w parze z „połączeniem”, czyli „fuzją” („fuzje i przejęcia”, *mergers & acquisitions*), tu jednak wymienione jest samotnie, bowiem typowe połączenie (*merger*) dwóch spółek w zasadzie nie wymaga finansowania zewnętrznego, więc nie leży w zakresie zainteresowania funduszy PE.

Przejęcia wyodrębniane są tylko w statystykach *ThomsonOne*, gdzie występują jako 4 oddzielne kategorie:

- **Acquisition** (przejęcie, nabycie) polega na przejęciu kontroli, posiadania lub własności spółki nienotowanej przez inną spółkę lub konglomerat [T];
- **Acquisition for expansion** (przejęcie w celu ekspansji), przy którym kapitał dostarczany jest spółce na sfinansowanie przez nią przejęcia (nabycia) innej spółki lub aktywów, co prowadzi do konsolidacji w danej branży [T];
- **Pending acquisition** (przejęcie w toku) to sytuacja, w której przejęcie spółki zostało ogłoszone, ale nie jest jeszcze oficjalnie zamknięte [T];
- **Other acquisition** – przejęcia niezakwalifikowane do innych rodzajów przejęć.

### **Wykupy menedżerskie / lewarowane** (E, T, N, A: MBO, MBI, LBO)

Finansowanie wykupów umożliwia grupie menedżerów nabycie biznesu lub linii produkcyjnej będącej na dowolnym etapie rozwoju od spółki notowanej lub nienotowanej. Zwykle są to spółki o silnie skoncentrowanym gronie udziałowców lub firmy rodzinne. Wykupy menedżerskie / lewarowane zwykle pociągają za sobą ożywianie operacyjności biznesu przez przedsiębiorczych menedżerów nabywających znaczne pakiety udziałów [N]. Rozróżnia się wiele typów wykupów, w tym trzy podstawowe:

- **Management Buyout** (MBO, wykup przez menedżerów z przedsiębiorstwa) – kontrola nad biznesem zostaje przejęta przez menedżerów w nim pracujących [E, T, A];
- **Management Buyin** (MBI, wykup przez menedżerów spoza przedsiębiorstwa) – kontrolę nad biznesem przejmuje menedżer lub grupa menedżerów z zewnątrz [E, T, A];
- **Leveraged Buyout** (LBO, wykup lewarowany) – wykup dokonany z zaangażowaniem znacznej wielkości finansowania dłużnego i relatywnie mało lub wcale finansowania udziałowego [T, N]; EVCA określa to stadium nieco szerzej – jako **Other (leveraged) buyout**, czyli każde nabycie spółki inne niż MBI, MBO, *public-to-private* czy *other PIPE*, zaznaczając, że może angażować znaczne kwoty

pożyczonych pieniędzy dla pokrycia kosztu akwizycji (zatem opis nie jest zawężony tylko do LBO) [E].

Warto nadmienić, że istnieje wiele mieszanych lub mniej rozpowszechnionych form wykupu, jak np. BIMBO (połączenie MBO i MBI) czy EBO (wykup przez pracowników).

#### **Wykup wtórny** (T, N: *secondary buyout*)

Stadium występujące tylko w statystykach *ThomsonOne*. Transakcja opisana jako „wykup osadzony na innym wykupie” (*a buyout deal on top of a buyout deal*). Występuje, gdy początkowa firma-inwestor jest inna niż następna firma inwestująca [T, N].

Choć *secondary buyout* nie pojawia się w statystykach EVCA, to jest tam opisany jako forma wykupu, w której zarówno kupujący, jak i sprzedający to firmy Private Equity lub finansowi sponsorzy (np. lewarowany wykup spółki, która była nabyta również w drodze lewarowanego wykupu). Wykupy wtórne (*secondary buyouts*) różnią się od transakcji wtórnych (*secondaries*) oraz nabyć na rynku wtórnym (*secondary market purchases*), które zwykle obejmują zakup portfeli aktywów Private Equity, włącznie z udziałami biernych kapitałodawców VC/PE (*limited partnership*) oraz bezpośrednimi inwestycjami w korporacyjne papiery wartościowe [E].

#### **Restrukturyzacja** (T, N: *recap/turnaround*, E: *rescue/turnaround*, A: *turn-around/restructuring*)

Finansowanie udostępnione istniejącemu biznesowi, który doświadcza problemów z działalnością (operacyjną, finansową), w celu doprowadzenia go do poprawy wyników i odzyskania rentowności [E, T, N, A]. Są fundusze (tzw. *Turn-around Funds* i *Distressed Debt Funds*), które specjalizują się w finansowaniu spółek o złych wynikach, bardzo zadłużonych, niewypłacalnych, a nawet będących w stanie upadłości w celu przywrócenia ich na drogę do osiągnięcia dobrych wyników [T]. Oczywiście restrukturyzacji dokonuje się, gdy istnieją jakiegokolwiek perspektywy na poprawę wyników.

#### **Wtórne nabycie / zastąpienie kapitału** (E: *secondary purchase / replacement capital*)

Nabycie mniejszościowego pakietu istniejących udziałów w spółce od innej firmy Private Equity lub od innego udziałowca/udziałowców [E].

Nabycie udziałów w spółce od obecnego udziałowca zamiast nabywania udziałów bezpośrednio od spółki [T].

#### **Refinansowanie długu bankowego** (E: *refinancing bank debt*)

Stadium występujące tylko w statystykach EVCA. Jest to zastrzyk kapitału dla zredukowania poziomu zadłużenia spółki [E].

**Pożyczka pomostowa** (T, A: *bridge loan*)

Jest to krótkoterminowe finansowanie, pozwalające spółce kontynuować działalność do czasu pozyskania finansowania długoterminowego [T, A].

Kategoria niewystępująca bezpośrednio w rocznikach EVCA. Opisane wcześniej „finansowanie pomostowe przed IPO” może być szczególną formą pożyczki pomostowej, w której spółka finansuje się długiem do momentu zastąpienia go przez kapitał akcyjny pozyskany przez IPO.

**Inwestycja w akcje notowane** (T, N, E, A: *PIPE – private investment in public equity/entity*, T także: *open market purchase*, E także: *public-to-private*)

Inwestycje VC/PE definiowane są jako angażowanie środków w spółki nienotowane, zdarzają się jednak wyjątki od tej reguły. Dla firmy (funduszu) VC/PE jest to rozszerzenie wachlarza możliwości inwestycyjnych, natomiast dla notowanej spółki, potrzebującej nowego kapitału może być korzystną alternatywą wobec nowej emisji akcji [T, A]. Baza *ThomsonOne* rozróżnia tu dwa oddzielne stadia: nabycie akcji na otwartym rynku (*open market purchase*) oraz PIPE, ale ich opis, zawarty w wyjaśnieniach metodologicznych tej bazy danych, jest zbyt skąpy, by ustalić, na czym polega różnica. Z kolei EVCA wyróżnia szczególną grupę inwestycji w akcje nienotowane, określoną jako *public-to-private* (w starszych rocznikach: *venture purchase of quoted shares*), a polegającą na złożeniu oferty na cały kapitał akcyjny notowanej spółki w celu wycofania jej z notowań; w złożeniu oferty może być zaangażowany zarząd. Pozostałe sytuacje, w których wycofanie z notowań nie jest celem zakupu (mniejszościowego lub większościowego) pakietu akcji notowanych, określono jako *other PIPES* [E]. Transakcje *public-to-private*, osobno od PIPE, wymieniają też azjatyckie źródła danych, ale tylko w opisach metodologicznych, w samych statystykach wartości dla tej kategorii nie są wyodrębniane [A].

**Nieruchomości** (T: *real estate*)

Kategoria występująca tylko w statystykach *ThomsonOne*, wprowadzona niedawno. Nieruchomości rozszerzają zakres możliwości inwestycyjnych funduszy VC/PE; mogą one wystąpić jako inwestycje bezpośrednio w nieruchomości lub w spółki opierające swoją działalność na nieruchomościach [T]. Włączanie inwestycji w nieruchomości do zakresu Private Equity wydaje się być nowym zjawiskiem, podobnie jak inwestycje w surowce (np. *oil and gas*, por. N, s. 68). Jednak domyślne ustawienia wyszukiwania transakcji w bazie *ThomsonOne* nie zawierają kategorii *real estate* w *private equity*, co sugeruje, że należy ją nadal traktować jako oddzielny typ inwestycji alternatywnych.

**Partnerstwo VC** (T: *VC partnership*)

Występuje, gdy jeden fundusz dokonuje inwestycji w inny fundusz [T]. Kategoria występująca tylko w statystykach *ThomsonOne*.

### **Finansowanie franczyzy (A: *franchise funding*)**

Finansowanie dostarczone spółce posiadającej franczyzę w danym obszarze z przeznaczeniem na dalszy rozwój [A]. Kategoria występująca tylko w statystykach azjatyckich.

### **Prywatyzacja (A: *privatization*)**

Finansowanie dostarczone na sprywatyzowanie państwowych przedsiębiorstw [A]. Kategoria opisana w wyjaśnieniach metodologicznych do statystyk azjatyckich, ale w samych statystykach niewyodrębniana. Jej istotność wynika niewątpliwie stąd, że duży udział w całym azjatyckim rynku PE mają Chiny, gdzie jest wiele przedsiębiorstw państwowych, zapewne stanowiących korzystne okazje inwestycyjne. Prywatyzacja zaznaczyła się jako specyficzna podgrupa transakcji także w państwa Europy Środkowo-Wschodniej, które weszły w obszar zainteresowania funduszy PE po przejściu z systemu gospodarki centralnie planowanej do gospodarki rynkowej<sup>105</sup>.

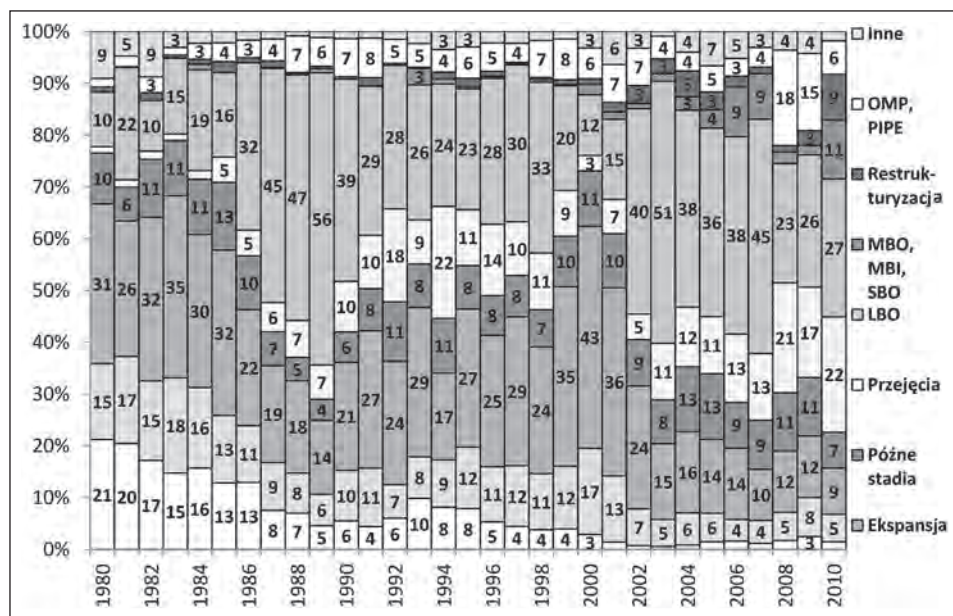
## **4.2. Struktura inwestycji pod względem stadiów inwestycyjnych – porównanie państw**

Zamieszczone poniżej wykresy 13–20 przedstawiają strukturę inwestycji Private Equity na przestrzeni długich okresów. Odzwierciedlają one zmiany strukturalne zachodzące na tym rynku.

Jak wynika z wykresu 13, w pierwszej połowie lat 80. w USA dominowały inwestycje Venture Capital (cztery pierwsze stadia), ich łączny udział w sumie inwestycji PE oscylował w granicach 70–80%, na co składało się głównie finansowanie ekspansji (ok. 30% sumy inwestycji PE). Druga połowa tej dekady to „złoty wiek” wykupów lewarowanych (LBO), których udział rósł, osiągając w 1989 r. 56% całego rynku. Lata 90. charakteryzuje dość stabilna struktura, a największe zainteresowanie skupiają ekspansje i wykupy lewarowane, angażując po ok. 1/4 sumy inwestycji. Schyłek tej dekady to okres pęcznienia bańki internetowej, czego przejawem był gwałtowny wzrost inwestycji w spółki będące w początkowych fazach rozwoju, zwłaszcza uruchamiania (*start-up* – wczesne stadia) i ekspansji; w roku 2000 te dwa stadia skupiły aż 60% wartości wszystkich inwestycji PE, a cały segment Venture Capital zaangażował łącznie 73% środków. Po pęknięciu bańki (i podliczeniu strat) wzrosła awersja inwestorów do ryzyka, przez co udział inwestycji w fazy Venture Capital spadł do poziomu 25–35%, a powróciło zainteresowanie bezpieczniejszym finansowaniem dłużnym. Lata 2002–2007 to nowa fala transakcji LBO, stanowiących ok. 40% (w 2003 r. ponad 51%) sumy zainwestowanych środków. Warto przy tym podkreślić, że wliczany jest tu tylko kapitał udziałowy (*equity*) użyty przy transakcjach LBO; całkowite rozmiary tych

<sup>105</sup> Zob. np.: Rocznik 2004, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, Warszawa 2004.

operacji były więc o wiele większe, bo obejmowały jeszcze nakłady kapitału dłużnego o wartościach nawet 4–6 razy większych od kapitału udziałowego. Sytuacja zmieniła się ponownie po nadejściu kryzysu finansowego, zapoczątkowanego krachem na rynku kredytów *subprime* (2007 r.). Udział transakcji LBO spadł do ok. 1/4, zaś relatywnie dużą popularność zyskały dotąd mniej znaczące grupy transakcji: przejęcia (*acquisition*)<sup>106</sup>, inwestycje w spółki notowane (*open market purchase* oraz *private investment in public entity*), wykupy (zwłaszcza wykupy wtórne – *secondary buyouts*, stanowiące w 2010 r. 10% sumy inwestycji PE) i restrukturyzacje, których finansowanie w 2010 r. sięgnęło 9% puli inwestowanych środków (zapewne jest to pokłosie ostatnich zjawisk recesyjnych).



Wykres 13. Struktura inwestycji Private Equity w USA wg stadiów rozwoju spółek portfelowych w latach 1980–2010 (w %)

Uwaga: brak podanej wartości udziału oznacza udział mniejszy niż 2,5%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z ThomsonOne, www.thomsonone.com, bazy danych firmy Thomson Reuters (dostęp 26.08.2011)

W całym analizowanym okresie wyraźny jest spadkowy trend udziału segmentu Venture Capital w całym rynku Private Equity – ożywienie na przełomie tysiącleci było krótkotrwałe i obecnie jego relatywna popularność jest wyraźnie

<sup>106</sup> Przedstawiona na wykresie kategoria „przejęcia” (*acquisition*) zawiera sumę 4 kategorii wykazywanych w bazie ThomsonOne oddzielnie, tj. *acquisition for expansion*, *acquisition*, *pending acquisition* i *other acquisition* (zob. stosowne opisy w poprzednim punkcie niniejszego rozdziału).



niższa niż przed pęknięciem bańki internetowej (dotyczy to wskaźnika udziału; wartościowo segment ten jest rosnący, ale wyraźnie wolniej od całego rynku PE). Szczególnie duży spadek nastąpił w zakresie finansowania zasiewów – z ok. 20% na początku lat 80. do mniej niż 3% w ostatnim dziesięcioleciu. M. Wrześniński uważa, że stopniowe przechodzenie od finansowania transakcji we wczesnej fazie rozwoju do finansowania przedsiębiorstw w fazach późniejszych wynika z dwóch czynników<sup>107</sup>:

- znacznie wyższego ryzyka przedsiębiorstw znajdujących się we wczesnej fazie rozwoju, które nie jest w pełni rekompensowane przez wyższą stopę zwrotu z inwestycji, oraz

- ograniczeń w zakresie możliwości wyjścia z inwestycji w małe przedsiębiorstwa, związanych z faktem, że nawet w okresie 3–7 lat po inwestycji VC ich skala działania jest często niewystarczająca do tego, by wprowadzić spółkę na giełdę lub pozyskać dla niej inwestora strategicznego.

Odzwierciedlenie zależności skłonności do ryzyka od ilości dostępnego kapitału jest przedmiotem badania hipotezy 2 w niniejszym rozdziale, zaś związek ryzyka i stopy zwrotu w poszczególnych segmentach rynku PE analizowany jest przy weryfikacji hipotezy 4 w rozdziale ostatnim.

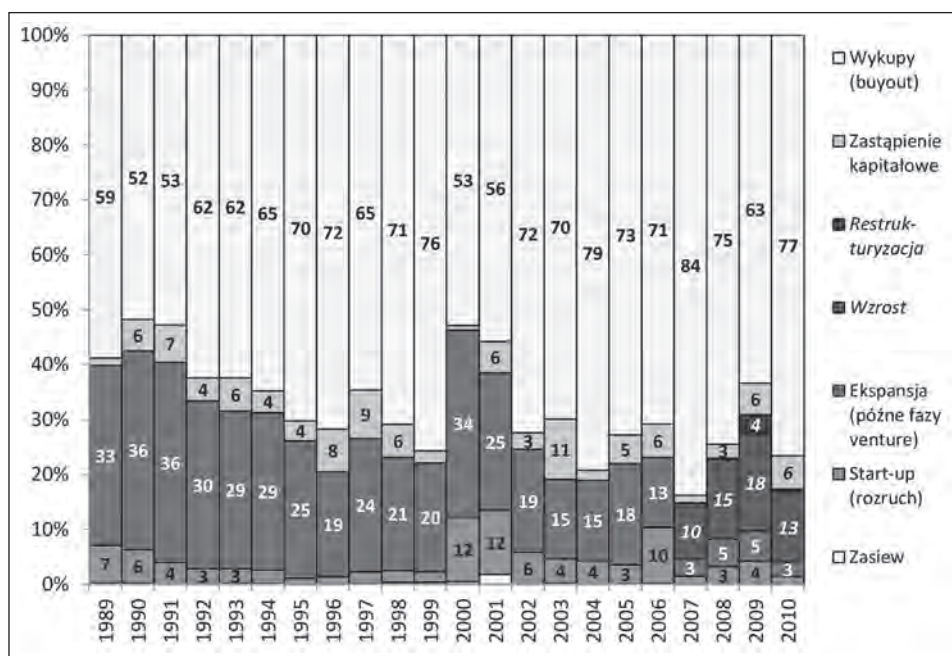
Wykres 14 pokazuje, że inwestycje Private Equity w Wielkiej Brytanii charakteryzuje ogromna dominacja wykupów, które na początku lat 90. stanowiły nieco ponad połowę inwestowanych środków, a pod koniec tej dekady już 3/4. Na przełomie stuleci udział ten spadł do 53–56%, a od 2002 r. znowu oscyluje wokół poziomu 75%. Na drugim biegunie znajduje się praktycznie nieistotna wielkość finansowania projektów zasiewowych (*seed*): ich udział w sumie inwestycji PE rzadko przekracza 0,2%, a zaznaczył się jedynie w 2001 r., sięgając niecałych 2%. Inwestycje w start-upy to również niewielki odsetek, wyjątkiem są tylko lata 2000, 2001 i 2006. Natomiast ekspansja jest drugim co do popularności stadium, w latach 90. jej udział, stopniowo wypierany przez wykupy, spadł z 36% do 20%, w okresie bańki internetowej (2000 r.) stanowił 1/3 rynku, by potem znów spaść do poziomów poniżej 20%. Od 2007 roku wskaźnik dla tego stadium wynosi 3–5%, bowiem po rozdzieleniu kategorii „ekspansja/rozwój” znaczna część wykazywana jest jako stadium „wzrost” (10–18%), nienależące do segmentu Venture Capital. Gdyby jednak, zgodnie z sugestią EVCA, dla celów zbadania trendu długoterminowego zdefiniować Venture Capital jako stadia „zasiew”, „start-up” i „ekspansja” włącznie ze „wzrostem” i „restrukturyzacją”, to i tak jego łączny udział w przedstawionym okresie jest generalnie malejący – z poziomów ok. 40% na początku lat 90. do ok. 20% w ostatnich 8 latach. Charakterystyczne jest (podobnie jak w USA) wyróżnienie się restrukturyzacji po nastaniu spowolnienia gospodarczego

---

<sup>107</sup> M. Wrześniński, *Kapitał podwyższonego ryzyka – Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 132.



(4% w 2009 r.). Wymiana kapitału (*replacement capital*) wykazuje w całym okresie dość stabilny udział ok. 5%.



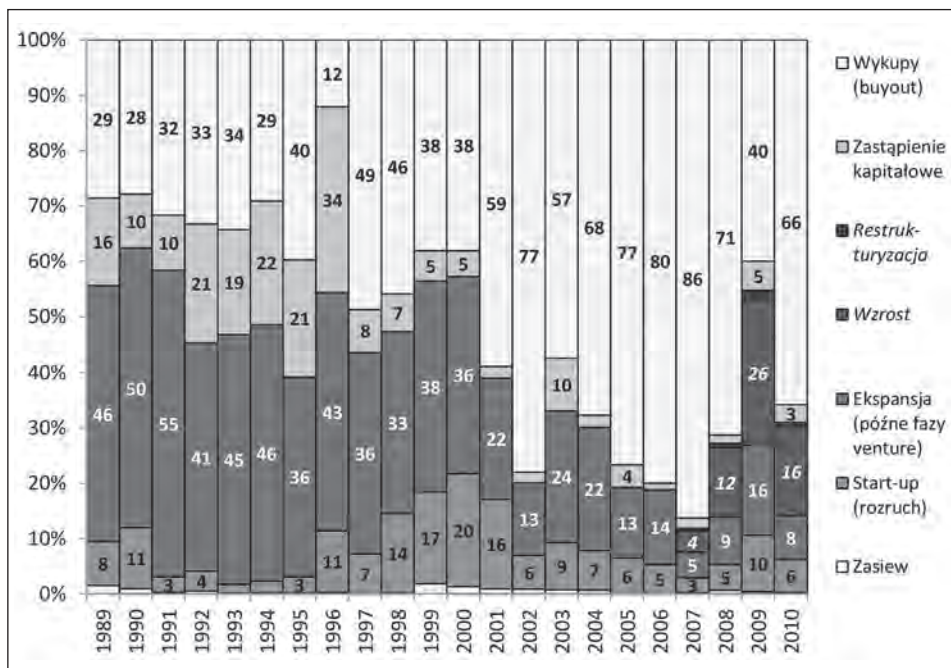
Wykres 14. Struktura inwestycji Private Equity w Wielkiej Brytanii wg stadiów rozwoju spółek portfelowych w latach 1989–2010 (w %)

Uwaga: brak podanej wartości udziału oznacza udział mniejszy niż 2,5%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EVCA (pliki z danymi otrzymanymi od EVCA 19.07.2011 i 03.01.2012 oraz *EVCA Yearbook 2011*)

Porównując wykres 15 z poprzednim można stwierdzić, że we Francji, w porównaniu z Wielką Brytanią, wykupy miały w pierwszej połowie lat 90. wyraźnie mniejsze znaczenie (do 1994 r. udział 28–33%) niż ekspansja (41–55%), rosnącą frakcją były też zastąpienia kapitałowe (*replacement capital*). Lata 1995–1996 bardzo wyróżniają się swą nietypową strukturą, wyznaczają też początek znaczących zmian proporcji na francuskim rynku: wzrasta zainteresowanie wykupami, zwłaszcza po 2000 r. (aż do 86% sumy inwestycji PE w 2007 r.), wypierając wszystkie pozostałe fazy. Co ciekawe, okres bańki internetowej przyniósł stosunkowo nieduży wzrost udziału ekspansji, zdecydowanie bardziej ożywiło się wówczas finansowanie start-upów (wzrost udziału do 20% w 2000 r.). Szczególnym rokiem był 2007, w którym segment Venture Capital objął tylko 8% sumy inwestycji PE (lub 12%, jeśli doliczyć „wzrost” i „restrukturyzację”) wobec 86% przeznaczonych

na wykupy, oraz rok 2009, w którym wystąpiła wyjątkowo niska frakcja wykupów (40%), a stosunkowo duży udział wszystkich innych stadiów. Można przyjąć, że francuscy inwestorzy są bardziej skłonni do wcześniejszych faz inwestycyjnych niż brytyjscy, przy czym finansowanie stadium najwcześniejszego (zasiewu) tu również stanowi praktycznie niewidoczny udział (nie więcej niż 1,5% całego rynku).



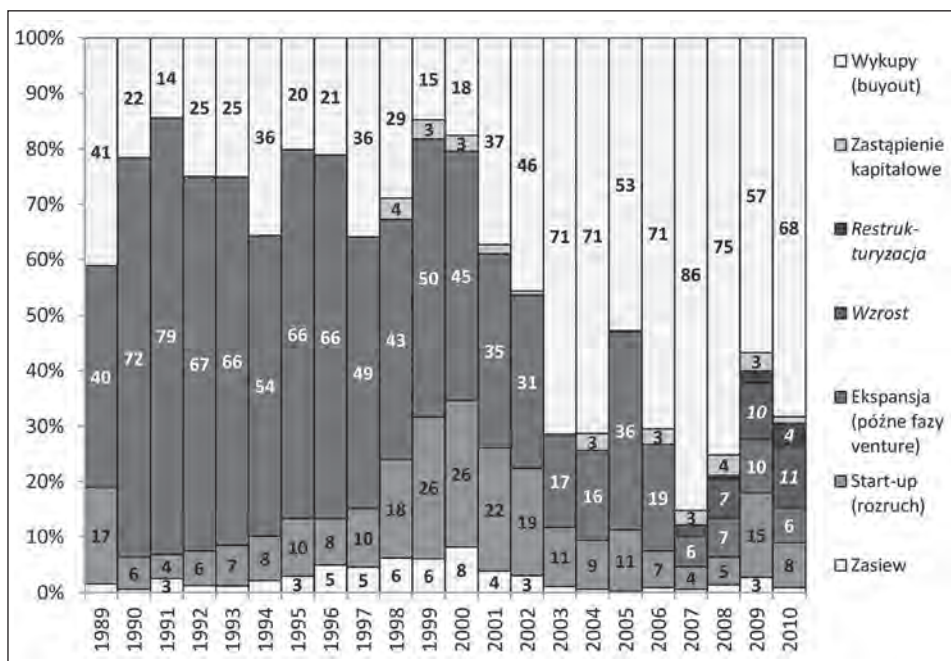
Wykres 15. Struktura inwestycji Private Equity we Francji wg stadiów rozwoju spółek portfelowych w latach 1989–2010 (w %)

Uwaga: brak podanej wartości udziału oznacza udział mniejszy niż 2,5%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EVCA (pliki z danymi otrzymanymi od EVCA 19.07.2011 i 03.01.2012 oraz *EVCA Yearbook 2011*)

Jak wynika z wykresu 16, w Niemczech przewaga ekspansji nad wykupami była jeszcze wyższa niż we Francji (nie mówiąc już o Wielkiej Brytanii), a stan ten trwał aż do 2000 r. Udział wykupów w tym okresie fluktuował dość silnie, a udział ekspansji stopniowo ustępował dwóm najwcześniejszym fazom, zasiewowi i start-upom, które w szczytowym momencie bańki internetowej (2000 r.) sięgnęły łącznie 35% całego rynku. Potem struktura niemieckiego rynku PE podążyła za trendami innych państw – znacząco wzrosła frakcja finansowania wykupów, osiągając często poziom ponad 70%, a nawet 86% w roku 2007. Podobnie jak w Wielkiej Brytanii czy Francji, rok 2009 był tu odwrotem od wykupów w stronę faz wcześniejszych,

w wyniku czego segment Venture Capital wzrósł z 10% (12% według definicji rozszerzonej, czyli razem ze „wzrostem” i „restrukturyzacją”) do 28% (40% według definicji rozszerzonej). J. Węclawski tłumaczy to zjawisko w taki sposób: fazy późniejsze chłoną większe nakłady inwestycyjne, ale na krótszy okres; wiele inwestycji dokonanych przed nastaniem kryzysu zostaje przewartościowana, wyceny spółek przygotowywanych do upłynnienia spadają, a to zniechęca do inwestowania w następne przedsiębiorstwa z tej grupy. Tymczasem inwestycje w fazy wcześniejsze wymagają znacznie mniejszych nakładów i dokonuje się ich na dłuższy czas, z dużym prawdopodobieństwem wystarczający, by wyjście z inwestycji przeprowadzić, gdy ponownie nastanie powszechnie dobra koniunktura. To przyciąga inwestorów do faz wcześniejszych, zwiększając ich udział w inwestycjach – kosztem udziałów faz późniejszych<sup>108</sup>.



Wykres 16. Struktura inwestycji Private Equity w Niemczech wg stadiów rozwoju spółek portfelowych w latach 1989–2010 (w %)

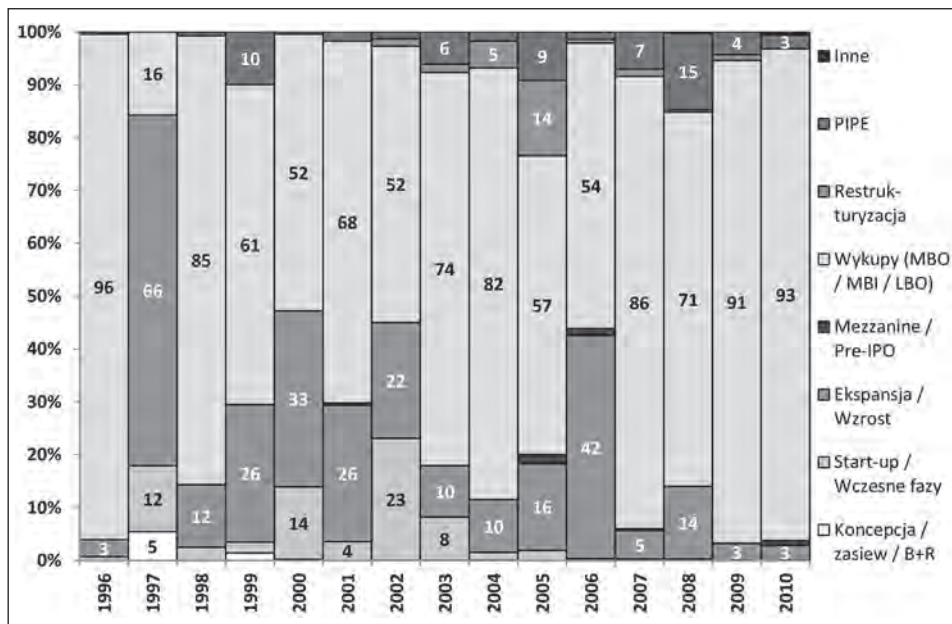
Uwaga: brak podanej wartości udziału oznacza udział mniejszy niż 2,5%

Źródło: jak przy wykresie 15

<sup>108</sup> Zob.: J. Węclawski, *Wpływ kryzysu finansowego na inwestycje private equity*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska” 2012/1, Vol. 46, Sectio H: Oeconomia, red. J. Węclawski, s. 25.

Należy jednak zaznaczyć, że osiągnięty w 2009 r. w Niemczech udział wcześniejszych faz jest i tak dużo mniejszy niż w latach 90., kiedy często przekraczany był poziom 75%. Niemcy wykazują też wyraźnie większą od Francuzów czy Brytyjczyków skłonność do finansowania zasiewów (nawet 8% w czasie „bańki”) przy jednoczesnym bardzo niskim zainteresowaniu transakcjami zastąpienia kapitału. Charakterystyczny wzrost w 2010 r. (do 4%) udziału inwestycji PE w restrukturyzacji przedsiębiorstw (to kolejne państwo, w którym spotkać można objawy powszechnego spowolnienia gospodarczego).

Poniżej przedstawiono jeszcze wykresy dotyczące czterech państw, których udział w sumie inwestycji na całym obszarze Azji i Pacyfiku jest największy<sup>109</sup> (łącznie było to zwykle ok. 70% tego rynku). Analizując je, należy podkreślić, że starsze dane wyraźnie wyglądają na niekompletne (małe wartości, bardzo małe zróżnicowanie struktury), dlatego całkowicie pominięto dane do 1995 r. włącznie, a dane dotyczące drugiej połowy lat 90. należy traktować z ostrożnością.



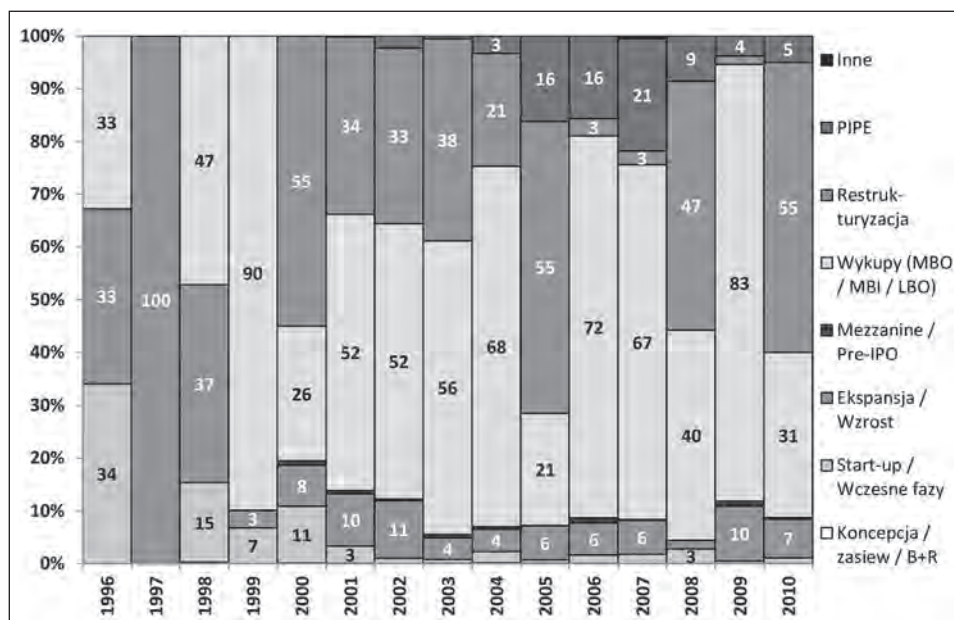
Wykres 17. Struktura inwestycji Private Equity w Australii wg stadiów rozwoju spółek portfelowych w latach 1996–2010 (w %)

Uwaga: brak podanej wartości udziału oznacza udział mniejszy niż 2,5%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *AVCJ Database* (dostęp 19.09.2012)

<sup>109</sup> Według pozycji rankingowych ustalonych na podstawie danych AVCJ Group Ltd. publikowanych w rocznikach *Asian Private Equity 300*.

Wykres 17 pokazuje, że australijski rynek Private Equity jest silnie zdominowany przez wykupy (MBO, MBI, LBO), które (nie licząc roku 1997) stanowiły zawsze nie mniej niż połowę inwestycji, a w poszczególnych latach sięgały ponad 80%, a nawet ponad 90% (2009–2010). Drugim pod względem popularności stadium jest ekspansja/wzrost, na co przeznaczano relatywnie dużo środków w okresie bańki internetowej (33% w 2000 r.) i krótko po niej, a także incydentalnie w roku 2006 (42%). Zakładanie i wczesny rozwój firm rzadko angażuje wyróżniający się udział (wyjątkowo 14% w 2000 r. i 23% w 2002 r.), po roku 2003 skurczył się on do mniej niż 2,5%. Finansowanie koncepcji i zasiewów pozostaje niewidoczne praktycznie w całym analizowanym okresie. W 2005 r. stosunkowo dużą część środków pochłonęły restrukturyzacje, co jakiś czas na mapie inwestycji zaznaczają się też inwestycje w akcje notowane (*private investments in public entity*). W ostatnich trzech latach postępuje silna marginalizacja wszystkich faz przez frakcję wykupów, które w 2010 r. pochłonęły 93% australijskich środków PE.



Wykres 18. Struktura inwestycji Private Equity w Japonii wg stadiów rozwoju spółek portfelowych w latach 1996–2010 (w %)

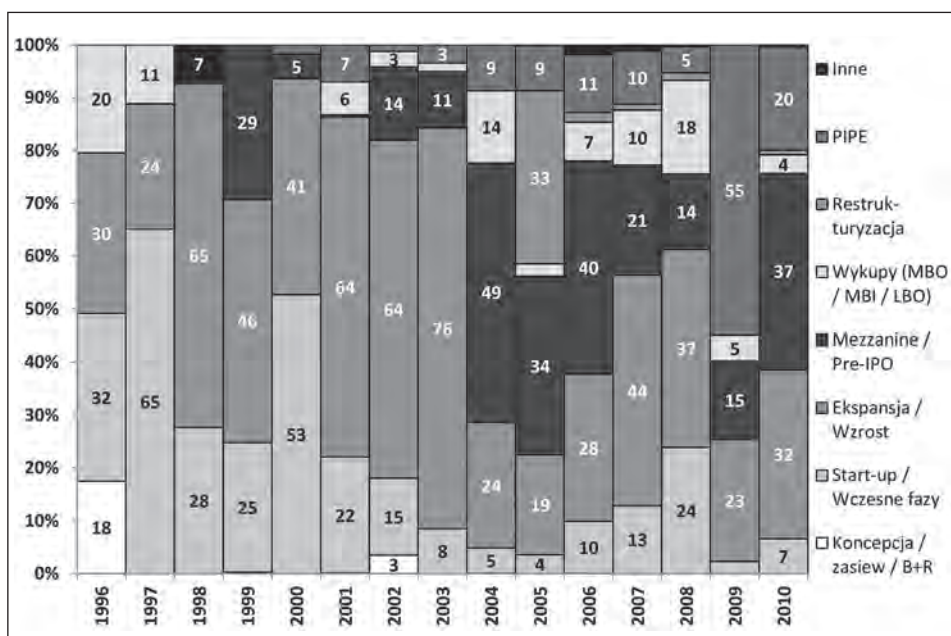
Uwaga: brak podanej wartości udziału oznacza udział mniejszy niż 2,5%

Źródło: jak przy wykresie 17

Wydaje się, że struktura japońskiego rynku PE (wykres 18) jest w miarę wiarygodnie odzwierciedlana przez pozyskane dane dopiero od 2000 r. Charakterystyczny jest tu bardzo duży, choć znacznie fluktuujący, odsetek inwestycji



w restrukturyzacji przedsiębiorstw (aż 55% w latach 2000, 2005 i 2010), które ustępują tylko wykupom stanowiącym zazwyczaj ponad połowę rozmiarów całego rynku (i aż 83% w roku 2009). Bardzo mało środków przeznaczają się z kolei na segment Venture Capital (początkowe stadia) – finansowanie koncepcji i zasiewów jest praktycznie niezauważalne, podobnie jak inwestycje w *mezzanine* i *pre-IPO*, a start-upy i ekspansja z łącznych 19% w roku bańki internetowej (2000 r.) zeszły do poziomu 4–8% w ostatniej dekadzie, nieznacznie zyskując na popularności w roku 2009. W latach 2005–2008 wystąpiło relatywnie spore ożywienie w zakresie prywatnych inwestycji w przedsiębiorstwa notowane (PIPE), ale w ostatnich latach te transakcje również ustąpiły miejsca finansowaniu wykupów i projektów naprawczych.



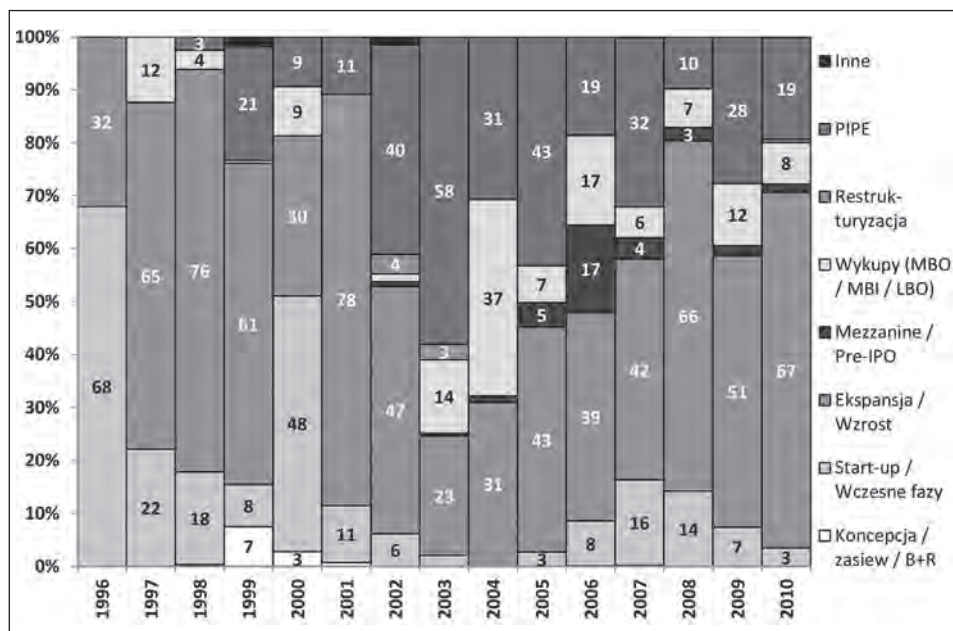
Wykres 19. Struktura inwestycji Private Equity w Chinach wg stadiów rozwoju spółek portfelowych w latach 1996–2010 (w %)

Uwaga: brak podanej wartości udziału oznacza udział mniejszy niż 2,5%

Źródło: jak przy wykresie 17

Z kolei chiński rynek, dla którego strukturę inwestycji ilustruje wykres 19, wyróżnia bardzo mały udział wykupów przy jednoczesnej znacznej popularności start-upów, ekspansji oraz finansowania hybrydowego/przedgiełdowego (*mezzanine/pre-IPO*). W roku bańki internetowej na zakładanie nowych spółek przeznaczono 53% wszystkich inwestowanych środków PE, w latach następnym wzrastał

udział nakładów na fazy ekspansji, osiągając 76% w roku 2003. Następne 3 lata zdominowały transakcje *mezzanine/pre-IPO*, co oznacza przesunięcie zainteresowania inwestorów działających w Chinach w stronę dojrzałych firm; na ten trend dość szybko nałożył się powrót do inwestowania w start-upy i ekspansje (z poziomów odpowiednio 4% i 19% w roku 2005 do 24% i 37% w 2008 r.). Rok 2009 obfitował w transakcje PIPE (55%), a rok 2010 przyniósł względną równowagę między finansowaniem typu *mezzanine/pre-IPO* a nakładami na spółki prowadzące ekspansję i wzrost.



Wykres 20. Struktura inwestycji Private Equity w Indiach wg stadiów rozwoju spółek portfelowych w latach 1996–2010 (w %)

Uwaga: brak podanej wartości udziału oznacza udział mniejszy niż 2,5%

Źródło: jak przy wykresie 17

Jak pokazuje wykres 20, w Indiach dominuje kierowanie środków Private Equity na ekspansję, która w roku 2000 ustąpiła miejsca nakładom na start-upy (48%; ponownie związek z bańką internetową; w tym okresie relatywnie wzrosło znaczenie finansowania zasiewów). Stadium ekspansji i wzrostu po znacznych spadkach (z 78% w roku 2001 do 23% w roku 2003) odbudowuje stale swoją atrakcyjność w oczach inwestorów, ich udział w ostatnich latach dwukrotnie sięga 2/3 wartości całego rynku. Specyficznym dla Indii zjawiskiem okazuje się inwestowanie w spółki giełdowe (często ponad 30% wszystkich środków PE,



a w 2003 r. aż 58%). Podobnie jak w Chinach, relatywnie niski jest też odsetek wykupów, co mocno odróżnia te państwa od krajów europejskich i anglosaskich (USA, Australia) czy Japonii. Powtarza się natomiast prawidłowość dotycząca udziału inwestycji w fazę najwcześniejszą (koncepcja, zasiew, badania i rozwój) – oprócz krótkotrwałego ożywienia w okresie pęcznienia bańki (7% i 3% w latach 1999–2000) odsetek ten nie wykracza ponad poziom 1%.

## **5. Ilość zgromadzonego kapitału a skłonność do inwestowania w bardziej ryzykowne przedsięwzięcia – badanie empiryczne**

### **5.1. Przesłanki badanej hipotezy 2**

Inspiracją do przeprowadzenia omawianego tu badania było dotyczące konsumpcji prawo Engla, według którego w miarę wzrostu dochodów udział wydatków na żywność w wydatkach ogółem ulega zmniejszeniu (czyli występuje malejąca krańcowa skłonność do konsumpcji). Przez analogię rozważono rynek Venture Capital / Private Equity. Działający na nim inwestorzy pozyskują kwoty kapitału różne w różnych latach, a mogą je angażować w bardziej lub mniej ryzykowne projekty. Intuicyjnie wydaje się sensowne, że im więcej kapitału do dyspozycji, tym chętniej angażuje się go w przedsięwzięcia bardziej ryzykowne dla podniesienia szans na wyższy dochód; ujmując krócej, wzrost ilości dostępnego kapitału zwiększa skłonność do ryzyka w nadziei na większy zysk<sup>110</sup>. Z tego punktu widzenia udział inwestycji VC w sumie inwestycji PE powinien być dodatnio skorelowany z wartością zgromadzonego kapitału PE. Na takie zjawisko wskazują m.in. Glogowski i Münch<sup>111</sup>.

Można jednak sformułować uzasadnienie przeciwstawne. Wzrost dostępnego kapitału może być czynnikiem skłaniającym do finansowania większych projektów, które niejako z definicji występują przy spółkach bardziej dojrzałych, czyli przy późniejszych stadiach inwestycyjnych (np. wykupy, przygotowanie do wejścia na giełdę). Oczywiście potencjalna stopa zwrotu z takich projektów wydaje się nieporównanie mniejsza, ale też o wiele mniejsze jest ryzyko straty, ponad-

---

<sup>110</sup> Związek stóp zwrotu i ryzyka z poszczególnymi stadiami inwestycyjnymi jest analizowany w ostatnim rozdziale niniejszej pracy.

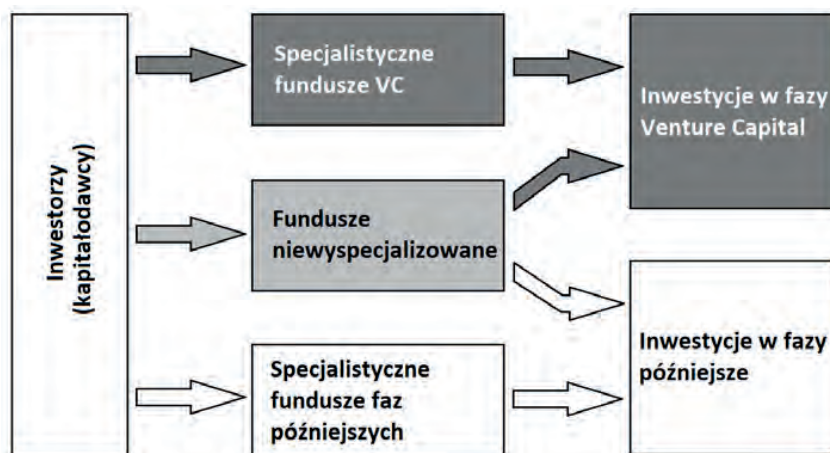
<sup>111</sup> Zob.: E. Glogowski, M. Münch, *Nowe usługi finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994, s. 286.

to dużo krótszy jest termin wyjścia z inwestycji (czyli wyższa płynność). Nie bez znaczenia są też koszty stałe (*due diligence*, obsługa prawna) – proces selekcji i przygotowania transakcji jest podobny zarówno przy dużych, jak i małych projektach, dlatego „oszczędniej” jest wykonać jeden duży *deal* zamiast kilka małych o podobnej łącznej wartości nakładów kapitałowych. Z tego punktu widzenia wzrost ilości dostępnego kapitału winien być dodatnio skorelowany z udziałem inwestycji w późniejsze fazy rozwoju przedsiębiorstw (czyli ujemnie z inwestycjami Venture Capital). Występowanie takiego zjawiska sugeruje (i tłumaczy) np. M. Wrzesiński<sup>112</sup>.

Dla rozstrzygnięcia, które z tych dwóch przeciwstawnych stanowisk jest bliższe prawdy, konieczne stało się zbadanie hipotezy 2 sformułowanej następująco:

**Słowność do ryzyka wyrażająca się udziałem wartości inwestycji Venture Capital w sumie wartości inwestycji Private Equity jest dodatnio skorelowana z ilością kapitału pozyskiwanego na inwestycje.**

Jej badanie polega na wyznaczeniu i zinterpretowaniu współczynników korelacji pomiędzy wartością zgromadzonych środków PE a udziałem inwestycji Venture Capital w całości inwestycji Private Equity w poszczególnych państwach. W postawionej hipotezie odzwierciedlone jest przypuszczenie, że korelacja ta będzie dodatnia.



Schemat 4. Dwustopniowość decyzji o przeznaczeniu inwestycyjnym kapitałów Private Equity

Źródło: opracowanie własne

<sup>112</sup> Zob.: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 132.

Należy ponadto zwrócić uwagę, że znaczna część funduszy PE ma politykę inwestycyjną z góry zawężoną do wczesnych lub późnych faz rozwoju przedsiębiorstw, w ich przypadku nie można więc badać czynników determinujących decyzje inwestycyjne. Zauważmy jednak, że badana skłonność do ryzyka realizuje się nie tylko w decyzjach podmiotów zarządzających funduszami PE, ale też wcześniej, w decyzjach inwestorów wnoszących kapitał do tych funduszy. W tym drugim przypadku część inwestorów z góry określa akceptowane przez siebie ryzyko, lokując swoje środki w fundusze specjalizujące się bądź to w bardziej ryzykownych inwestycjach VC, bądź też w mniej ryzykownych inwestycjach w fazy późniejsze. Pozostała część środków od inwestorów trafia do funduszy niewyspecjalizowanych (uniwersalnych). O przeznaczeniu tej puli kapitałów decydują z kolei podmioty zarządzające funduszami. Ilustruje to schemat 4.

Oznacza to, że całkowita struktura inwestycji PE jest wypadkową skłonności do ryzyka inwestorów oraz zarządców funduszy PE i tak należy rozumieć skłonność do ryzyka określoną w treści badanej tu hipotezy.

## 5.2. Opis<sup>113</sup> i wyniki badania

Przez inwestycje Venture Capital rozumie się tu podzbiór Private Equity obejmujący inwestycje w najwcześniejsze stadia rozwoju przedsiębiorstw, zgodnie z klasyfikacjami przeanalizowanymi w punkcie 4.1 niniejszego rozdziału. Udział inwestycji VC w wartości inwestycji PE ogółem określono jako wskaźnik **vcf (Venture Capital fraction)**. Skrót ten wykorzystano w opisie obliczeń i wyników. Korelację obliczono jako popularny współczynnik Pearsona, zaś istotność statystyczną otrzymanych współczynników zbadano sprawdzianem właściwym dla prób mniejszych od 122 obserwacji. Zbiorcze wyniki badania przedstawia tabela 9.

Dla wszystkich badanych państw współczynnik korelacji przyjął wartość ujemną, co mogłoby wskazywać na odwrotny związek między badanymi zmiennymi (tzn. im więcej zebranych środków PE, tym mniejszy udział inwestycji VC w sumie inwestycji PE). Jednakże w większości przypadków współczynnik przyjął bardzo niskie wartości; zgodnie z przyjętą skalą ocen (według której wartość bezwzględna współczynnika mniejsza od 0,3 oznacza brak korelacji) należy przyjąć, że w USA, Niemczech, Australii, Japonii i Indiach związek taki nie występuje. W przypadku Wielkiej Brytanii współczynnik tylko nieznacznie przewyższa poziom

---

<sup>113</sup> Szerszy opis metodologii i badania zawarto w dysertacji doktorskiej autora pt. *Determinanty decyzji inwestycyjnych na rynkach Venture Capital / Private Equity* napisanej pod kierunkiem naukowym prof. zw. dr hab. B. Mikołajczyk w Katedrze Finansów i Rachunkowości MSP Uniwersyte- tu Łódzkiego; pracę obroniono w styczniu 2013 r.

0,3 przyjęty tu jako dolna granica korelacji umiarkowanej. Dla Chin wskaźnik trafił w środek przedziału umiarkowanej korelacji, a test istotności jest nieznacznie poniżej wymaganej wartości krytycznej. Dla Francji wskaźnik również wykazuje korelację umiarkowaną (wartość dość blisko granicy tego przedziału z przedziałem korelacji silnej, tj. 0,7) i jest to jedyny kraj, dla którego wskaźnik okazał się istotny statystycznie.

Tabela 9. Korelacja ilości zebranych środków PE ze wskaźnikiem *vcf* (udział inwestycji VC w inwestycjach PE) w państwach wybranych do badania

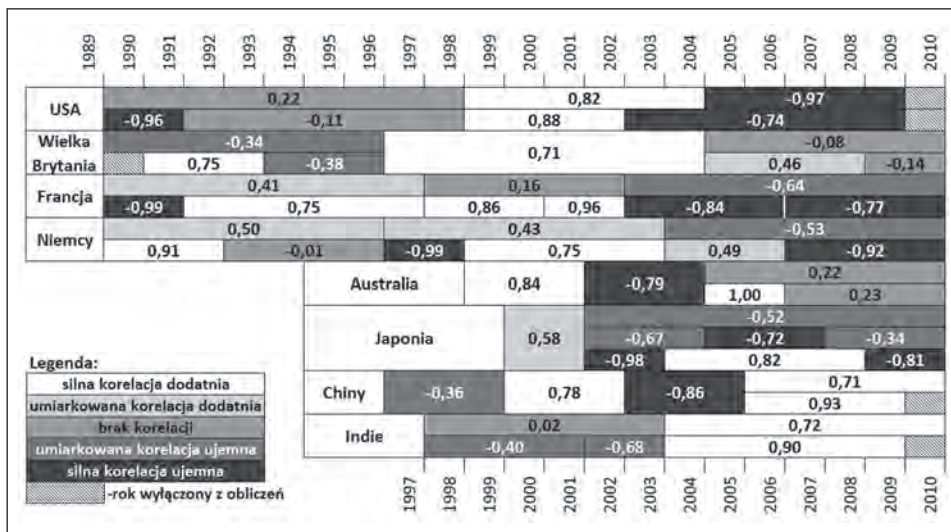
Państwo	Liczba obserwacji ( <i>n</i> )	Wskaźnik Pearsona	Sprawdzian istotności ( <i>t</i> )	Porównanie <i>t</i> z wartością krytyczną
USA	22	-0,24	-1,095	<i>t</i>   < 2,086
Wlk. Brytania	22	-0,36	-1,709	<i>t</i>   < 2,086
Francja	22	-0,62	-3,563	<i>t</i>   > 2,086
Niemcy	22	-0,24	-1,096	<i>t</i>   < 2,086
Australia	13	-0,20	-0,681	<i>t</i>   < 2,201
Japonia	12	-0,18	-0,569	<i>t</i>   < 2,228
Chiny	15	-0,48	-1,974	<i>t</i>   < 2,160
Indie	14	-0,07	-0,254	<i>t</i>   < 2,179

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych *ThomsonOne* (dostęp 31.12.2011), danych EVCA (pliki z danymi otrzymano 19.07.2011 i 03.01.2012), rocznika *EVCA Yearbook 2011* oraz bazy danych AVCI Database (dostęp 19.09.2011).

Przedstawione wyniki są w zasadzie podstawą do odrzucenia postawionej hipotezy 2 (tzn. do uznania, że udział inwestycji Venture Capital **nie jest dodatnio skorelowany** z ilością zebranego kapitału PE). Jednocześnie w ocenie autora jest to zdecydowanie za mało, by dla całych badanych okresów pozytywnie zweryfikować hipotezę przeciwną (tzn. by uznać, że udział inwestycji Venture Capital jest ujemnie skorelowany z ilością zebranego kapitału PE). Daje się, co prawda, zauważyć prawidłowość, że zebrane kwoty kapitału w ostatnim dziesięcioleciu są generalnie większe niż w latach 90., zaś wskaźnik *vcf* wykazuje zmianę przeciwną, jednak nie przekłada się to na uzyskanie silnych ujemnych wartości współczynnika Pearsona z powodu znacznej korelacji dodatniej występującej prawie wszędzie w podokresie bańki internetowej, a także z powodu innych znacznych zmian wartości zmiennych w poszczególnych podokresach.

Wykonana przy niniejszym badaniu wnikliwa analiza wykresów prezentujących kształtowanie się obu badanych zmiennych pozwoliła jednak autorowi zauważyć pewne słabiej uzasadnione, ale dość przekonujące prawidłowości.

Jeśli mianowicie długie okresy podzieli się na krótsze podokresy, to można stwierdzić, że w ramach tych kilkuletnich interwałów czasowych trendy obu badanych zmiennych często wykazują silny związek korelacyjny (naprzemiennie: dodatni lub ujemny). Przeciwnie znaki następujących po sobie podokresów silnych korelacji powodują, że ich wpływy znoszą się wzajemnie i w efekcie w całych badanych okresach korelacja przyjmuje generalnie wartości bardzo niskie i nieistotne statystycznie. Mogłoby się wydawać, że przy dzieleniu okresu badawczego na krótkie podokresy na różne sposoby zawsze da się wyszukać kombinacje wykazujące wyższą korelację niż w całym okresie, jednakże tutaj ich wystąpienie ewidentnie nie jest przypadkowe. Uzasadniają to silne podobieństwa występujące pod tym względem między badanymi państwami oraz bardzo wysokie wartości współczynnika zidentyfikowane w wielu podokresach (przy czym prawdą jest, że zasięg podokresów dobierano z nastawieniem na wykrycie jak najsilniejszego związku zmiennych, co obniża wiarygodność wyników). Efekt analizy prezentuje wykres 21.



Wykres 21. Wskaźniki korelacji między zbranymi środkami PE a wartościami wskaźnika *vcf* w badanych państwach w wybranych podokresach

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych *ThomsonOne* (dostęp 31.12.2011), danych *EVCA* (pliki z danymi otrzymano 19.07.2011 i 03.01.2012), rocznika *EVCA Yearbook 2011* oraz bazy danych *AVCJ Database* (dostęp 19.09.2011)

Jak widać z zestawienia ujętego na wykresie 21, w pierwszej połowie lat 90. w USA i Europie trudno byłoby wskazać podobieństwo pod względem korelacji badanych zmiennych, ale już w okresie bańki internetowej (której szczyt przypadł na rok 2000) jest ono niezaprzeczalne. Silną lub przynajmniej umiarkowaną kore-

lację dodatnią zanotowano wówczas we wszystkich badanych państwach, z wyjątkiem Indii. Oznacza to, że w tym okresie (o nieco różnych ramach czasowych dla poszczególnych państw) występowała wspólna dla wielu rynków prawidłowość polegająca na tym, że zmianom ilości zebranych środków PE towarzyszyły zmiany udziału inwestycji w VC w inwestycjach PE ogółem w tych samych kierunkach. Wysuwając interpretację nieco poza granice statystyki, można uznać, że skłonność inwestorów do ryzyka była wówczas wprost proporcjonalnie związana z ilością pozyskiwanego kapitału. Po tym okresie nastąpiło odwrócenie tej prawidłowości i współczynniki korelacji przyjęły generalnie silne lub umiarkowane wartości ujemne (wyjątkami są tu tylko Indie i Wielka Brytania). Można sądzić, że trudna lekcja wyciągnięta ze strat poniesionych na pęknięciu bańki internetowej spowodowała odwrócenie logiki postępowania inwestorów: im większe środki pozyskiwali, tym mniejszy procent inwestycji trafiał do firm młodszych, czyli do segmentu Venture Capital (i *vice versa*). We Francji, Niemczech i częściowo w Japonii wskaźniki potwierdzają trwanie tego zjawiska aż do roku 2010, w USA również było ono długotrwałe, choć dane za rok 2010 można uznać za sugerujące zakończenie trendu. Ciekawe, że na obszarze Azji i Pacyfiku okres silnej dodatniej korelacji przeszedł w silną ujemną wyraźnie wcześniej niż w USA i państwach europejskich, a następnie wystąpiła bardzo silna korelacja dodatnia notowana w ostatnich latach w Chinach i Indiach (w Australii też, ale mniej wyraźna, a w Japonii tylko w jednym z wariantów i tylko do 2008 r.), podczas gdy na starszych rynkach PE (Europa i USA) wciąż trwał syndrom odwrotny. Na tej podstawie można pokusić się o przypuszczenie, że państwa europejskie i USA, jako o wiele zasobniejsze kapitałowo i bardziej zaawansowane w dziedzinie inżynierii finansowej, w reakcji na zebranie większych środków PE wykazują wzrost skłonności do finansowania dojrzałych spółek (czyli spadek udziału inwestycji w VC), co oznacza podejście dość konserwatywne, podczas gdy państwa Azji i Pacyfiku (ale przede wszystkim Chiny i Indie) przejawiają podejście agresywne, powodujące zwiększanie skłonności do inwestycji w segment VC w miarę pozyskiwania coraz większych środków PE (i *vice versa*). Ta „opozycja regionów świata” zaznaczająca się wyraźnie w drugiej połowie ostatniego dziesięciolecia może mieć ciekawe skutki dla globalnych przepływów kapitału Private Equity.

Dokonana analiza podokresów pozwoliła wyciągnąć atrakcyjnie brzmiące wnioski, jednak nie można ich uznać za wystarczająco pewne w sensie naukowym. Wyznaczone współczynniki korelacji opierają się na zbyt krótkich podokresach (w niektórych przypadkach tylko trzyletnich) i służą jedynie odzwierciedleniu prawidłowości obserwowalnych na wykresach, nie mogą zaś być traktowane jak wystarczająco wiarygodne dowody omawianych zależności. Z tego też powodu nie wyznaczano dla nich wskaźników istotności statystycznej. O ile więc spostrzeżenia te stanowią dociekania intuicyjne, rozszerzające wiedzę o rynkach VC/PE,

to nie mogą być uwzględniane przy ostatecznej weryfikacji hipotezy – musi się ona opierać jedynie na badaniu długich okresów, które zapewnia wystarczającą wiarygodność statystyczną.

Ostatecznie zebrane wnioski podsumowuje się więc stwierdzeniem, że **postawioną hipotezę 2 należy uznać za zweryfikowaną negatywnie. Skłonność do ryzyka wyrażająca się udziałem wartości inwestycji Venture Capital w sumie wartości inwestycji Private Equity nie jest dodatnio skorelowana z ilością kapitału pozyskiwanego na inwestycje. W krótszych podokresach możliwe jest identyfikowanie dodatniej i ujemnej korelacji w różnych państwach jednocześnie, co jednak nie jest wystarczająco wiarygodne statystycznie, by świadczyć na korzyść badanej hipotezy ani na korzyść hipotezy przeciwnej.**



## Rozdział 4

# Metody wyjścia z inwestycji Venture Capital / Private Equity

### 1. Dezinwestycja – finalny cel inwestycji

Dezinwestycja (*divestment*), czyli inaczej wyjście z inwestycji (*exit*, czasem zamiennie *take out*<sup>1</sup>) oznacza zbycie przez fundusz jego udziałów w spółce portfelowej. Działanie to kończy cykl inwestycyjny, następuje wówczas realizacja zysku lub zamknięcie pozycji ze stratą.

Badacze VC/PE są zgodni co do tego, że wyjście z inwestycji powinno być planowane już w momencie rozpatrywania potencjalnej inwestycji, powinno też podlegać negocjacom przy sporządzaniu umowy inwestycyjnej z właścicielami spółki portfelowej<sup>2</sup>. W praktyce jednak postulat ten nie zawsze jest realizowany: opublikowany w 2001 r. raport EVCA wskazuje, że wiele firm VC nie określa planów dotyczących wyjścia w momencie dokonywania inwestycji<sup>3</sup>. Warto zwrócić uwagę na datę publikacji – badaniami objęto w niej okres pęcznienia bańki internetowej (ostatnie lata ubiegłego stulecia), entuzjazm inwestycyjny zapewne miał wówczas pewien wpływ na poluzowanie procedur inwestycyjnych w tym zakresie. Można zakładać, że pęknięcie bańki i kryzys, jaki po nim nastąpił, a niedługo potem kryzys finansowy zapoczątkowany załamaniem się rynku kredytów *subprime* w USA, był dla menedżerów funduszy VC/PE trudną, ale skuteczną lekcją zapobiegliwości w zabezpieczaniu swoich inwestycji, także w zakresie okoliczności i warunków dezinwestycji.

---

<sup>1</sup> Zob.: G. Arnold, *Corporate financial management*, Prentice Hall 2002, s. 430.

<sup>2</sup> Szerzej na ten temat w rozdziale 3., punkt 2.4.1.

<sup>3</sup> J. Wall, J. Smith, *Better Exits*, Price Waterhouse Corporation Finance, EVCA 2001, s. 4.

Wskazuje się, że dla sfinalizowania inwestycji korzystnym wyjściem istotne jest stworzenie dobrego planu rozwoju uwzględniającego szereg czynników kształtujących przyszłe okoliczności wyjścia na dwóch poziomach<sup>4</sup>:

- makroekonomicznym – są to czynniki niezależne od wpływu funduszu, np. faza cyklu ekonomicznego, przewidywana stopa wzrostu PKB, stan branży, koniunktura na rynkach finansowych, cena pieniądza itd.;

- mikroekonomicznym, czyli indywidualnym, dotyczącym samej spółki; tu rozważeniu podlega przyszły poziom rozwoju biznesu, tempo jego ekspansji, osiągnięcie tzw. kamieni milowych i celów operacyjnych oraz trendy sprzedaży i zyskowności, wreszcie także kompletność i kompetencje zespołu zarządzającego.

Termin wyjścia z inwestycji może być z góry określony lub nastąpić po osiągnięciu przez spółkę określonych efektów ekonomicznych. Przy inwestycjach w przedsiębiorstwa będące w późniejszych fazach rozwoju łatwiej jest ustalić konkretny moment wyjścia (np. wprowadzenie na giełdę) niż dla faz wczesnych, dla których trudno dokładnie określić przyszły moment osiągnięcia wartości wystarczającej dla zrealizowania przez fundusz VC/PE zadowalającego go zysku ze sprzedaży udziałów. Zdarza się też, że przedsięwzięcie nie rozwija się zgodnie z oczekiwaniami i kapitałodawcy decydują się bądź to na kolejne dokapitalizowanie go w celu ratowania inwestycji, bądź na likwidację biznesu dla wycofania chociaż części zaangażowanych środków i zminimalizowania straty<sup>5</sup>. Charakterystyczne jest, że w razie nieosiągnięcia spodziewanych efektów z danej inwestycji częstym działaniem zarządców funduszu VC/PE jest właśnie opóźnianie momentu wyjścia, co wydłuża czas trwania inwestycji. Znajduje to odzwierciedlenie w badaniach EVCA, w których wykazano, że mimo deklarowanego przez fundusze okresu inwestycji wynoszącego 3–6 lat, faktyczny czas zaangażowania wynosi średnio 8 lat; wyjścia późniejsze od deklarowanych dotyczą zwłaszcza mniejszych inwestycji<sup>6</sup>.

Niechcąc do przyznania, że inwestycja jest porażką, to tylko jedna z kilku możliwych barier utrudniających skuteczne wyjście z inwestycji. Badanie 30 firm VC z 14 krajów pozwoliło wytypować następującą listę najczęściej wymienianych powodów trudności w zrealizowaniu dezinwestycji<sup>7</sup>:

- nastroje na rynkach giełdowych,
- brak inwestorów instytucjonalnych w drodze IPO,
- brak inwestorów niefinansowych (branżowych) dla konkretnych inwestycji,
- brak woli współpracy ze strony zarządu lub współinwestorów,

<sup>4</sup> Zob.: D. Klonowski, *The Venture Capital Investment Process*, Palgrave Macmillan, New York 2010, s. 237–238.

<sup>5</sup> Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 177–178.

<sup>6</sup> Zob.: J. Wall, J. Smith, *Better Exits...*, s. 5 oraz: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity / venture capital*, Wydawnictwo Key Text sp. z o.o., Warszawa 2004, s. 113.

<sup>7</sup> J. Wall, J. Smith, *Better Exits...*, s. 7.

- wyniki badania (*due diligence*) spółki,
- słabe wyniki ekonomiczne spółki.

Badacze wskazują, że wielu z tych utrudnień można uniknąć lub zredukować ich wpływ dzięki właściwemu planowaniu dezinvestycji już na początku procesu inwestycyjnego, a zwłaszcza poprzez posiadanie „planu B” w postaci planu wyjścia drogami alternatywnymi do głównej, preferowanej.

W tym kontekście szczególnie ważne są działania, jakie fundusz VC/PE może (i powinien) podejmować dla zwiększenia efektywności procesu dezinvestycji i zmaksymalizowania możliwej do osiągnięcia stopy zwrotu<sup>8</sup>. Chodzi tu nie tylko o przygotowanie do dezinvestycji samej spółki, ale także rynku, poprzez wysyłanie z wyprzedzeniem odpowiednich sygnałów o planowanej ofercie sprzedaży. Zaskoczenie rynku działaniami i zmianami w spółce może źle wpłynąć na jej postrzeganie, tj. na ocenę stabilności i planowości jej rozwoju oraz kontroli przez menedżerów. Starannie przygotowane memorandum informacyjne o spółce, udostępnione inwestorom już przy składaniu ofert, jest lepszym rozwiązaniem niż ujawnianie informacji dopiero w czasie negocjowania transakcji, bo przedstawienie istotnych słabości spółki dopiero na etapie *due diligence* oznacza duże ryzyko wycofania się inwestora z wcześniej rozważanej inwestycji w sposób rzutujący negatywnie na dalsze próby pozyskania inwestora branżowego<sup>9</sup>. Wspomniany już raport EVCA dotyczący wyjść wskazuje, że także na tym polu polityka firm VC pozostawiała wiele do życzenia: większość z nich przyznała się do niestosowania wystarczająco szerokiego marketingu przy dezinvestycji (tj. rozpropagowania oferty sprzedaży spółki) i słabego stopnia wykorzystania pośredników, którzy mogliby w tym pomóc<sup>10</sup>.

Oprócz działań mających zwiększyć korzystność dezinvestycji jest też pewien zestaw zadań koniecznych do wykonania, by spółka była „technicznie” przygotowana do wyjścia inwestora VC/PE. Chodzi tu o dokonanie pewnych zmian regulujących prawno-ekonomiczną strukturę firmy. Do działań tych należy zwłaszcza zredukowanie liczby różnego rodzaju instrumentów finansowych, których zastosowanie było niezbędne dla prawidłowego ustrukturalizowania transakcji nabycia udziałów przez inwestora. Konieczne jest więc np. zrealizowanie opcji do konwersji określonych instrumentów, zrównanie poszczególnych rodzajów akcji pod względem przynależnych im praw czy też usunięcie z umowy spółki szczególnych obostrzeń (prawo *veta*) co do podejmowania określonych decyzji<sup>11</sup>. Niebagatelne znaczenie w tym procesie mają również kwestie podatkowe (zwłaszcza przy wykupach menedżerskich)<sup>12</sup>.

<sup>8</sup> Lista zadań wartych podjęcia w tym zakresie jest dobrze opracowana w: P. Zasępa, *Venture capital – sposoby dezinvestycji*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2010, s. 128–129.

<sup>9</sup> Zob.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 112.

<sup>10</sup> J. Wall, J. Smith, *Better Exits...*, s. 4.

<sup>11</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne typu venture capital*, IBnGR, Gdańsk 1995, s. 56.

<sup>12</sup> Szerzej o tym zagadnieniu zob. np.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 155–160.

Szczególnym przypadkiem jest nagłe wychodzenie funduszu z inwestycji, co może mieć dwojaki podłoże – negatywne lub pozytywne. W pierwszym przypadku nieoczekiwana decyzja o dezinvestycji oznacza dla rynku sygnał, że inwestor chce się pozbyć swych udziałów, a więc zapewne ma niekorzystne informacje o spółce, jej rokowania nie odpowiadają pierwotnym założeniom. Taki wizerunek może zaszkodzić transakcji wyjścia, a nawet ją zablokować. Z drugiej strony zmiana decyzji co do momentu i formy wyjścia z inwestycji może być wynikiem pojawienia się korzystnej oferty skierowanej do funduszu VC/PE, co często jest uwzględnione w przyjmowanej przez inwestorów VC/PE strategii, która wyraża stałą gotowość funduszu do zbycia swych udziałów, uzależniając dokonanie transakcji jedynie od ceny<sup>13</sup>. Przywołuje się przykłady przygotowywania dezinvestycji poprzez IPO, które – zapowiadane i nagłośnione – przyciągnęły inwestorów branżowych oferujących lepsze warunki, doprowadzając w efekcie do wyjścia drogą *trade sale*<sup>14</sup>.

## 2. Klasyfikacje form dezinvestycji

Inwestorzy VC/PE dysponują stosunkowo szerokim wachlarzem możliwości wycofania kapitału z przedsiębiorstwa. Analiza różnych klasyfikacji pozwala stwierdzić, że zasadniczym kryterium rozróżniania form wyjścia jest podmiot nabywający udziały od zbywającego je funduszu. Może to być nieoznaczona grupa inwestorów (jeśli zbycie następuje przez giełdę), konkretny podmiot działający na rynku (np. inne przedsiębiorstwo lub instytucja finansowa) czy wreszcie osoby z samej spółki (pierwotni właściciele, zarząd, pracownicy). Niestety, nie wszystkie klasyfikacje są ściśle dostosowane do tego kryterium, przez co są one często albo niekompletne, albo wzbogacone o formy wyróżnione według innego kryterium (np. metody sfinansowania wyjścia) i *de facto* pokrywają się z innymi formami.

Z badawczego punktu widzenia szczególnie istotne znaczenie mają klasyfikacje stosowane przez dostarczycieli danych, dlatego w tej części pracy w pierwszej kolejności analizie poddano klasyfikacje stosowane przez instytucje, których dane wykorzystywane są przy weryfikacji hipotezy 3. Uwzględniono także klasyfikacje stosowane w źródłach danych, z których, co prawda, nie pozyskano materiału do zbadania hipotezy postawionej w tym rozdziale, ale które były źródłem danych przy pozostałych hipotezach i mają duże znaczenie przy tej analizie. Pominięto natomiast odwołanie do wybranych stowarzyszeń europejskich (brytyjska BVCA, francuskie AFIC i niemieckie BVK), bowiem klasyfikacje w ich publikacjach statystycznych są w znacznym stopniu ujednolicone z tymi stosowanymi przez EVCA. Zestawienie przedstawia tabela 10.

---

<sup>13</sup> Zob.: tamże, s. 114.

<sup>14</sup> Zob.: tamże, s. 115.

Tabela 10. Klasyfikacje form wyjścia z inwestycji stosowane w wybranych publikacjach statystycznych dotyczących rynków VC/PE

ThomsonOne/ NVCA	EVCA (do 1997)	EVCA (od 2007)	AVCAL	ABS	Asian PE 300; AVCJ Database	
Fuzje i przejęcia (M&A)	Sprzedaż inwestorowi branżowemu	Sprzedaż inwestorowi branżowemu	Sprzedaż inwestorowi branżowemu	Sprzedaż inwestorowi branżowemu	Sprzedaż inwestorowi branżowemu	
Wprowadzenie na giełdę (IPO)	Sprzedaż przez giełdę	Sprzedaż przez giełdę, w tym: – wprowadzenie na giełdę (IPO) – sprzedaż akcji notowanych	Wprowadzenie na giełdę (IPO)/ sprzedaż akcji notowanych po wprowadzeniu na giełdę	Wprowadzenie na giełdę (IPO)	Wprowadzenie na giełdę (IPO)	
brak	Inne metody dezinvestycji	Spłata cichych udziałów	–	brak	brak	
		Spłata pożyczek uprzywilejowanych	Spłata udziałów/ pożyczek uprzywilejowanych			
		Sprzedaż innej firmie Private Equity	Sprzedaż innej firmie PE/funduszowi PE typu <i>secondary</i>			
		Sprzedaż instytucji finansowej	Inne metody dezinvestycji			
		Sprzedaż zarządowi				<i>Buybacks</i>
		Inne metody dezinvestycji				Opuszczenie branży VC/PE
	Likwidacja	Likwidacja	Likwidacja	Likwidacja	Likwidacja	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *ThomsonOne*, baza danych firmy Thomson Reuters), definicje i objaśnienia, [www.thomsonone.com](http://www.thomsonone.com) (dostęp 26.11.2011); *NVCA Yearbook 2011*; *EVCA Yearbook 2011* (oraz porównawczo starsze roczniki); *2011 Yearbook, Australian Private Equity and Venture Capital Activity Report – November 2011*, AVCAL, [www.avcal.com.au](http://www.avcal.com.au), (dostęp 11.02.2012); *Venture Capital and Later Stage Private Equity*, publikacja nr 5678.0, 2009–2010, Australian Bureau of Statistics, [www.abs.gov.au](http://www.abs.gov.au), (dostęp 11.02.2012); *AVCJ Database* (baza danych prowadzona przez AVCJ Group Limited); *2012 Asian Private Equity 300*, AVCJ Group Limited, s. 32–36, 38.

Charakterystyczne jest bardzo szczegółowe monitorowanie różnych form wyjścia przez EVCA (rynek europejski) w porównaniu z agencją Thomson Reuters będącą jednym z wiodących dostawców danych o rynku VC/PE w USA (roczniki NVCA w znacznym stopniu oparte są o to właśnie źródło danych). Baza *ThomsonOne* pozwala śledzić tylko dwie formy wyjść, tj. giełdę (IPO) oraz fuzje i przejęcia (M&A). Nie oznacza to jednak, jak pisze P. Zasępa, że rynek dezinwestycji VC w USA opiera się tylko na tych dwóch sposobach dezinwestycji, bo wydaje się oczywiste, że występują tam też inne formy, jak chociażby likwidacje; on sam przywołuje dane pokazujące, że spośród ponad 57 tys. spółek dofinansowanych przez VC w latach 1995–2010 aż 7800 zostało zlikwidowanych, było to zatem więcej niż wyniosła łączna liczba firm sprzedanych przez giełdę (2399) oraz w drodze fuzji i przejęć (4420)<sup>15</sup>. Oznacza to jedynie, że inne formy nie są monitorowane przez *ThomsonOne*. Także objaśnienia metodologiczne zawarte w tej bazie są dość ubogie, zawierają tylko ogólnikowe definicje IPO i M&A, pojawia się tam jednak również definicja *buy-back*, czyli wskazana jest możliwość dezinwestycji alternatywna wobec tych wymienionych, choć nie jest monitorowana w statystykach.

Ta niedoskonałość ogranicza w pewnej mierze możliwości analizowania rynku wyjść w USA, a zwłaszcza jego porównywania z rynkiem europejskim.

Amerykańska kategoria „fuzje i przejęcia” (M&A) w odniesieniu do innych klasyfikacji jest odpowiednikiem sprzedaży inwestorowi branżowemu (*trade sale*)<sup>16</sup>. Nie można jednak wykluczyć, że do grupy M&A w zbiorach danych firmy Thomson Reuters zaliczono też transakcje, które w klasyfikacji np. europejskiej byłyby wykazane w innych pozycjach, przykładowo jako odsprzedaż innemu inwestorowi finansowemu czy pierwotnym właścicielom. Możliwość taką potwierdza pośrednio stwierdzenie P. Zasępy, że wykupy menedżerskie, z uwagi na istotę transakcji, którą jest zmiana właściciela w spółce, zaliczane są do obszaru działalności finansowej określanego jako fuzje i przejęcia<sup>17</sup>. Ostateczne rozstrzygnięcie tego zagadnienia jest trudne ze względu na bardzo lakoniczny zakres informacji metodologicznych dotyczących dezinwestycji zawarty w bazie danych *ThomsonOne*.

Jak wspomniano, w porównaniu ze statystykami amerykańskimi bazy danych EVCA są bardzo szczegółowe. W początkowym okresie publikowania danych przez to stowarzyszenie dezinwestycje dzielono tylko na cztery kategorie, ale od roku 1998 zaczęto wyodrębniać bardziej szczegółowe pozycje, dochodząc do klasyfikacji obecnej, obowiązującej od 2007 r. Godne odnotowania jest wyszczególnienie w zestawieniu dwóch pozycji mających cechy spłaty instrumentów dłużnych i *mezzanine* (spłata cichych udziałów i pożyczek uprzywilejowanych).

<sup>15</sup> Por.: P. Zasępa, *Venture capital...*, s. 190, 187.

<sup>16</sup> Zob.: *Guide on Private and Venture Capital for Entrepreneurs*, An EVCA Special Paper, EVCA, Bruksela 2007, s. 33 czy P. Zasępa, *Venture capital...*, s. 190.

<sup>17</sup> Tamże, s. 108.

Dane o dezinwestycjach na rynku australijskim próbowano pozyskać z Australijskiego Stowarzyszenia Venture Capital i Private Equity (AVCAL), jednak publikowane przez nie roczniki statystyczne nie pozwalają na zebranie danych o dłuższych okresach z zachowaniem ciągłości pod względem klasyfikacji (publikacje zawierają zwykle strukturę tylko za jeden rok, a porównanie innych danych w publikacjach z lat poprzednich pokazuje występowanie różnic wartości za te same lata, mogących oznaczać wprowadzane zmiany metodologii; może to wynikać stąd, że w różnych latach różne firmy doradcze współpracowały z AVCAL w zakresie zbierania danych). Aby jednak nie pominąć tego źródła, w tabeli umieszczono klasyfikację przyjętą w najnowszym dostępnym roczniku. Okazuje się, że jest ona praktycznie identyczna z tą stosowaną przez EVCA.

Cennym źródłem zastępczym wobec AVCAL okazał się Australijski Urząd Statystyczny (Australian Bureau of Statistics). Monitoruje on 5 różnych form wyjścia, przy czym jedną z nich jest unikalna kategoria „opuszczenie branży VC/PE” (omówiona w dalszej części pracy). Trudno natomiast rozstrzygnąć, czy i jak ujmowane w statystykach tego urzędu są formy wyjść, które występują w zestawieniu EVCA, a nie mają swych bezpośrednich odpowiedników w klasyfikacji ABS. Publikacja ta nie zawiera szczegółowych opisów poszczególnych form wyjścia, co utrudnia taką analizę.

Co do źródeł danych dotyczących regionu Azji i Pacyfiku, to prawdopodobnie najważniejszymi są dwa produkty firmy AVCJ Group Limited: wydawany drukiem rocznik *Asian Private Equity 300* oraz dostępna online baza *AVCJ Database*. Oba zbiory danych opierają statystyki dotyczące dezinwestycji na „modelu amerykańskim”, czyli badają tylko wyjścia przez giełdę oraz przez sprzedaż inwestorowi branżowemu, w odróżnieniu jednak od *ThomsonOne* ta ostatnia forma określana jest jako *trade sale*, a nie M&A. Znaczącym mankamentem danych firmy AVCJ jest brak struktury dezinwestycji w rocznikach drukowanych oraz bardzo ograniczony zakres czasowy w bazie elektronicznej.

Prezentowane w literaturze przedmiotu (przynajmniej krajowej) klasyfikacje metod wyjścia z inwestycji zazwyczaj nie wykraczają poza zakres zebrany w tabeli 10. Jednym z wyjątków jest publikacja K. Sobańskiej i P. Sieradzana, w której podano klasyfikację następującą<sup>18</sup>:

„1) wprowadzenie spółki na publiczną giełdę papierów wartościowych (*going public, public sale, initial public offer* – IPO);

2) pozyskanie strategicznego inwestora branżowego (*trade sale*);

3) wykup akcji/udziałów przez inwestora finansowego (*secondary buy-out, secondary purchase, financial-investor-buy-out, FIBO*);

4) wykup menedżerski przez menedżerów zarządzających firmą (*management-buy-out, MBO*);

<sup>18</sup> K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 115–116.



5) wykup menedżersko-pracowniczy przez menedżerów zarządzających firmą oraz szeregowych pracowników firmy (*management-employee-buy-out*, MEBO);

6) wykup przez menedżerów spoza firmy (*management-buy-in*, MBI);

7) wykup przez menedżerów z przedsiębiorstwa i spoza firmy (MBO+MBI = BIMBO);

8) wykup wspomagany, zwany też lewarowanym, dokonany za pomocą kapitału pozyskanego przez zadłużenie, np. od prywatnych inwestorów (*leverage-buy-out*, LBO), który stanowi technikę dezinwestycji;

9) zakup spółki przez innego inwestora (strategicznego albo finansowego) w zamian za akcje tego inwestora (*reverse takeover*);

10) zwrotne zbycie udziałów podmiotowi, od którego zostały nabyte (*buy-back*);

11) likwidacja spółki/umorzenie udziałów, *write-off* (odpisanie wartości inwestycji)

oraz wiele innych, które są kombinacjami i modyfikacjami wymienionych”.

P. Zasępa rozszerza powyższy katalog form dezinwestycji o następujące<sup>19</sup>:

„12) leasing pracowniczy (*employees buy out* – EBO);

13) *public buy out* (grupa menedżerów spółki nabywa pakiet większościowy od funduszu w podmiocie, którego akcje są dopuszczone do publicznego obrotu i notowane na giełdzie papierów wartościowych)”.

Wymienione formy dezinwestycji są w większości zbieżne z tymi przedstawionymi w tabeli 10, ale sprzedaż na rzecz menedżerów i/lub pracowników potraktowano tu z większą szczegółowością – jest to aż sześć pozycji (4–7 i 12–13). Jest to cenne uzupełnienie do klasyfikacji stosowanych przez organizacje prowadzące statystyki rynków VC/PE.

Jeśli, jak wspomniano, za podstawowe kryterium stosowane do rozgraniczania form dezinwestycji przyjąć charakter podmiotu będącego nabywcą, to z powyższego zestawienia należałoby wyłączyć pozycję 8 (wykup lewarowany) i 9 (*reverse takeover*), ponieważ nabywcą jest w nich jeden z podmiotów wymienionych w pozostałych pozycjach, a one same oznaczają nie tyle metodę wyjścia, co jedynie technikę opłacenia przenoszonych udziałów (długiem lub akcjami własnymi)<sup>20</sup>.

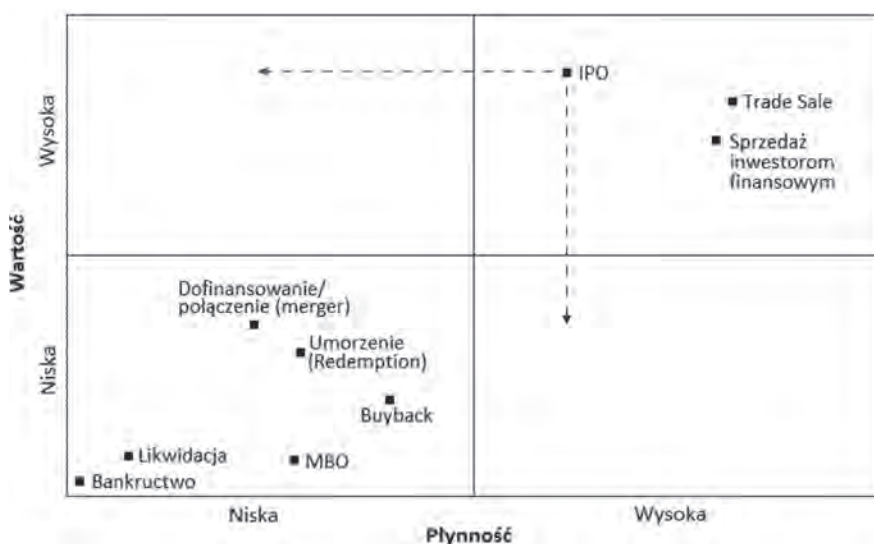
Co do pozycji 12, „leasing pracowniczy”, to zdecydowanie nie najlepszy odpowiednik terminu *employees buy out*, dużo lepsze wydaje się tłumaczenie bezpośrednie: „wykup pracowniczy” (w polskiej praktyce „leasing pracowniczy” funkcjonuje jako tymczasowa praca pracowników jednego podmiotu w innym podmiocie). Interesująca jest natomiast ostatnia pozycja (wykup menedżerski

<sup>19</sup> P. Zasępa, *Venture capital...*, s. 91, 113.

<sup>20</sup> Szerzej o LBO i *reverse takeover* w kontekście dezinwestycji zob.: K. Sobańska, P. Sieradzian, *Inwestycje...*, s. 148–150; o formach płatności za spółkę zbywaną przez fundusz VC/PE więcej w: P. Zasępa, *Venture capital...*, s. 106–107, 114–115.

spółki notowanej), będąca kombinacją dwóch innych form dezinvestycji: dla funduszu wyjściem jest wprowadzenie na giełdę, przez którą pozbywa się akcji (kto jest nabywcą ma tu drugorzędne znaczenie), zaś dla samej spółki skutkiem tej operacji docelowo jest przejęcie przez menedżerów, jak przy MBO (a mniej istotne jest, że zaszło ono z pośrednictwem rynku publicznego).

Warto jeszcze przytoczyć schemat zaproponowany przez D. Klonowskiego (zob. schemat 5), przedstawiający różne formy wyjścia z uwzględnieniem ich dwóch istotnych cech: wartości zbycia oraz płynności transakcji. Pierwsza decyduje o potencjalnej zyskowności dla kapitałodawców funduszu, druga zaś przekłada się na gwarancję, że w czasie dezinvestycji wycena spółki zostanie zamieniona na gotówkę w najkorzystniejszy (możliwie najszybszy) sposób.



Schemat 5. Mapa głównych możliwości wyjścia z inwestycji VC

Źródło: D. Klonowski, *The Venture Capital Investment Process*, Palgrave Macmillan, New York 2010, s. 242

Jak wynika z przedstawionego schematu 5, najbardziej pożądanymi formami wyjścia są wprowadzenie na giełdę i sprzedaż inwestorowi branżowemu lub finansowemu. IPO uważa się za sposób bardziej dochodowy niż *trade sale*, ale autor wyraźnie wskazuje, że specyfika tej formy wyjścia może w konkretnym przypadku przynieść o wiele mniejszą zyskowność lub płynność niż się powszechnie sądzi; ilustrują to odnośne strzałki. Bardziej szczegółowa analiza porównawcza dwóch głównych form dezinvestycji została przeprowadzona w punkcie 3.3 niniejszego rozdziału.

Na przeciwnym biegunie atrakcyjności znajdują się najgorsze scenariusze,

tj. likwidacja (pozwalająca często odzyskać choć część poniesionego nakładu) i całkowite bankructwo. Cztery inne, mniej typowe formy, wykazują atrakcyjność pośrednią między rozwiązaniami skrajnymi, ale zostały przez autora zaliczone do ćwiartki reprezentującej zyskowość i płynność niską.

### 3. Charakterystyka poszczególnych form dezinwestycji

#### 3.1. Sprzedaż przez giełdę

Sprzedaż przez giełdę w nomenklaturze anglojęzycznej (częściowo przejmowanej na rynku krajowym) określana jest kilkoma nazwami, najczęściej jako IPO (*Initial Public Offering*), czasem zamiennie: *going public* czy *public sale*<sup>21</sup>. Klasyfikacja EVCA wprowadza tu jednak dość restrykcyjne rozróżnienie. Sprzedaż przez giełdę (*public offering*) może przybrać jedną z dwóch form:

– wprowadzenie na giełdę, czyli pierwsza oferta publiczna (*divestment on flotation*; IPO – *Initial Public Offering*), to zaoferowanie po raz pierwszy akcji spółki do nabycia nieoznaczonym inwestorom poprzez wprowadzenie ich do notowań na giełdzie papierów wartościowych<sup>22</sup>;

– sprzedaż akcji już notowanych (*sale of quoted equity post-flotation*) odnosi się do sprzedaży akcji notowanych tylko gdy dotyczy dokonanej wcześniej inwestycji Private Equity, jak na przykład sprzedaż akcji notowanych po okresie czasowego wyłączenia zbywalności akcji (*lock-up period*)<sup>23</sup>.

W drugim przypadku występuje więc dezinwestycja przez giełdę, która jednak nie jest debiutem giełdowym spółki. W większości przypadków fundusze VC/PE muszą utrzymać swoje akcje w spółce portfelowej przez dłuższy czas po ich wprowadzeniu na giełdę, co oznacza, że moment faktycznego wyjścia następuje dużo później niż samo IPO<sup>24</sup>. Chodzi tu szczególnie o wspomniany *lock-up period* (*lock up agreement*), który polega na zobowiązaniu funduszu do utrzymania znacznej części lub nawet całości swojego pakietu akcji przez pewien okres po ich wprowadzeniu na giełdę (np. pół roku, rok). Zabieg ten ma wzbudzić zaufanie inwestorów (zwłaszcza instytucjonalnych) do nowej spółki na parkiecie i zwiększyć

---

<sup>21</sup> J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 179; K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 115.

<sup>22</sup> *EVCA Yearbook 2011, Methodology and Definitions*, s. 10; podobny opis IPO zawiera rocznik amerykański: *NVCA Yearbook 2011*, s. 63.

<sup>23</sup> *EVCA Yearbook 2011...*, s. 10; definicja zbieżna z podaną w roczniku australijskim: *2011 Yearbook Australian Private Equity and Venture Capital Activity Report – November 2011*, AVCAL, s. 26, [www.avcal.com.au](http://www.avcal.com.au).

<sup>24</sup> Zob.: D. Klonowski, *The Venture Capital...*, s. 236–237.

szyć ich skłonność do zakupu jej akcji. Istnieje tu pewne ryzyko, że po okresie *lock up-u* kurs akcji będzie już na tyle niski, że sprzedaż będzie dla funduszu nieopłacalna<sup>25</sup>. Firmy VC/PE inwestujące powierzone im środki znalazły na to pewien sposób, ale stosowany tylko przy zakończeniu działalności funduszu – coraz częściej dystrybuują one wówczas do inwestorów nie środki pieniężne, lecz akcje posiadanych przez siebie spółek, w wyniku czego konieczność ich zbycia na giełdzie przerzucona jest na kapitałodawców funduszu. W efekcie kursy akcji spadają, co związane jest niewątpliwie ze znaczną ich podażą ze strony inwestorów, a ryzyko strat z tego tytułu ponoszą już poszczególni inwestorzy, a nie fundusz, w który uprzednio lokowali swoje środki<sup>26</sup>.

Dezinwestycja przez giełdę tradycyjnie uważana była za najlepszą dla funduszu formę wyjścia, co wskazuje np. raport opublikowany w 2001 r. przez EVCA, w którym taką opinię o IPO wyraziły europejskie firmy VC, wykazując w konsekwencji małe zainteresowanie transakcjami *trade sales*<sup>27</sup>.

Wejście do notowań giełdowych oznacza szereg korzyści dla samej spółki portfelowej, do których należą zwłaszcza<sup>28</sup>:

- uzyskanie dostępu do szerokiego spektrum źródeł finansowania (nie tylko poprzez następne emisje na giełdzie, ale też dzięki lepszej wiarygodności w oczach dostarczycieli kapitału dłużnego);
- sprzyjająca efektywności struktura organizacji – menedżerowie są z jednej strony motywowani do wypracowywania dobrych wyników (pozwalających na wypłaty dywidend), z drugiej zaś mają dość duży zakres samodzielności w zarządzaniu;
- podniesienie prestiżu spółki: zwiększenie zaufania u swoich partnerów handlowych i przyciąganie lepszych menedżerów;
- uzyskanie obiektywnej wyceny rynkowej spółki, ważne zwłaszcza dla przedsiębiorstw o wysokiej dynamice wzrostu.

Obok tych korzyści wprowadzenie na giełdę niesie też dla spółki efekty niekorzystne, jak ograniczenie elastyczności działania z powodu przyjęcia obowiązku systematycznego publikowania wszelkich informacji, istotnych dla akcjonariuszy (przede wszystkim sprawozdań finansowych), oraz naciski z ich strony na osiągnięcie bieżącej rentowności wystarczającej do konsumowania zysków w postaci wypłat dywidendy (może to powodować intensyfikację krótkookresowych zysków

<sup>25</sup> Por.: J. Wall, J. Smith, *Better Exits...*, s. 8.

<sup>26</sup> Por.: M. Wrzeński, *Kapitał podwyższonego ryzyka – Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 232.

<sup>27</sup> J. Wall, J. Smith, *Better Exits...*, s. 4.

<sup>28</sup> Por.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 181 oraz: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 56–57.

kosztem długofalowej strategii rozwoju)<sup>29</sup>. Ponadto spółka giełdowa zmuszona jest ponosić koszty funkcjonowania organów statutowych i przeprowadzać badania sprawozdań, a ich obowiązkowa publikacja ujawnia sytuację firmy konkurentom i pracownikom mogącym nasilić wystąpienia roszczeniowe<sup>30</sup>.

Wprowadzenie na giełdę jest metodą dezinwestycji preferowaną przez menedżerów i pozostałych właścicieli spółki portfelowej, głównie dlatego, że pozwala im utrzymać niezależność w decydowaniu o spółce (w przeciwieństwie do *trade sale*, gdzie kontrolę zwykle przejmuje nabywca)<sup>31</sup>. Warto jednak zauważyć, że także po emisji na giełdzie może dojść do przejęcia spółki przez firmę zainteresowaną całkowitą jej kontrolą<sup>32</sup>. Wystarczy w takim przypadku skupić kontrolny pakiet akcji, np. przez ogłoszenie wezwania (przykładem z polskiego rynku może być jubilerska firma W. Kruk, wprowadzona przez fundusz VC na giełdę, gdzie znaczne pakiety akcji nabyły otwarte fundusze inwestycyjne, od których jakiś czas później odkupiła je grupa Vistula&Wólczanka, przejmując kontrolę nad Krukiem).

Istotną cechą obniżającą atrakcyjność dezinwestycji przez giełdę jest konieczność przeprowadzenia skomplikowanej procedury formalnej dopuszczenia i wprowadzenia akcji do obrotu oraz związane z nią koszty. W pierwszej kolejności należy dostosować do tego samą spółkę (np. przekształcić ją w spółkę akcyjną, jeśli ma formę spółki z o.o.), a następnie pozytywnie przejść proces dopuszczenia do notowań przez stosowny organ publiczny (np. *Securities and Exchange Commission* w USA, Komisja Nadzoru Finansowego w Polsce) oraz spełnić warunki wprowadzenia do notowań stawiane przez samą giełdę.

Część spółek w ogóle nie może być wprowadzona na giełdę, bo nie spełnia rygorystycznych wymagań wymienionych instytucji. Chodzi przede wszystkim o wielkość wyrażoną wartością przychodów – wiele firm nie osiąga „masy krytycznej” koniecznej do zainteresowania sobą odpowiedniej puli inwestorów giełdowych<sup>33</sup>.

Wadą wprowadzenia na giełdę (IPO) są także wspomniane już koszty (znaczące!) tej operacji, a zwłaszcza fakt, że ich poniesienie nie gwarantuje sukcesu dezinwestycji (bo ta zależy od popytu ze strony inwestorów) i może znacząco obniżyć stopę zwrotu. Występują tu przede wszystkim koszty następujących procedur<sup>34</sup>:

- przekształcenie przedsiębiorstwa w spółkę akcyjną (jeśli dotąd działała w innej formie),

---

<sup>29</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 56–57.

<sup>30</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 182.

<sup>31</sup> Zob.: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 230.

<sup>32</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 180.

<sup>33</sup> Zob.: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 235.

<sup>34</sup> Zob.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 130.

- usługi biegłego rewidenta, doradztwo prawne i finansowe,
- dopuszczenie akcji do obrotu giełdowego,
- sporządzenie i publikacja prospektu emisyjnego,
- organizacja i przeprowadzenie subskrypcji na akcje.

Jeśli chodzi o poziom kosztów, to wygodną miarą jest porównanie ich z wartością pozyskiwanego kapitału. P. Zasepa podaje, że w Stanach Zjednoczonych koszty te mogą się kształtować w przedziale 5–10% wartości emisji, najczęściej jest to 7–8% wartości rynkowej nowych, szybko wzrostowych spółek. Wskazuje też, że koszty IPO w Europie były znacznie niższe, przytaczając wielkości rzędu 3–4% emisji<sup>35</sup>. Jeśli chodzi o rynek polski, to autorzy raportu „IPO 2009”<sup>36</sup> podali analizie ten wskaźnik dla 23 spółek spośród 33 przeprowadzających pierwszą ofertę publiczną na GPW w roku 2008. Najtańsze z tych debiutów wygenerowały koszty na poziomie kolejno: 2,43% (Selena FM), 2,68% (Enea) i 3,12% (Optopol Technology) pozyskiwanego kapitału. Połowa z przebadanych spółek poniosła koszt nie wyższy niż 6%, a przy pięciu najdroższych debiutach koszt przekroczył 19%. Podobnie przedstawiają się dane prezentowane przez P. Zasepę<sup>37</sup> – spośród 15 wybranych debiutów na polskiej giełdzie najtańsze wygenerowały koszty na poziomie 0,38%, 4,82% i 5,5% wartości emisji, mediana wyniosła 6,69% (należy jednak pamiętać, że to dane tylko o wybranych debiutach, a więc mają charakter orientacyjny, a nie w pełni reprezentatywny).

Warunkiem udanych wyjść z inwestycji VC/PE poprzez wprowadzenie do notowań, a więc i warunkiem rozwoju rynku VC/PE w danym kraju, jest odpowiednio rozwinięty rynek giełdowy, z uwzględnieniem segmentu przeznaczanego dla spółek mniejszych i młodszych, które mogą nie być w stanie spełnić wymogów stawianych spółkom wprowadzanym na parkiet podstawowy, przeznaczony dla firm dojrzałych i obłożony wysokimi wymogami<sup>38</sup>. Silnym bodźcem rozwojowym w USA i Wielkiej Brytanii było właśnie stworzenie rynków przeznaczonych specjalnie dla szybko rozwijających się spółek działających zwykle w nowych sektorach gospodarki – jak Nasdaq<sup>39</sup> w USA czy AIM (Alternative Investment Market) w Wielkiej Brytanii. Podobnie w Europie powstały: niemiecki Neuer Markt i francuski Nouveau Marche<sup>40</sup>. Analogiczne instytucje powstały także w innych

<sup>35</sup> Zob.: P. Zasepa, *Venture capital...*, s. 97.

<sup>36</sup> *IPO 2009. Udany debiut w trudnych czasach*, Wydawca: IPO. sp. z o.o., raport, www.ipo.pl (dostęp 01.03.2012).

<sup>37</sup> Zob.: P. Zasepa, *Venture capital...*, s. 98.

<sup>38</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 182–183.

<sup>39</sup> Dla porządku należy zaznaczyć, że, formalnie rzecz biorąc, Nasdaq nie jest giełdą, tylko rynkiem pozagiełdowym (*over-the-counter market*), ale cechy odróżniające te dwa modele obrotu akcjami zwykle nie są istotne dla rozważań, w których Nasdaq się pojawia, dlatego często akceptuje się stawianie Nasdaq-a w jednym rzędzie z giełdami.

<sup>40</sup> Zob.: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 233.

regionach Europy<sup>41</sup>, również w Polsce, gdzie Warszawska GPW uruchomiła platformę handlu akcjami mniejszych spółek – New Connect.

Z kolei seria ingerencji czynnika publicznego w przepisy dotyczące funkcjonowania rynków kapitałowych w USA, zwłaszcza wprowadzonych na początku obecnego stulecia (w reakcji na bańkę internetową, skandale w latach 2002–2004 i inne negatywne zjawiska ostatnich lat), przyczyniły się do kryzysu na tamtejszym rynku kapitałowym oraz podniesienia kosztów IPO, co wyraźnie ograniczyło liczbę i wartość dokonywanych pierwszych ofert na rynku amerykańskim<sup>42</sup>.

Obok poziomu rozwoju rynku giełdowego istotnym czynnikiem, wymianym często przy omawianiu atrakcyjności dezinvestycji drogą wprowadzenia do notowań, jest też koniunktura giełdowa. Aspekt ten przeanalizowano szerzej w punkcie 5.1 niniejszego rozdziału.

### 3.2. Sprzedaż inwestorowi branżowemu (strategicznemu)

Sprzedaż inwestorowi branżowemu polega na odsprzedaniu udziałów funduszu w spółce portfelowej innemu przedsiębiorstwu, prowadzącemu działalność niefinansową.

Ta forma dezinvestycji oryginalnie określana jest jako *trade sale* (lub bardziej opisowo *sale to trade buyer*). Najbliższym polskim odpowiednikiem tej nazwy byłaby „sprzedaż inwestorowi niefinansowemu”, co najlepiej odpowiadałoby definicji stosowanej przez EVCA, że jest to *sale to industrial investor*<sup>43</sup> (ale tłumaczenie „sprzedaż inwestorowi przemysłowemu” byłoby błędnym zawężeniem, bowiem słowo *industrial* w tym kontekście ma szersze znaczenie niż zwyczajowe tłumaczenie „przemysłowy”, które zwykle wiąże się z wytwarzaniem dóbr materialnych; *industry* obejmuje tu wszystkie formy działalności gospodarczej, także usługi, z wyłączeniem działalności finansowej). Dość dobrze pasującą propozycję polskiego zamiennika podał J. Węclawski: „sprzedaż innemu przedsiębiorstwu”<sup>44</sup> (intuicyjnie jest jasne, że chodzi o dowolne przedsiębiorstwo, także usługowe, ale nie finansowe). W literaturze polskojęzycznej przyjęły się jednak dwa inne określenia nabywcy: „inwestor branżowy” i „inwestor strategiczny” (druga wersja ma swoje odniesienie m.in. w opisie przedstawionym w roczniku australijskim<sup>45</sup> – wymieniony jest tam *strategic buyer*, nabywca alternatywny wobec *industrial*

---

<sup>41</sup> Więcej zob.: J. Świdarska, *Quasi-fundusze venture capital. Publiczne wsparcie innowacyjnych MSP*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin sp. z o.o., Warszawa 2008, s. 215.

<sup>42</sup> Zob: P. Zasępa, *Venture capital...*, s. 184–185.

<sup>43</sup> *EVCA Yearbook 2011...*, s. 10.

<sup>44</sup> J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 179.

<sup>45</sup> *2011 Yearbook Australian Private Equity...*, s. 26, [www.avcal.com.au](http://www.avcal.com.au)



*investor*). Wobec ich rozpowszechnienia forsowanie terminu „inwestor niefinansowy” byłoby zapewne syzyfową pracą, toteż w niniejszej publikacji przyjęto jedno z owych dwóch popularnych określeń, a mianowicie „inwestor branżowy”, które chyba lepiej (niż „inwestor strategiczny”) oddaje niefinansowy profil tego podmiotu i jego powiązanie z „realnymi” sferami gospodarki (zamiennie będzie również używany oryginalny termin *trade sale*).

Warto przypomnieć, że wielu dostarczycieli danych dotyczących rynku VC/PE używa właśnie pojęcia *trade sale* (co potwierdza przedstawiona wcześniej tabela 10), ale nie stosuje się do tej praktyki np. firma Thomson Reuters; jak wspomniano, w jej bazie danych *ThomsonOne* odpowiednikiem sprzedaży inwestorowi branżowemu jest kategoria „fuzje i przejęcia” (M&A).

Jest szereg korzyści możliwych do osiągnięcia, które zachęcają inwestorów branżowych do kupowania od funduszy VC/PE spółek portfelowych działających w tej samej lub pokrewnej branży. Wyliczyć tu należy zwłaszcza: uzyskanie dostępu do nowej technologii, wzbogacenie asortymentu oferowanych produktów czy wyeliminowanie konkurenta i zwiększenie własnego udziału w rynku<sup>46</sup>. Nie bez znaczenia jest też możliwy do uzyskania efekt synergii, który może się przejawiać jako synergia finansowa (pozwalająca zwiększyć zysk operacyjny lub przyspieszyć wzrost) oraz synergia operacyjna, przybierająca wiele form, np. korzyści skali, lepsza pozycja negocjacyjna, wyższe marże, korzyści podatkowe czy możliwe szybsze tempo wzrostu na nowych rynkach<sup>47</sup>. *Trade sale* może też nastąpić jako sprzedaż spółki przedsiębiorstwu z innej branży, które nabycia dokonuje po to, by wejść na rynek, na którym dotąd nie było aktywne<sup>48</sup>.

Przed podjęciem decyzji o nabyciu spółki portfelowej inwestor branżowy będzie więc chciał poznać szereg istotnych cech tej firmy, przede wszystkim jej wyniki finansowe i udział w rynku, świadomość marki wśród klientów i ich lojalność dla niej oraz innowacyjność oferowanego produktu. Duże znaczenie ma też efektywność kanałów zaopatrzenia i dystrybucji oraz kadra zarządzająca, znająca rynek, na którym działa spółka (samodzielne rozwijanie obu tych elementów biznesu jest trudne, długotrwałe i kosztowne, dlatego bardzo opłacalne może być ich nabycie w formie działającego przedsiębiorstwa). Pokazuje to, że inwestor branżowy w porównaniu z inwestorami giełdowymi mniejszą wagę przywiązuje do samej zyskowności spółki, bo większe znaczenie mają dla niego jej niematerialne atuty biznesowe<sup>49</sup>.

Transakcja sprzedaży inwestorowi branżowemu może przynieść pozytywny skutek także dla całej branży – w efekcie sprzedaży często następuje jej

<sup>46</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 56.

<sup>47</sup> Zob.: P. Zasępa, *Venture capital...*, s. 105.

<sup>48</sup> Zob.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 135.

<sup>49</sup> Zob.: D. Klonowski, *The Venture Capital...*, s. 239, 241.

konsolidacja, co może służyć podniesieniu efektywności sektora, o ile sprzedawane jest przedsiębiorstwo o dużych udziałach w rynku lub dysponujące dobrze rokującą innowacją<sup>50</sup>.

Niechętni tej formie dezinwestycji mogą być pozostali interesariusze spółki, tj. właściciele i/lub zarząd. Jej przejęcie może, co prawda, okazać się dla niej korzystne, jeśli inwestor branżowy zapewni dalszy rozwój przedsiębiorstwa i jego marki, a zwłaszcza jeśli wraz z przejęciem technologii i klientów zapewni również miejsce dla dotychczasowych menedżerów<sup>51</sup>. W praktyce jednak nabycie spółki często oznacza jej wchłonięcie przez nabywcę, co przekłada się na całkowite przejęcie kontroli. Przejmowana spółka zostaje podporządkowana strategii nabywcy, co może być gorzką pigułką dla zarządu, a tym bardziej dla pierwotnych właścicieli, którzy skorzystali z finansowania VC/PE z braku własnych środków na realizację swojego pomysłu biznesowego<sup>52</sup>. W skrajnym przypadku może dojść do zupełnie instrumentalnego potraktowania nabywanej firmy: po pozbyciu się konkurenta przez jego przejęcie może dojść do ograniczenia skali jego działalności lub nawet całkowitego zamknięcia<sup>53</sup>. Z tego powodu dotychczasowi udziałowcy mogą dążyć do uniemożliwienia dezinwestycji przez sprzedaż pakietu kontrolnego innej firmie. Podobne działania może też podejmować zarząd spółki, gdy tworzącym go menedżerom również zależy na niezależności dla realizacji swoich wizji i ambicji. Aby uniknąć niedojścia transakcji *trade sale* do skutku, fundusze VC/PE już w umowach inwestycyjnych umieszczają zastrzeżenia dotyczące tej formy wyjścia<sup>54</sup>. Mają one do dyspozycji szereg instrumentów służących nakłanianiu zarządu i pozostałych udziałowców do współpracy w kwestii wyjścia lub do przeprowadzenia dezinwestycji niezależnie od ich stanowiska w tej sprawie<sup>55</sup>.

Utrudnieniem dla transakcji *trade sale* może być niedostateczna ilość inwestorów branżowych (potencjalnych nabywców) na niektórych rynkach. Sukces w przypadku tej formy dezinwestycji jest bardziej niż przy innych uzależniony od struktury rynku danego produktu bądź usługi i etapu jego rozwoju. Aby zwiększyć szanse powodzenia tej drogi wyjścia, warto przedtem zbudować wartość firmy poprzez strategię przyspieszonej konsolidacji niszowej branży (*buy & build strategy*). Tak stworzona wartość w postaci doświadczenia, kontaktów i grona klientów spółki portfelowej przyciąga chętnych do jej przejęcia inwestorów zarówno z branży, jak i spoza niej (ci drudzy chcą przez kupno spółki ominąć bariery wejścia

---

<sup>50</sup> Zob.: P. Zasępa, *Venture capital...*, s. 105.

<sup>51</sup> Zob.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 114, 137.

<sup>52</sup> Por.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 180.

<sup>53</sup> Zob. P. Tamowicz, *Venture capital – kapitał na start*, PARP, Gdańsk 2004, s. 50.

<sup>54</sup> Por.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 137–138.

<sup>55</sup> Szerzej zob.: D. Klonowski, *The Venture Capital...*, s. 245.

na nowy rynek i choć często w ogóle nie są brani pod uwagę przy uruchamianiu procesu dezinvestycji, to mogą okazać się równie dobrymi lub nawet lepszymi kandydatami na inwestora branżowego dla spółki)<sup>56</sup>.

Transakcję *trade sale* negocjuje się bezpośrednio z nabywcą, co czyni obie strony mniej narażone na presję zewnętrzne, typowe dla wprowadzania na giełdę. Zalecane jest prowadzenie negocjacji w sekrecie, bowiem klienci, dostawcy i pracownicy spółki mogą je postrzegać negatywnie, zwłaszcza jeśli transakcja ostatecznie nie dojdzie do skutku. Wyjątkiem jest sprzedaż „aukcyjna” możliwa w przypadku spółek o bardzo dobrej pozycji – wówczas aukcja (organizowana przez specjalistyczne banki inwestycyjne) wymusza konkurowanie potencjalnych nabywców o spółkę i pozwala zmaksymalizować cenę za nią przy jednocześnie krótkim czasie całej procedury<sup>57</sup>. Oferta aukcyjna niesie jednak ze sobą kilka istotnych ryzyk, między innymi takie, że konieczność konkurowania z innymi nabywcami może zrazić niektórych z nich, redukując korzystny efekt tej właśnie formy oferty<sup>58</sup>.

Okres negocjowania z potencjalnym nabywcą stwarza pewne ryzyko dla funduszu VC/PE, a zwłaszcza dla samej spółki portfelowej. Podczas przeprowadzania wyceny, analizy fundamentalnej i w procesie negocjacji dotyczących zakupu akcji tej spółki inwestor branżowy może uzyskać dostęp do jej tajemnic handlowych, a potem zrezygnować z zakupu – wówczas ujawnione mu tajemnice odbierają nieprzejętej spółce jej przewagi konkurencyjne<sup>59</sup>. Ryzyko to jest jeszcze większe, gdy fundusz zdecyduje się na sprzedaż spółki w trybie aukcyjnym, bo wówczas większe grono uzyskuje dostęp do wrażliwych informacji o spółce<sup>60</sup>.

Sprzedaż inwestorowi branżowemu ma z punktu widzenia funduszu VC/PE tę istotną zaletę, że nie ma konieczności przekształcania dofinansowanego przedsiębiorstwa w spółkę akcyjną, co jest niezbędne w przypadku wprowadzania go na giełdę. Oznacza to oszczędności zarówno kosztów, jak i czasu (zwrot z inwestycji następuje szybciej)<sup>61</sup>. Co prawda, także przy tej formie dezinvestycji często korzysta się z usług zewnętrznych doradców (banki inwestycyjne, firmy consultingowe, spółki audytorskie i księgowo czy *M&A houses*, czyli firmy wyspecjalizowane w organizacji fuzji i przejęć), niemniej jednak ponoszone nakłady finansowe i organizacyjne są tu o wiele mniejsze niż przy publicznej sprzedaży akcji, co jest istotną zaletą tej formy wyjścia, zwłaszcza dla średnich i mniejszych spółek<sup>62</sup>.

<sup>56</sup> K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 135.

<sup>57</sup> *Guide on Private...*, s. 33.

<sup>58</sup> Zob.: D. Klonowski, *The Venture Capital...*, s. 239, 246.

<sup>59</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 56.

<sup>60</sup> Zob.: D. Klonowski, *The Venture Capital...*, s. 239, 246.

<sup>61</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 180.

<sup>62</sup> Por.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 137.

### 3.3. Giełda vs trade sale – analiza porównawcza z punktu widzenia funduszu VC/PE

Często spotykane w literaturze zestawienia porównawcze dwóch omówionych form wyjścia mają ten mankament, że uwzględniają jednocześnie punkty widzenia wszystkich stron transakcji, tj. nabywcy, sprzedawcy, spółki, jej pierwotnych właścicieli i/lub zarządu. To, co dla danej strony jest zaletą, dla drugiej może być wadą. Dlatego celem niniejszego punktu jest skupienie się na porównaniu korzyści wyjścia przez giełdę i sprzedaży inwestorowi branżowemu tylko z punktu widzenia funduszu VC/PE wychodzącego z inwestycji (punkty widzenia pozostałych stron omówiono wcześniej).

Najważniejszym dla funduszu VC/PE kryterium postępowania przy dezinwestycji jest niewątpliwie stopa zwrotu. W literaturze spotyka się wiele opinii dotyczących zyskowności obu form wyjścia, ale rzadko przedstawia się konkretne dane. Warto więc rozpocząć od przytoczenia wyników badań przywoływanych przez W. Bygrave'a i J. Timmonsa, a przeprowadzonych jeszcze w latach 70. (lata 1970–1982) na 442 dezinwestycjach dokonanych w USA. Wykazały one, że największe zyski przyniosły wyjścia przez IPO (195% nadwyżki ponad wartość nakładu) i były aż 5-krotnie wyższe od dwóch następnych pod względem rentowności form wyjść, którymi były: sprzedaż wtórna innym inwestorom finansowym (*secondary sales*; 41% zysku ponad nakład) i przejęcia (*acquisition*; 40%). Zyskowność pozostałych form ułożyła się w łatwą do przewidzenia kolejność: odsprzedaż samej spółce (*buyback*, 37% zysku), likwidacje (34% straty z nakładu) i odpisy (*write-offs*, 37% straty)<sup>63</sup>. Wspomniani autorzy zastrzegają jednak, że na giełdę wprowadzane zostają tylko najlepsze spółki portfelowe, natomiast wiele mniejszych znajduje zainteresowanie inwestorów branżowych. Co więcej, ci ostatni często akceptują cenę opartą na wycenie spółki znacznie wyższej niż wystąpiłaby przy IPO<sup>64</sup>. Odwołując się do tych samych danych, do podobnych wniosków dochodzi M. Wrzesiński; zauważa on, że nie dają one w pełni obiektywnej oceny stanu faktycznego, ponieważ na giełdę wprowadza się tylko spółki najlepsze pod względem wyników i największe co do skali działalności (bo muszą one spełnić ostre kryteria nakładane przez giełdy), podczas gdy przez inwestorów branżowych nabywane są zarówno spółki o dobrych wynikach, jak i słabsze, co zaniża średnią stopę zwrotu<sup>65</sup>.

---

<sup>63</sup> T. A. Soja and J. E. Reyes, *Investment Benchmarks: Venture Capital*, Needham, MA: Venture Economics, Inc., 1990, s. 191, cyt. za: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston 1992, s. 167–168.

<sup>64</sup> Zob.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 183.

<sup>65</sup> Zob.: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 226–227, 229.

Mimo wykazanej przez badania tak spektakularnej przewagi IPO nad innymi formami wyjść W. Bygrave i J. Timmons już wtedy (lata 90.) zwrócili uwagę na następowanie pewnej zmiany nastawienia zarówno inwestorów Venture Capital, jak i przedsiębiorców: po latach uznawania giełdy za najlepszą formę zakończenia współpracy z funduszem pojawiło się przekonanie, że łączenie spółki z dużym partnerem strategicznym może być bardziej opłacalną formą „zebrania plonów” inwestycji niż wprowadzenie do notowań publicznych<sup>66</sup>.

Wartościowanie przewagi zyskowności wyjścia przez giełdę nad sprzedażą inwestorowi branżowemu znaleźć można w publikacjach S. Sobańskiej i P. Sieradzana<sup>67</sup> oraz P. Zasępy<sup>68</sup>; w obu tych pracach pojawia się teza, że różnica w cenie między sprzedażą za pośrednictwem giełdy a sprzedażą bezpośrednią (np. inwestorowi branżowemu) może wynosić nawet kilkadziesiąt procent. Mimo niewskazania źródła, wydaje się pewne, że jest to informacja zaczerpnięta z pracy J. Węclawskiego<sup>69</sup>, który z kolei cytował J. K. Solarza; ten zaś podaje, że wartość nowo powstałych małych i średnich firm jest zaniżana o 30 do 50%<sup>70</sup>, jednak z kontekstu nie wynika jasno, że chodzi o porównanie rozważanych tu form dezynwestycji, co więcej, nie wskazano tam źródła pochodzenia tej informacji. W tej sytuacji dalsze powielanie wielkości „30 do 50” czy nawet „kilkadziesiąt” procent przy porównywaniu różnicy zyskowności form wyjścia wydaje się dalece nieuzasadnione.

Wyższa zyskowność IPO jest często uzasadniana przez badaczy tej problematyki przede wszystkim tym, że po wprowadzeniu na giełdę akcje spółki stają się płynne i łatwo je sprzedać (nabywcy płacą tzw. premię za płynność odzwierciedlającą możliwość łatwego wycofania się z inwestycji)<sup>71</sup>. Wskazywane są też inne powody niższych wycen przy *trade sale*: gdy inwestor branżowy skupuje całość udziałów i akcje nie są dystrybuowane dla wielu nabywców instytucjonalnych, to zwiększa się jego odpowiedzialność za zobowiązania spółki, dlatego nie akceptuje on wyśrubowanej ceny<sup>72</sup>; ponadto niskie wyceny bywają efektem słabego zaangażowania funduszu VC/PE w poszukiwanie inwestora branżowego<sup>73</sup>.

Dodatkową zaletą wyjścia przez giełdę jest lepsza możliwość uprzedniego przygotowania się do niej. Dokonywana przez fundusz VC/PE ocena szans sukcesu danej formy wyjścia jest łatwiejsza przy IPO ze względu na lepszy dostęp do

<sup>66</sup> Zob.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital...*, s. 183.

<sup>67</sup> K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 131.

<sup>68</sup> P. Zasępa, *Venture capital...*, s. 95.

<sup>69</sup> J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 182.

<sup>70</sup> J. K. Solarz, *Venture capital*, Centrum Informacji Menedżera, Warszawa 1993, s. 39.

<sup>71</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 57; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 182; M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 232; P. Zasępa, *Venture capital...*, s. 95.

<sup>72</sup> Zob.: P. Zasępa, *Venture capital...*, s. 103.

<sup>73</sup> Zob.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 135.

potrzebnych danych. Samą możliwość wprowadzenia na giełdę można sprawdzić na podstawie publicznie dostępnych warunków dopuszczenia do notowań, a potencjalną opłacalność tej operacji pozwala ocenić analiza dotychczasowych IPO na wybranej giełdzie (giełdach), ich efektów w postaci zachowania kursu akcji po debiucie i wolumenu obrotów, struktury reprezentacji poszczególnych branż w gronie notowanych spółek czy preferencji inwestorów aktywnych na tym rynku. Informacje potrzebne do analogicznej analizy wyjścia przez *trade sale* są ograniczone – tu korzysta się z własnych zbiorów danych i raportów sektorowych, a szczególnie cenne bywają nieformalne rozmowy z konsultantami uczestniczącymi w transakcjach fuzji i przejęć oraz bezpośrednio z reprezentantami potencjalnych inwestorów branżowych<sup>74</sup>.

Wskazuje się jednak szereg różnic, które skłaniają do wniosków przeciwnych: że to transakcje *trade sale* mogą być korzystniejszym wyjściem dla funduszu VC/PE. Przede wszystkim inwestor branżowy nabywa cały lub przynajmniej większośćowy pakiet akcji, czyli przejmuje pełną władzę nad spółką – jest skłonny zapłacić za to tzw. premię za kontrolę (*control premium*)<sup>75</sup>. Może też zaakceptować zapłacenie premii za dodatkową wartość, jaką przyniesie mu spółka poprzez efekt synergii, konsolidację rynku, eliminację konkurenta, przejęcie jego klientów i kontaktów biznesowych, rozszerzenie zbytu i pokonanie barier wejścia na rynek danego produktu (są to korzyści nieistotne dla inwestorów giełdowych)<sup>76</sup>. Kluczowym zagadnieniem jest, czy nabywca potrzebuje właśnie tej spółki do uzupełnienia zakresu działalności swojego biznesu (jeśli bowiem tworzona jest nowa gałąź przemysłu, to lepszą wycenę może dać IPO)<sup>77</sup>.

Kolejnymi zaletami *trade sale* są niskie koszty, szybkość i łatwość przeprowadzenia oraz otrzymanie natychmiastowej płatności. W przypadku IPO, jak już wspomniano, procedura jest długa, skomplikowana i kosztowna, a ponadto występuje ryzyko niskiego zainteresowania inwestorów giełdowych debiutem, co może się skończyć słabym stopniem rozprowadzenia oferowanych akcji (nawet mniejszym niż 50%) i/lub znacznym spadkiem ich ceny po debiucie, ale przed sprzedaniem przez fundusz (to może zająć zwłaszcza przy wystąpieniu *lock-up period* i zwłaszcza z powodu nacisków nowych inwestorów na politykę wysokich krótkoterminowych zysków, które mogą być trudne do spełnienia lub nie leżeć w strategicznym interesie firmy). Przy *trade sale* natomiast wystarczy przekonać do nabycia tylko jednego inwestora (a nie całą rzeszę, jak przy wyjściu przez giełdę) i można oczekiwać natychmiastowego otrzymania płatności (gotówką lub akcjami, które łatwo spieniężyć). Koszty usług doradczych również tu występują

---

<sup>74</sup> Zob.: D. Klonowski, *The Venture Capital...*, s. 238–240.

<sup>75</sup> Zob.: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 232.

<sup>76</sup> Zob.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 138.

<sup>77</sup> K. Arundale, *A Guide to Private Equity*, BVCA, Londyn 2010, s. 46.



(jak przy giełdzie), ale są one zdecydowanie niższe. Wreszcie w wielu krajach ostryżono przepisy dotyczące ofert publicznych, co utrudnia i zwiększa koszt wprowadzania spółek na giełdę. Każdy z tych powodów przyczynił się do tego, że od okresu pęknięcia bańki internetowej (*dotcom crash*) znaczna część wyjść z inwestycji dokonuje się przez *trade sale*<sup>78</sup>.

Zaletę natychmiastowej płatności przy sprzedaży inwestorowi branżowemu trzeba jednak zrewidować. W przypadku *trade sale* również występuje możliwość niepełnego zamknięcia transakcji w pierwszym etapie. Nabywca może bowiem zażądać gwarancji i oświadczeń o stanie nabywanej spółki, które z kolei mogą zostać powiązane z ustaleniem zabezpieczenia w postaci tzw. *escrow* (płatność przez rachunek powierniczy, wstrzymana do czasu wystąpienia określonych umownie warunków) i umownych odszkodowań. Fundusze są niechętne takim uzgodnieniom, ale ostatecznie godzą się na nie, dopuszczając do 18 miesięcy ich obowiązywania<sup>79</sup>.

Przedstawiona analiza nie pozwala jednoznacznie stwierdzić, czy któraś z porównywanych form wyjścia jest lepsza od drugiej, a już na pewno duże znaczenie mają specyficzne okoliczności poszczególnych dezinvestycji. W rozważaniach pominięto jeszcze jeden istotny czynnik: koniunkturę giełdową (i jej zmienność) – ponieważ jej wpływ na konkurencyjność atrakcyjności tych form wyjść jest przedmiotem badanej hipotezy 3 (punkt 5. niniejszego rozdziału).

### 3.4. Sprzedaż inwestorowi finansowemu / innej firmie VC/PE

Sprzedaż spółki inwestorowi finansowemu (w tym innej firmie VC/PE) oznacza jej przejście z rąk jednej instytucji finansowej do drugiej, dlatego często określana jest jako wtórne nabycie (*secondary purchase*) czy wtórny wykup (*secondary buy-out*); inna nazwa to wykup przez inwestora finansowego (FIBO: *financial-investor-buy-out*)<sup>80</sup>. W statystykach EVCA sprzedaż innej firmie Private Equity (*sale to another private equity house*) wykazywana jest odrębnie od sprzedaży instytucji finansowej (*sale to financial institution*). W tym drugim przypadku nabywcami mogą być banki, firmy ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne, specjalne fundusze celowe (tzw. *endowments*), fundacje lub inne podmioty zarządzające aktywami (zwłaszcza fundusze inwestycyjne inne niż VC/PE)<sup>81</sup>. Rocznik australijski wprowadza dalsze uszczegółowienie, wskazując

<sup>78</sup> Zob.: K. Arundale, *A Guide...*, s. 46; J. Wall, J. Smith, *Better Exits...*, s. 8; K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 131, 137; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 180, 182.

<sup>79</sup> Zob.: D. Klonowski, *The Venture Capital...*, s. 245.

<sup>80</sup> J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 179; K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 115.

<sup>81</sup> *EVCA Yearbook 2011...*, s. 10.



możliwość wystąpienia sprzedaży innej firmie PE lub funduszowi PE typu *secondary fund*; te ostatnie są funduszami specjalizującymi się w nabywaniu udziałów spółek portfelowych od innych firm Private Equity<sup>82</sup>. Powstanie i rozwój segmentu określanego jako *secondary PE market* (rynek wtórnych inwestycji PE) jest przejawem postępującej rozbudowy i specjalizacji na rynku Private Equity. W USA charakterystyczne jest przechodzenie wielu spółek „z rąk do rąk” – proces ich dokapitalizowania rozłożony jest w czasie, bierze w nim udział kilka funduszy, właściwych dla różnych faz rozwoju przedsiębiorstwa, równoległe pozyskiwany jest kapitał obcy<sup>83</sup>. Podobnie wiele spółek europejskich, które odniosły sukces rynkowy, współpracowało z kilkoma, a nawet kilkunastoma funduszami Private Equity, wspierającymi je menedżersko i finansowo na ich różnych etapach rozwoju<sup>84</sup>.

Warto podkreślić, że gdy jeden fundusz VC/PE sprzedaje spółkę drugiemu, to dochodzi wówczas jednocześnie do dezinwestycji i do nowej inwestycji, co w odpowiedni sposób przekłada się na statystyki rynku.

Chociaż transakcje *secondary purchase* bardzo poprawiają płynność na rynku VC/PE, to raport EVCA z 2001 r. wskazuje na niezbyt poważne traktowanie inwestorów finansowych jako potencjalnych nabywców spółek portfelowych<sup>85</sup>. Przyczyną może być postrzeganie ich jako słabszej odmiany transakcji *trade sale*, o tyle mniej korzystnej, że mało realne jest tu uzyskanie premii za kontrolę (inwestor finansowy nie ma strategicznych motywów przejęcia, więc pełna kontrola nad spółką nie stanowi dla niego szczególnej dodatkowej wartości)<sup>86</sup>. Rzeczywiście, wymieniane w literaturze motywy wyboru tej formy wyjścia nie opierają się na jakichś jej szczególnych zaletach, lecz raczej wynikają z zaistniałych okoliczności – wymienia się tu następujące sytuacje<sup>87</sup>:

- spółka osiąga wcześniej przewidziany poziom rozwoju (np. wyszła z fazy ekspansji i dojrzała do wykupu menedżerskiego, przechodząc z pola zainteresowania funduszy VC do funduszy wykupowych – tzw. *buyout funds*),
- rozwój spółki nie spełnia już kryteriów inwestycyjnych funduszu (np. ekspansja nie powiodła się, ale spółka może być interesująca dla funduszy VC/PE specjalizujących się w restrukturyzacjach),
- wsparcie finansowe wymagane do utrzymania rozwoju spółki przekracza możliwości dotychczasowego funduszu,
- fundusz kończy swoją działalność i musi pozbyć się swych ostatnich inwestycji dla zaspokojenia inwestorów i spełnienia warunków, jakie mu postawiono przy jego tworzeniu.

<sup>82</sup> 2011 *Yearbook Australian Private Equity...*, s. 19, 26, [www.avcal.com.au](http://www.avcal.com.au)

<sup>83</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 209–210.

<sup>84</sup> K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 141.

<sup>85</sup> J. Wall, J. Smith, *Better Exits...*, s. 4.

<sup>86</sup> Zob. P. Tamowicz, *Venture capital...*, s. 54.

<sup>87</sup> Zob.: *Guide on Private...*, s. 34.

Wśród innych powodów można wymienić jeszcze:

- chęć szybkiej realizacji zysku przez fundusz PE dla celów podatkowych, statystycznych czy też dla „poprawienia” bilansu<sup>88</sup>,
- chęć wyjścia przez fundusz PE ze spółki, która nie jest jeszcze gotowa do wprowadzenia na giełdę czy do sprzedania jej inwestorowi niefinansowemu (tzn. w drodze *trade sale*)<sup>89</sup>.

Poza tym transakcja FIBO występuje zwykle przy podziale przedsiębiorstwa lub wyodrębnieniu jego części, np. przez niezależnego inwestora. Ten sposób stosuje się często, gdy udziały w spółce posiada dwóch lub więcej inwestorów, którzy nie są zgodni, co do dalszego kształtu spółki i jej działalności. Po negocjacjach jeden fundusz odkupuje od drugiego udziały i staje się jedynym inwestorem PE w spółce<sup>90</sup>.

Informacje o inwestorach VC/PE, którzy dotąd finansowali (lub nadal finansują) przedsiębiorstwo, stanowią istotne kryterium oceny atrakcyjności projektu dla nowego inwestora, rozpatrującego możliwość zaangażowania w nie swoich środków – jeśli finansowanie danego etapu rozwoju przyniosło dotychczasowym kapitałodawcom zyski, to firma taka rokuje szanse na dalszy wzrost i warto odkupić jej udziały od dotychczasowego właściciela<sup>91</sup>. Może też wystąpić sytuacja odwrotna – nowym inwestorem chce zostać fundusz, który bardziej optymistycznie ocenia szanse wzrostu przedsiębiorstwa niż dotychczasowy<sup>92</sup>.

Niektórzy menedżerowie funduszy VC/PE starają się unikać tej formy wyjścia, traktując ją jak uznanie, że inny inwestor finansowy (zwłaszcza inny fundusz VC/PE) będzie lepiej zarządzał spółką i będzie ona dla niego źródłem większych przychodów. Jest to podejście ambicjonalne, związane z poczuciem, że mogłoby to źle świadczyć o umiejętnościach menedżerskich, profesjonalizmie i zaradności biznesowej dotychczasowych zarządców. Ale w miarę rozwoju rynku Private Equity działającym na nim menedżerom łatwiej przychodzi zaniechanie ambicjonalnego stosunku do swoich projektów i chętniej decydują się na dezinwestycje przez sprzedaż innym inwestorom finansowym. Wzrost udziału tych transakcji dowodzi dojrzewania rynku, przyczynia się też do zwiększenia płynności rynku i poprawia osiągnięte stopy zwrotu<sup>93</sup>.

Sprzedaż inwestorowi finansowemu jest chętniej akceptowana przez zarząd niż sprzedaż inwestorowi branżowemu, gdzie znacznie większe jest ryzyko utraty

<sup>88</sup> Zob.: J. Wall, J. Smith, *Better Exits...*, s. 10.

<sup>89</sup> K. Arundale, *A Guide...*, s. 46.

<sup>90</sup> Zob.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 142.

<sup>91</sup> Por.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 205.

<sup>92</sup> Zob.: J. Krajewski, *Tani kapitał, czyli jak zdobyć pieniądze dla firmy*, Business Press, Warszawa 1998, s. 171.

<sup>93</sup> Por.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 141.

przez menedżerów ich roli i wpływów, a nawet posady w spółce<sup>94</sup>. Ale i w tym przypadku może dojść do problemów komunikacji między zarządem a nowym inwestorem, jeśli wystąpią odmienne zapatrywania na cele spółki na danym etapie rozwoju<sup>95</sup>.

### 3.5. Sprzedaż pierwotnym właścicielom, zarządowi, pracownikom; *buy-back* i umorzenie

Odsprzedaż osobom ze spółki jest pod względem definicji najbardziej niejednolicie charakteryzowaną w literaturze formą dezinvestycji. Dzieje się tak dlatego, że nabywcami mogą być tu pierwotni udziałowcy (założyciele spółki), menedżerowie (zarząd), pracownicy oraz (jako etap pośredni) sama spółka, przy czym menedżerowie mogą być jednocześnie udziałowcami, ponadto może następować podchodzenie do transakcji wspólnie (np. pierwotni właściciele wraz z zarządem lub menedżerowie razem z szeregowymi pracownikami), może też wystąpić uczestnictwo strony zewnętrznej (np. funduszu PE finansującego transakcję MBO). Do tego dochodzą *buy-back* i umorzenie, instrumenty prawne wykorzystywane przy zbyciu udziałów na rzecz wymienionych nabywców, które również różnie są definiowane w literaturze tematu. Niniejszy punkt zawiera próbę analizy porządkującej te pojęcia.

W rocznikach EVCA kategoria „sprzedaż zarządowi” (*sale to management*)<sup>96</sup> nie ma swego opisu w części poświęconej definicjom i metodologii. Poza tą kategorią nie występuje żadna inna oznaczająca sprzedaż udziałów spółki pozostałym osobom z nią związanym, w szczególności udziałowcom (którzy formalnie nie są tożsami z zarządem). Należy jednak sądzić, że odkupienie udziałów od funduszu VC/PE przez pierwotnych udziałowców (przedsiębiorców, założycieli spółki) również kwalifikowane jest do kategorii „sprzedaż zarządowi”, co potwierdzają inne publikacje EVCA<sup>97</sup>. Za takim wnioskiem przemawia także fakt, że przy inwestycjach VC/PE (zwłaszcza mniejszych i młodszych) pierwotni właściciele są zwykle aktywnymi zarządcami przedsiębiorstwa, więc po dokapitalizowaniu przez fundusz VC/PE nie chcą poprzestać na samym posiadaniu udziałów i trafiają do zarządów spółek (stają się jednocześnie menedżerami). I odwrotnie, nowi menedżerowie przyjmowani do spółki mogą nabywać jej udziały (bezpośrednio lub w wyniku realizacji opcji menedżerskich), stając się jednocześnie współnikami.

<sup>94</sup> Zob.: tamże.

<sup>95</sup> Zob.: P. Zasępa, *Venture capital...*, s. 108.

<sup>96</sup> *EVCA Yearbook 2011, passim*.

<sup>97</sup> Por.: *Guide on Private...*, s. 34; J. Wall, J. Smith, *Better Exits...*, s. 11.

W obu przypadkach przy dezinvestycji tą drogą odkupującymi są udziałowcy będący jednocześnie członkami zarządu.

Wykupy spółek przez menedżerów/pracowników występują w kilku charakterystycznych, dających się wyodrębnić formach. Rozróżnia się zazwyczaj:

- **MBO** (*management-buy-out*, wykup przez menedżerów zarządzających firmą). Menedżerowie dotychczas zatrudnieni w spółce przejmują część udziałów i stają się jej współwłaścicielami. Jeśli już posiadają udziały, to wykup zwiększający ich zaangażowanie nazywa się powtórny (SEMBO, *secondary management-buy-out*). Przy transakcji MBO oprócz wyjścia funduszu PE ze spółki może też nastąpić wycofanie się z niej pierwotnych właścicieli (jeśli to nie oni stanowili zarząd), dla których „oddanie” spółki dotychczasowym zarządcom daje największą pewność, że zachowa ona swój charakter<sup>98</sup>.

- **MBI** (*management-buy-in*, wykup przez menedżerów spoza firmy). Fundusz może zaoferować udziały menedżerom spoza spółki z różnych powodów, np. gdy dotychczasowi zarządcy nie mają środków na wykup lub nie są nim zainteresowani (albo już mają udziały, ale chcą się wycofać ze spółki), bądź też, gdy nie stanowią gwarancji jej dynamicznego rozwoju. Celem MBI może być również odsunięcie od zarządzania obecnej kadry menedżerskiej dla zwiększenia wpływu funduszu PE na działalność spółki (przynajmniej czasowo). Ten typ transakcji niesie ze sobą większe ryzyko niż MBO, bo nowi menedżerowie nie znają spółki tak dobrze, jak dotychczasowi<sup>99</sup>.

- **BIMBO** (MBO+MBI, wykup przez menedżerów ze spółki i spoza niej). Jest to kombinacja dwóch poprzednio opisanych wykupów; menedżerowie ze spółki pozwalają zmniejszyć ryzyko transakcji, a ci z zewnątrz mogą wnieść nową jakość zarządzania, nowe doświadczenia i relacje biznesowe<sup>100</sup>.

- **MEBO** (*management-employee-buy-out*, wykup menedżersko-pracowniczy przez menedżerów zarządzających firmą oraz szeregowych pracowników firmy). Zasady tego wykupu są takie same, jak przy MBO, ale poza wyższą kadrą menedżerską udziały w spółce nabywają również pracownicy niższego szczebla. Może to być bardzo efektywny impuls dla rozwoju spółki<sup>101</sup>.

- **EBO** (*employees buy out*, wykup pracowniczy). Udziały spółki wykupują sami pracownicy<sup>102</sup>. Jak wspomniano, podane przez P. Zasępę tłumaczenie jako „leasing pracowniczy” wydaje się mylące.

Szczególnym typem wykupu jest **public buy out** – grupa menedżerów spółki nabywa pakiet większościowy od funduszu w podmiocie, którego akcje są

<sup>98</sup> Zob.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 115, 142–143.

<sup>99</sup> Zob.: tamże, s. 115, 146–147.

<sup>100</sup> Zob.: tamże, s. 116, 148.

<sup>101</sup> Zob.: tamże, s. 115, 145.

<sup>102</sup> Zob.: P. Zasępa, *Venture capital...*, s. 91.

dopuszczone do publicznego obrotu i notowane na giełdzie papierów wartościowych<sup>103</sup>. Nie umieszczono go w jednym rzędzie z poprzednimi typami wykupów, bo w zasadzie jest to tylko szczególny typ MBO/MBI/BIMBO, wyodrębniany ze względu na specyficzne okoliczności (spółka notowana).

Warto ponownie podkreślić, że oprócz możliwości wymienionych powyżej może jeszcze wystąpić **odspzedaż udziałów pierwotnym właścicielom niebędącym menedżerami** (taka transakcja nie jest żadnym z opisanych wykupów, ale z metodologicznego punktu widzenia należy pamiętać o możliwości jej wystąpienia).

Z omawianą tu formą dezinvestycji wiąże się pojęcie *buy back*, często funkcjonujące jako jej samodzielna nazwa (tak jest np. w statystykach australijskiego urzędu statystycznego<sup>104</sup>). **Buy back** to odkupienie udziałów spółki, przy czym w literaturze różnie wskazuje się podmiot odkupujący – jako samą spółkę, pierwotnych właścicieli (założycieli) lub menedżerów<sup>105</sup>. Słowo „odkupienie” wskazuje na wcześniejsze posiadanie udziałów, które są odkupywane, co występuje w mniej lub bardziej bezpośrednim sensie przy odkupieniu przez założycieli firmy oraz przy odkupieniu przez spółkę (skupienie własnych udziałów). Zastanawiające jest natomiast stosowanie pojęcia *buy back* w odniesieniu do menedżerów (chyba że rozumie się pod tym pojęciem członków zarządu będących jednocześnie pierwotnymi udziałowcami).

Gdy *buy back* dokonany jest bezpośrednio przez udziałowców i/lub menedżerów, wówczas w spółce zmienia się po prostu struktura własności udziałów. Gdy jednak operacji *buy back* dokonuje sama spółka, to skutkiem jest posiadanie przez nią udziałów (akcji) własnych, które mogą być następnie sprzedane innym inwestorom lub umorzone.

**Umorzenie** to drugie pojęcie często wiązane z omawianą tu formą inwestycji. Jego angielski odpowiednik *redemption* jest czasem wymieniany jako zamiennik dla *buy back*<sup>106</sup>, choć niekoniecznie chodzi o tę samą czy nawet powiązaną operację. Spotyka się też rozróżnienie tych pojęć, np. D. Klonowski podaje, że *buy back* to odkupienie przez pierwotnych właścicieli, zaś *redemption* to raczej odkupienie przez spółkę w celu umorzenia<sup>107</sup>.

---

<sup>103</sup> Zob.: tamże.

<sup>104</sup> Zob.: *Venture Capital and Later Stage Private Equity*, publikacja nr 5678.0, 2009–10, Australian Bureau of Statistics, [www.abs.gov.au](http://www.abs.gov.au)

<sup>105</sup> Por.: J. Wall, J. Smith, *Better Exits...*, s. 11, 23; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 179; D. Klonowski, *The Venture Capital...*, s. 249; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 57; M. Wrześniński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 226; K. Sobańska, P. Sierdzan, *Inwestycje...*, s. 116, 150; oraz *ThomsonOne*, baza danych firmy Thomson Reuters, [www.thomsonone.com](http://www.thomsonone.com) (dostęp 26.11.2011).

<sup>106</sup> Zob.: J. Wall, J. Smith, *Better Exits...*, s. 11; P. Tamowicz, *Venture capital...*, s. 53; K. Sobańska, P. Sierdzan, *Inwestycje...*, s. 150.

<sup>107</sup> Zob.: D. Klonowski, *The Venture Capital...*, s. 249–250.

Należy zaznaczyć, że umorzenie akcji może wystąpić w dwóch przypadkach:<sup>108</sup>

- przy wyjściu jednego z inwestorów ze spółki (spółka odkupuje jego udziały, czyli gotówka trafia z kasy firmy do inwestora, zaś spółka wchodzi w posiadanie własnych udziałów, które się umarza, zwiększając procentowe zaangażowanie pozostałych udziałowców); takie umorzenie bywa wykorzystywane jako ekwiwalent wypłacania dywidend, a także jako alternatywa odkupienia udziałów bezpośrednio przez pozostałych udziałowców;
- przy likwidacji spółki (po odpisaniu wartości inwestycji funduszu PE do zera przeprowadza się likwidację spółki i umarza udziały).

Oba warianty są dla funduszu VC/PE możliwością dokonania dezinwestycji; pierwszy oznacza pośrednie sprzedanie spółki innym udziałowcom, drugi zaś – jej likwidację (którą omówiono w dalszej części pracy).

Sfinansowanie transakcji odkupienia udziałów spółki przez pierwotnych udziałowców może być poważnym problemem, bowiem rzadko dysponują oni wystarczającymi środkami do nabycia pakietu kontrolnego. Wykorzystują wówczas dodatkowe źródło kapitału. Wydaje się, że mogą tu wystąpić trzy sytuacje<sup>109</sup>:

- równoległe z nabyciem udziałów mniejszościowych inwestycji dokonuje fundusz VC/PE lub inny inwestor finansowy z zewnątrz;
- pozyskane zostaje finansowanie dłużne na znaczną część nabywanych pakietów; wykup menedżerski ze znacznym udziałem finansowania dłużnego określa się jako wykup lewarowany (*leveraged buyout*, LBO);
- większość udziałów zostaje wykupiona przez samą spółkę, wówczas mniejszościowy dotąd pakiet pozostałych udziałowców staje się pakietem dającym im kontrolę nad spółką (tu wykorzystuje się omówione wcześniej operacje *buy back* i umorzenia); ten wariant z kolei jest możliwy o ile sama spółka generuje wystarczające strumienie gotówkowe.

Warto zauważyć, że z punktu widzenia statystyk dotyczących dezinwestycji w pierwszym przypadku nabywcą jest przede wszystkim inwestor finansowy, a nie menedżerowie czy pierwotni właściciele, zatem transakcja taka (lub odpowiednio duża część jej wartości) wykazana być winna jako „sprzedaż inwestorowi finansowemu” (*secondary purchase*).

Pierwotni właściciele, zarząd i/lub pracownicy to grupa najbardziej związana z przedsiębiorstwem, więc i szczególnie zainteresowana objęciem udziałów upłynnianych przez inwestora VC/PE. Jednakże w przypadku odniesienia sukcesu rynkowego wartość tych udziałów może wzrosnąć na tyle, że przekroczy nie tylko ich własne możliwości finansowe, ale nawet pozyskanie kredytu bankowego bądź innej formy kapitału może się okazać niewystarczające do ich zakupu.

<sup>108</sup> Zob.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 154–155.

<sup>109</sup> Por.: P. Zasępa, *Venture capital...*, s. 109; K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 142.

W efekcie ta forma dezinwestycji bywa niedostępna i konieczne jest skorzystanie z innej<sup>110</sup>. Niemniej jednak jest grupa projektów, które nie rozwinęły się zgodnie z planami, ale funkcjonują stabilnie. To one są w polu szczególnego zainteresowania obu stron. Ich niska rentowność i małe dywidendy zniechęcają nabywców z zewnątrz, natomiast mogą mieć mniejsze znaczenie dla menedżerów i właścicieli pracujących w zarządzie lub organach nadzoru, jeśli osiągną w ten sposób zadowalające wynagrodzenie. Może to być wystarczającym czynnikiem motywującym ich do przejęcia pełnej kontroli nad firmą<sup>111</sup>.

Łatwo zauważyć, że z punktu widzenia funduszu VC/PE ta forma wyjścia nie jest szczególnie korzystna. Była ona historycznie częstą drogą dezinwestycji dla inwestorów pasywnych, jak i dla wszystkich inwestorów VC/PE, gdy inne drogi zawiodły. Jest to zwykle rezultat słabych wyników spółki portfelowej, skutkujących brakiem zainteresowania potencjalnych nabywców, lub też konsekwencja braku akceptacji zarządu lub właścicieli większościowych mniejszych spółek dla sprzedania ich innym podmiotom. Jest to zdecydowanie mało pożądana forma wyjścia, głównie z powodu braku konkurencji po stronie nabywców, których silna pozycja przetargowa skutkuje niską ceną sprzedaży<sup>112</sup>. Mimo to wskazuje się, że odkupienie spółki przez zarządzających staje się coraz bardziej efektywną formą dezinwestycji, atrakcyjną dla obu stron, gdy spółka gwarantuje regularne przepływy gotówkowe i może zmobilizować wystarczające środki pożyczkowe<sup>113</sup>.

### 3.6. Nietypowe formy dezinwestycji

Oprócz typowych form dezinwestycji występują też formy rzadko spotykane lub specyficzne z innych powodów. Przykłady takich nietypowych sposobów dezinwestycji scharakteryzowano poniżej.

**Splata uprzywilejowanych udziałów/pożyczek** (*repayment of preference shares/loans*) to kategoria stosowana przede wszystkim w rocznikach EVCA (także AVCAL). Jeśli firma Private Equity udzieliła pożyczki lub nabyła akcje uprzywilejowane w momencie inwestycji, to ich spłata następująca zgodnie z harmonogramem spłat oznacza zmniejszanie finansowego zaangażowania firmy w spółkę

---

<sup>110</sup> Zob.: P. Głodek, M. Pietraszewski, M. Martin, *Finansowanie projektów innowacyjnych*, [w:] K. B. Matusiak, E. Stawasz, A. Jewtuchowicz, *Zewnętrzne determinanty rozwoju innowacyjnych firm*, Katedra Ekonomii Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2001, s. 232; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 57.

<sup>111</sup> J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 179.

<sup>112</sup> J. Wall, J. Smith, *Better Exits...*, s. 11.

<sup>113</sup> *Guide on Private...*, s. 34.



portfelową, czyli dezinwestycję<sup>114</sup>. Charakterystyczne jest, że za dezinwestycję uznaje się tu również spłatę instrumentów o charakterze dłużnym.

**Spłata cichych udziałów** (*repayment of silent partnership*) również jest kategorią specyficzną dla roczników EVCA. Ciche udziały należą do instrumentów finansowych zwanych *mezzanine*. Są one podobne do długoterminowej pożyczki bankowej, ale – w przeciwieństwie do niej – cichy udział jest przedmiotem klauzuli podporządkowującej (*subordination clause*), zgodnie z którą w przypadku niewypłacalności wszyscy inni wierzyciele są spłacani przed cichymi udziałowcami. Spółka musi spłacić cichych udziałowców, zapłacić odsetki i w miarę możliwości także premię od zysków (*profit-related compensation*). Klauzula podporządkowująca daje tej formie finansowania status kapitału udziałowego, pomimo jego dłużnego charakteru. Ten instrument finansowy jest często stosowany w Niemczech<sup>115</sup>. Także ta forma dezinwestycji (podobnie jak poprzednia) dotyczy spłaty nietypowego, bo dłużnego zaangażowania funduszy VC/PE w spółkę portfelową. Warto również zaznaczyć, że występujące tu określenie „ciche udziały” ma inne znaczenie niż określone w polskim prawodawstwie.

Australijski urząd statystyczny (Australian Bureau of Statistics) stosuje kategorię **opuszczenie branży Venture Capital / Private Equity** (*left the industry*). Zaliczane są tu przede wszystkim dwie sytuacje:

- fundusz lub firma VC/PE przenosi się za granicę (przestaje być rezydentem Australii) – odtąd działalność tego podmiotu, włącznie z jego niezakończonymi inwestycjami, dla potrzeb statystycznych traktowana jest jak opuszczenie (krajowej) branży VC/PE,

- fundusz lub firma VC/PE zostaje zlikwidowana, choć spółki portfelowe mogą działać dalej (jest to odrębna sytuacja od likwidacji spółki portfelowej).

W początkowych latach urząd obejmował badaniem tylko sektor Venture Capital, wówczas do kategorii „opuszczenie branży VC” zaliczano też przejście podmiotu do branży późniejszych faz PE (*Later Stage Private Equity*), potem jednak zakres badań rozszerzono także na fazy późniejsze, w wyniku czego ta kategoria przestała funkcjonować<sup>116</sup>. Łatwo zauważyć, że to kategoria niestanowiąca *de facto* dezinwestycji, lecz służąca poprawnemu prowadzeniu statystyk.

Mimo że NVCA nie bada innych form dezinwestycji poza M&A i IPO, to w definicjach podawanych przez jej roczniki pod hasłem *exit strategy* podano,

<sup>114</sup> *EVCA Yearbook 2011...*, s. 10; *2011 Yearbook Australian Private Equity...*, s. 26, [www.avcal.com.au](http://www.avcal.com.au)

<sup>115</sup> *EVCA Yearbook 2011...*, s. 10; szerzej o specyfice instytucji „cichego wspólnika” zobacz: A. Kornasiewicz, *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 148–149.

<sup>116</sup> *Venture Capital and Later Stage Private Equity*, publikacja nr 5678.0, 2001–02, Australian Bureau of Statistics, [www.abs.gov.au](http://www.abs.gov.au) (dostęp 11.02.2012) oraz wyjaśnienia otrzymane drogą mejlową bezpośrednio z ABS dn. 14.02.2012.

że alternatywą dla tych dwóch metod jest **rekapitalizacja** (*recapitalisation*), czyli zwiększenie finansowania dłużnego (*releverage*) i następnie **wypłacenie dywidend** udziałowcom<sup>117</sup>. Nie musi to oznaczać całkowitego wyjścia z inwestycji, ale ma jego cechy z powodu odzyskiwania środków pieniężnych wniesionych do spółki.

Nietypową formą wyjścia jest **połączenie z innym przedsiębiorstwem** (*merger with another business*), polegające na fuzji spółki portfelowej funduszu z inną spółką. W zasadzie nie jest to dezinwestycja, bo fundusz nie pozbywa się swoich udziałów, a jedynie podejmuje działanie, które ma do tego doprowadzić. Taką operację stosuje się bowiem wobec mniej udanych projektów, dla których połączenie z inną firmą może być szansą na zwiększenie wartości posiadanej spółki. W nowo powstałym podmiocie fundusz ma relatywnie mniejszy udział, często również znacząco ograniczone prawa korporacyjne. Możliwości zbycia pakietu również nie są duże, mogą nawet ograniczyć się jedynie do oferty ze strony połączonego przedsiębiorstwa, które wówczas dyktuje cenę, dlatego ta droga dochodzenia do sprzedania udziałów jest stosowana, gdy inne nie są możliwe<sup>118</sup>.

Inną nietypową i mało znaną formą upłynnienia portfela funduszu VC/PE jest **sekurytyzacja**. Operacja jest trzystopniowa:

1) aktywa funduszu (dłużne lub udziałowe) sprzedawane są tzw. specjalnej spółce celowej (SPV – *special purpose vehicle*), która powinna być przez dostarczyciela aktywów zabezpieczona przed ryzykiem niewypłacalności,

2) emitowane są negocjowalne papiery wartościowe (*negotiable securities*, np. CDO – *collateralized debt obligations*) zabezpieczone aktywami SPV,

3) przeprowadza się sprzedaż inwestorom wyemitowanych walorów.

Oprócz zapewnienia płynności funduszowi sekurytyzacja umożliwia też pośrednie uczestnictwo w rynku VC/PE szerokiemu gronu inwestorów (którzy normalnie nie inwestują bezpośrednio w ten typ aktywów), zwiększając możliwości podnoszenia stóp zwrotu i dywersyfikowania ryzyka na rynku<sup>119</sup>.

### 3.7. Likwidacja/upadłość

W rocznikach EVCA ta forma wyjścia określona jest jako *write-off* – jest to całkowity lub częściowy odpis księgowy zmniejszający wartość spółki portfelowej do zera lub do kwoty symbolicznej (sprzedaż po wartości nominalnej), czego konsekwencją jest wyjście z inwestycji lub redukcja posiadanych udziałów. Wartość

<sup>117</sup> NVCA Yearbook 2011, s. 62.

<sup>118</sup> Zob.: D. Klonowski, *The Venture Capital...*, s. 242, 250.

<sup>119</sup> Szerzej zob.: Z. Mikdashi, *Progress-Driven Entrepreneurs, Private Equity Finance and Regulatory Issues*, Palgrave Macmillan 2010, s. 111–117.

inwestycji jest eliminowana, a stopa zwrotu dla inwestorów wynosi całkowicie lub prawie  $-100\%$ <sup>120</sup>.

W literaturze polskiej przyjęło się używanie tłumaczenia „likwidacja”, choć oryginalnie ma ono nieco szersze znaczenie. Likwidacja polega na upłynianiu majątku spółki – rozwiązanie to jest uzasadnione, gdy suma wartości poszczególnych składników majątkowych przedsiębiorstwa sprzedawanych osobno (ziemia, budynki, maszyny, samochody) jest większa niż przedsiębiorstwo jako całościowy organizm<sup>121</sup>. Tymczasem angielskie *write-off* jest kategorią rachunkową, oznaczającą zmniejszenie w księgach handlowych wartości inwestycji w spółkę, niekoniecznie równoczesne z likwidowaniem majątku. Pojęcie „likwidacja” może też być używane w bardziej potocznym rozumieniu – jako zakończenie, zamknięcie biznesu/inwestycji, co chyba nawet lepiej odpowiada terminowi *write-off* niż „likwidacja” w sensie prawno-ekonomicznym.

Warto również podkreślić możliwość wystąpienia upadłości (*bankruptcy*), potocznie zwanej bankructwem, które jest regulowane prawnie i jest stanem odmiennym (w zasadzie węższym) od likwidacji; likwidacja polega na wyprzedawaniu aktywów spółki, zaś bankructwo następuje, gdy doszło do trwałej niemożności wypełniania swoich zobowiązań finansowych lub też istnienia trwałej nadwyżki zobowiązań nad aktywami<sup>122</sup>. Bankructwo powoduje konieczność likwidacji (wyprzedaży) majątku, ale likwidacja niekoniecznie musi wynikać z bankructwa.

Oczywiście ta forma dezinvestycji jest dla funduszu VC/PE najgorszym scenariuszem zakończenia inwestycji. Można tu wyróżnić, choć nie ściśle, trzy sytuacje odmienne z punktu widzenia zwrotu z inwestycji<sup>123</sup>:

1) utrata całego zainwestowanego kapitału; kiedy wyniki spółki portfelowej są tak złe, że nie widzi się szans na wyjście z problemów, fundusz stosuje odpis księgowy – obniżenie wartości inwestycji do zera (*write-off*) i inwestycję uznaje się za zakończoną ze stuprocentową stratą; zdarza się, że mimo to spółka jednak poprawia wyniki, przynosząc potem zysk funduszowi, który jednak, zgodnie z restrykcyjnymi standardami rachunkowymi, ujawniany jest dopiero po faktycznym jego zrealizowaniu;

2) częściowe odzyskanie kapitału przez likwidacyjną wyprzedaż aktywów spółki; przychód uzyskany ze spieniężenia aktywów, pomniejszony o zobowiązania konieczne do spłacenia i następnie podzielony między udziałowców (w tym fundusz), zwykle nie przewyższa poniesionych wcześniej wydatków na inwestycję,

<sup>120</sup> *EVCA Yearbook 2011...*, s. 10; podobne brzmienie ma definicja w roczniku *AVCAL: 2011 Yearbook Australian Private Equity...*, s. 26, [www.avcal.com.au](http://www.avcal.com.au)

<sup>121</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 57.

<sup>122</sup> Zob.: M. Wrześniński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 226, 228; D. Klonowski, *The Venture Capital...*, s. 252.

<sup>123</sup> Por.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 151–155.

dlatego ta forma przynosi tylko częściowe odzyskanie nakładów i ostatecznie ujemną stopę zwrotu;

3) zysk z likwidacji – w szczególnych przypadkach wyprzedaż majątku może być na tyle korzystna, że pozwala zrealizować ostatecznie dodatnią stopę zwrotu; wskazuje się nawet inwestycje o z góry przewidzianym końcu ich opłacalności, wówczas likwidacja jest elementem strategii całej inwestycji (przy czym wydaje się oczywiste, że na stopę zwrotu składają się głównie zyski wypracowane w trakcie realizacji biznesu, a likwidacja jest tylko korzystnym jej podsumowaniem).

Poza nielicznymi wyjątkami konieczność zakończenia inwestycji przez likwidację uznaje się za porażkę inwestora. Istotnym problemem jest przy tym kwestia psychologiczna i ambicjonalna – zarządzający kapitałem VC/PE zwlekają z likwidacją albo nawet dążą do wtórnego dofinansowania nierokującej spółki, ponieważ chcą uniknąć „przyznania się” do niepowodzenia lub wbrew faktycznym przesłankom wierzą, że słabe wyniki są przejściowe i że spółka przyniesie jeszcze satysfakcjonujący zysk. W takich dążeniach sojusznikami osób zarządzających funduszem PE są menedżerowie samej spółki portfelowej, którym tym bardziej zależy na utrzymaniu funkcjonowania przedsiębiorstwa, bo daje im ono posadę, oraz na uniknięciu otrzymania etykiety menedżera firmy, która upadła. Dodatkowym czynnikiem skłaniającym inwestorów VC/PE do dokapitalizowania słabej spółki bywa myślenie o wcześniej poniesionych, nieodzyskiwalnych nakładach; przeciw temu błędnemu podejściu wysuwa się zasadę ignorowania kosztów poniesionych (*ignore the sunk cost*), według której celowość podtrzymywania spółki ocenia się tylko z perspektywy porównania dwóch wariantów prognozy – z dofinansowaniem i bez<sup>124</sup>.

## 4. Struktura dezinwestycji w wybranych państwach

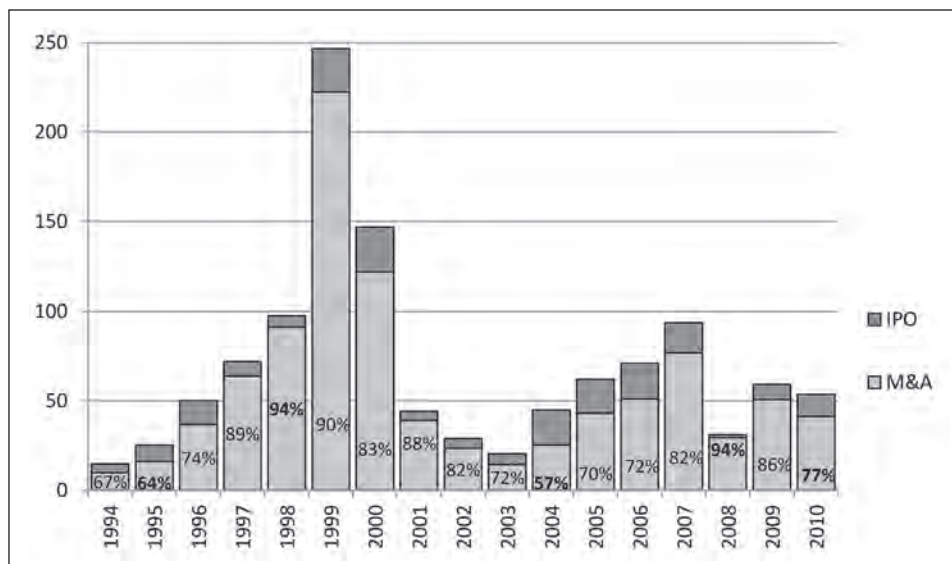
Konsekwentnie do przyjętej w całej pracy optyki w niniejszym punkcie przedstawiono trendy wartości i struktury dezinwestycji przeprowadzanych na głównych rynkach VC/PE na świecie, tj. w USA, Wielkiej Brytanii, Francji, Niemczech i Australii. Zrezygnowano z prezentowania struktury dla całej Europy, ponieważ w przeważającym stopniu determinuje ją udział wartości dezinwestycji wymienionych trzech krajów europejskich; w badanym okresie (1991–2010) zazwyczaj był on wyższy niż 75% i tylko dwukrotnie (lata 2008, 2009) zszedł poniżej 70%. Dla państw azjatyckich nie zbadano struktury dezinwestycji z powodu braku danych (wyjaśnienie powodów podano m.in. w punkcie 5.1 niniejszego rozdziału). Należy również wspomnieć o różnicy metodologicznej – *ThomsonOne* w swoich staty-

---

<sup>124</sup> Zob.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 152–154.

stykach (tu: dla USA) podaje wartości wyjść według cen zbycia (czyli łącznie z zyskiem zbywcy), zaś EVCA oraz ABS (Australijski Urząd Statystyczny) przedstawia dezinwestycje według wartości nakładów poniesionych na sprzedawaną spółkę (bez zysku).

Tendencje w zakresie wyjść z inwestycji Private Equity w wybranych państwach przedstawiają wykresy 22–26.



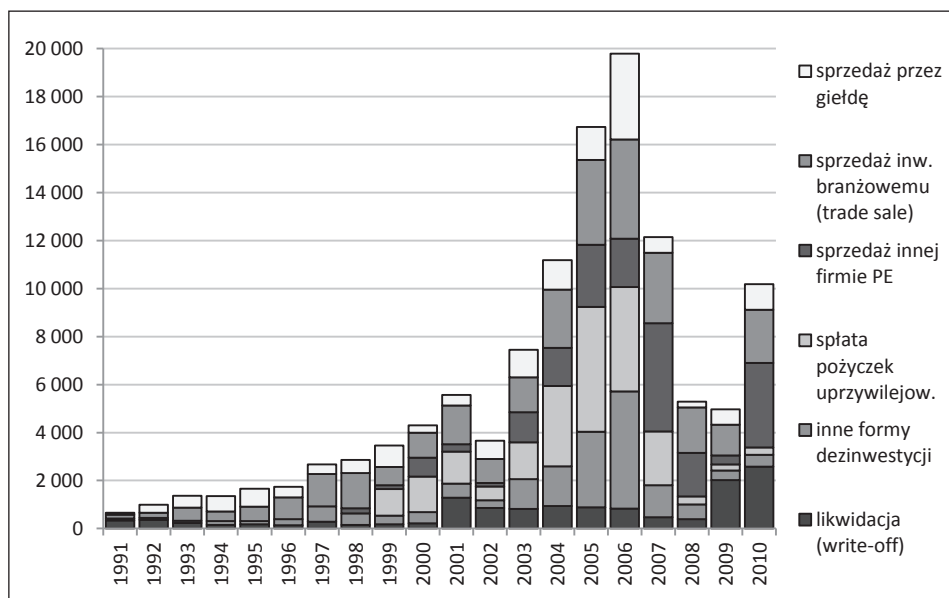
Wykres 22. Wartość wyjść z inwestycji Private Equity w USA w latach 1994–2010 w podziale na IPO i M&A (w mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *ThomsonOne*, [www.thomsonone.com](http://www.thomsonone.com), bazy danych firmy Thomson Reuters (dostęp 14.09.2011)

Z wykresu 22 wynika, że w całym zaprezentowanym okresie dominującą formą wyjść z inwestycji PE w USA były fuzje i przejęcia (M&A), których udział w łącznej wartości dezinwestycji wahał się między 57% (2004 r.) a 94% (lata 1998, 2008). Należy nadmienić, że udział ten jest niedoszacowany, ponieważ o ile wartości IPO są jawne dla wszystkich transakcji, to część transakcji M&A monitorowanych przez *ThomsonOne* nie ma ujawnionych wartości, przez co łączna wartość fuzji i przejęć w tych statystykach jest niższa niż rzeczywiście zrealizowana. Potwierdza to zdecydowaną dominację tej formy wyjść nad konkurencyjną (przez giełdę).

Po corocznych wzrostach rekordową wartość dezinwestycji (247 mld USD) odnotowano w roku 1999, czyli w kulminacyjnym okresie bańki internetowej, choć – co ciekawe – kojarzona jest ona przede wszystkim z podbijaniem wycen spółek

na giełdach, a tymczasem udział wartości wyjść tą drogą był wyjątkowo niski, wyniósł 6% w roku 1998 i zaczął rosnąć dopiero od roku 1999, by w 2004 r. osiągnąć najwyższy w prezentowanym okresie poziom 43%. Na ten okres przypada również drastyczny spadek wartości dezinwestycji, pęknięcie bańki zredukowało je z 247 do 44 mld USD w dwa lata i do 20 mld USD w dwa następne. W okresie 2004–2007 rośnie zarówno łączna wartość wyjść, jak i udział fuzji i przejęć, trend ten zostaje przerwany przez kryzys, którego pochodną jest spadek dezinwestycji do 31 mld USD, w tym tylko 6% przez giełdę. Ostatnie lata przynoszą balansowanie między optymizmem a niepewnością, jak można sądzić z umiarkowanych, lecz stabilnych wartości wyjść (59 i 54 mld USD); wyraźny jest wzrost zainteresowania drogą giełdową (wzrost udziału do 23%). W roczniku NVCA podkreśla się znaczny potencjał stłumionego popytu na wyjścia ze spółek dofinansowanych przez Venture Capital w czasie bańki technologicznej i krótko po niej, które do tej pory nie miały możliwości wejścia na giełdę<sup>125</sup>.



Wykres 23. Wartość wyjść z inwestycji Private Equity w Wielkiej Brytanii w latach 1991–2010 w podziale na poszczególne sposoby wyjść (w mln EUR)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z EVCA (plik z danymi otrzymano bezpośrednio z EVCA 12.08.2011)

Jak wynika z wykresu 23, bańka internetowa miała o wiele słabszy wpływ na skłonność do wychodzenia z inwestycji w Wielkiej Brytanii niż w USA; war-

<sup>125</sup> NVCA Yearbook 2011, s. 49.

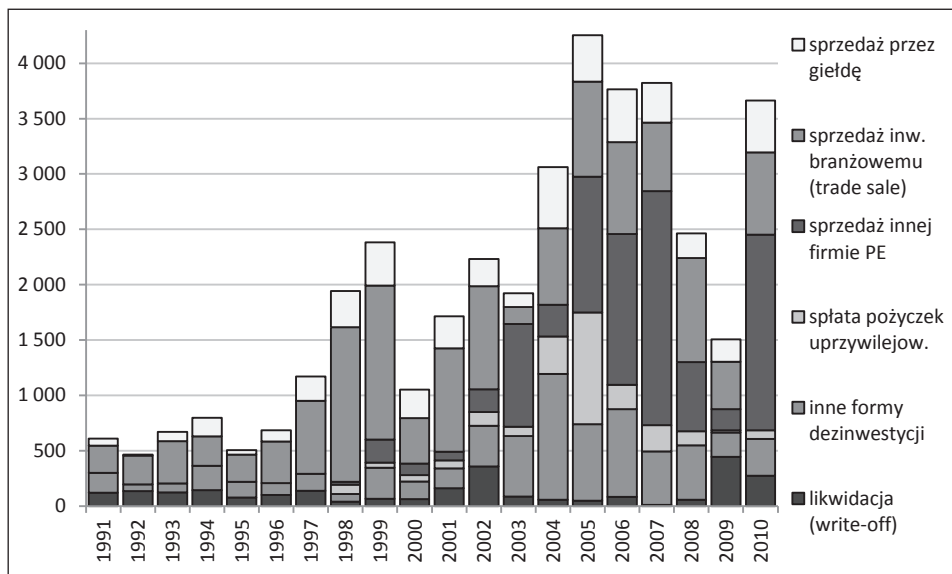
tość dezinvestycji, co prawda, rosła do roku 2001, po czym nastąpił spadek, ale dynamika tych zmian jest bez porównania mniejsza niż na rynku amerykańskim. Należy jednak pamiętać o wspomnianej różnicy metodologicznej – w rocznikach EVCA dezinvestycje podawane są według wartości nakładów, a nie sprzedaży, jak w USA (można się domyślać, że ceny sprzedaży cechuje większa zmienność koniunkturalna niż nakłady inwestycyjne). Z kolei ogromna dynamika wartości wyjść wystąpiła w okresie 2003–2006 (w odróżnieniu od rynku amerykańskiego), w 2006 r. osiągnięta została rekordowa wartość prawie 20 mld EUR. W czasie kryzysu odnotowano spadek do niecałych 5 mld EUR, ale rok 2010 przynosi podwojenie tej kwoty, sugerując, że inwestorzy w Europie (których największa reprezentacja działa właśnie w Wielkiej Brytanii) wykazali znaczny wzrost skłonności do realizowania zysków ze swoich projektów, czego nie można powiedzieć o inwestorach z USA.

Struktura brytyjskiego rynku wyjść z inwestycji Private Equity wykazuje znaczne zróżnicowanie i zmiany w czasie. Wyjście poprzez giełdę dominowało w połowie lat 90. (47% wartości wyjść w roku 1994 i 45% w 1995), odkąd stopniowo traci na znaczeniu (5–13% w ostatnich 4 latach). W okresie 1996–1998 „królowały” transakcje *trade sale*, generując ponad 50% wartości wyjść, od 1999 r. ich udział jest mniejszy, ale stabilny i nadal znaczny (ponad 20% w każdym roku, do 36% w roku 2008). W okresie 1999–2006 główną konkurencją dla sprzedaży inwestorowi branżowemu była spłata pożyczek uprzywilejowanych, kategoria wcześniej niewyodrębniana (jej udział czterokrotnie przekroczył 30% w tym okresie). Udział tej formy wyjścia bardzo spadł w ostatnich trzech latach (w 2010 wyniósł 3%). Dużą popularność zyskuje natomiast sprzedaż innym firmom Private Equity (w 2010 udział 35%, największy z wszystkich kategorii). Znaczne rozmiary rynku wtórnego są przejawem wysokiego zaawansowania rozwoju rynku Private Equity w Wielkiej Brytanii.

Dla czytelności wykresu do kategorii „inne formy dezinvestycji” włączono również te, które w całym prezentowanym okresie miały niewielki udział w łącznej wartości wyjść, tj. sprzedaż instytucji finansowej (maks. 8%, rok 2003), sprzedaż zarządowi (maks. 4%, rok 2003) oraz spłata cichych udziałów (wystąpiła tylko w 2009 r. z udziałem praktycznie zerowym).

Likwidacje, odzwierciedlające skalę porażek na rynku, w prezentowanym okresie rzadko przekraczały 10% wartości wyjść, były jednak trzy okresy ich wzmożonego występowania: 1) lata 1991–1992 (były wtedy dominujące, odpowiednio 51% i 37% wartości dezinvestycji); 2) lata 2001–2002, czyli okres po pęknięciu bańki internetowej (23–24% wartości wyjść) i 3) lata 2009–2010 (udział 41% i 25%), co może być przejawem odroczonego w czasie decyzji o zamknięciu projektów, które nie oparły się kryzysowi, jaki nastąpił po roku 2007.





Wykres 24. Wartość wyjść z inwestycji Private Equity we Francji w latach 1991–2010 w podziale na poszczególne sposoby wyjść (w mln EUR)

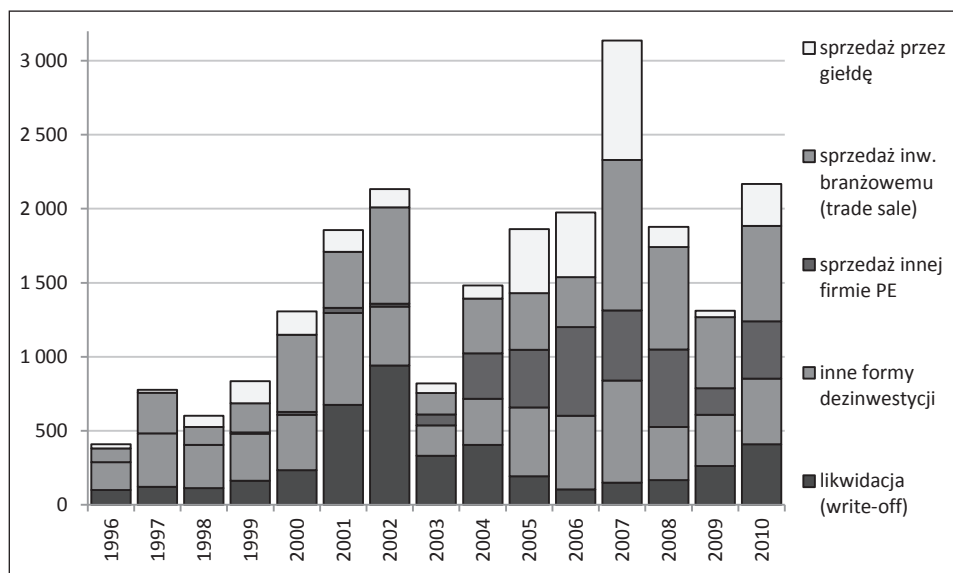
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z EVCA (plik z danymi otrzymano bezpośrednio z EVCA 12.08.2011)

W porównaniu z Wielką Brytanią francuski rynek wyjść (wykres 24) ma 2–4 razy mniejsze rozmiary, a pęcznienie i pęknięcie bańki internetowej odbiło się na nim wyraźniej i o dwa lata wcześniej (szczyt wartości dezinvestycji w 1999 r.). Wcześniej też odnotowano tu rekordową wartość (2005: 4,25 mld EUR) i silniejsze jest ożywienie działalności dezinvestycyjnej w roku 2010 – charakteryzuje to wzrost wartości transakcji o 143% wobec poprzedniego roku.

Struktura wartości dezinvestycji francuskich jest bardziej skoncentrowana niż brytyjskich. Sprzedaż inwestorowi branżowemu dominowała przez wiele lat, aż do 2002 r. (udział wahał się od 33% do 72%), od tego czasu przegrywa najczęściej ze sprzedażą innej firmie PE, która w niektórych latach (2003, 2007, 2010) generuje nawet połowę całej wartości wyjść (zatem i we Francji rozwinął się szeroki rynek typu *secondary*). Wobec tych dwóch form wartość wyjść przez giełdę ma poślednie znaczenie, zmarginalizowane w ostatnich 6 latach do zakresu 9–13%. Spłata pożyczek uprzywilejowanych zaznaczyła się mocniej tylko raz (2005 r.), z udziałem 24%, po czym pozostaje na niskim (i malejącym) poziomie. Tu również potraktowano jak „inne” kategorie o małym udziale: sprzedaż instytucji finansowej (maks. 11%, rok 2008), sprzedaż zarządowi (maks. 12%, rok 2005) oraz spłata cichych udziałów (do 2%).

Likwidacje we Francji stanowiły zwykle mniejszy odsetek niż w Wielkiej Brytanii, zaś ich nasilenie wystąpiło w podobnych okresach: na początku lat 90.

(20–30% wartości wszystkich wyjść), po bańce internetowej (szczytowy udział 16% w 2002 r.) i 2009 r. (aż 30% łącznej wartości dezinwestycji). W roku 2010 jednocześnie ze wzrostem ogólnej wartości wyjść spadła kwota odpisów likwidacyjnych, przez co ich udział obniżył się gwałtownie, bo do 7%.



Wykres 25. Wartość wyjść z inwestycji Private Equity w Niemczech w latach 1996–2010 w podziale na poszczególne sposoby wyjść (w mln EUR)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z EVCA (plik z danymi otrzymano bezpośrednio z EVCA 12.08.2011)

Zilustrowany wykresem 25 trend wartości dezinwestycji w Niemczech jest oczywiście podobny do dwóch omówionych poprzednio, przy czym negatywne skutki pęknięcia bańki internetowej dało się odczuć dość późno – w roku 2002 wystąpiła najwyższa wartość projektów likwidowanych, a drastyczny spadek łącznej wartości wyjść przypadł na rok 2003. Rekordową wielkość dezinwestycji wykazano w roku 2007 (później niż we Francji czy Wielkiej Brytanii), a ożywienie w roku 2010 nie jest tu tak silne (przyrost wartości wyniósł 65%).

W badanej strukturze najbardziej rzuca się w oczy wysoki odsetek wartości projektów likwidowanych – oscylował on wokół 20% w latach 1996–2000 i wokół 40% w latach 2001–2003, była to wówczas dominująca forma zamykania inwestycji. Zdecydowanie niekorzystnie świadczy to o efektywności funduszy działających wówczas w Niemczech. Od 2006 r. odsetek ten jest zbliżony do odnotowanego w Wielkiej Brytanii, a w dwóch ostatnich latach choć ponownie rośnie (20% i 19%), to już nie do tak wysokich poziomów, jak na rynku brytyjskim.

Pośród form preferowanych bardzo wyraźna jest dominacja sprzedaży inwestorowi branżowemu, wskaźnik udziału waha się w całym przedstawionym okresie między 17% (2006 r.) a 40% (2000 r.). Na krótko transakcje *trade sale* utraciły prymat na rzecz najpierw giełdy (23% w 2005 r.), potem sprzedaży innej firmie PE (30%, 2006 r.), by w następnych latach znowu stać się najpopularniejszą formą „zbierania plonów” z inwestycji. W 2010 r. proporcje trzech głównych form wyjść znowu się zbliżyły, ale wciąż z przewagą *trade sale* (30%) nad sprzedażą innej firmie PE (18%) i giełdą (13%).

Pozostałe kategorie, włączone do grupy „inne”, wykazały udziały niskie i dość stabilne: spłata pożyczek uprzywilejowanych maks. 13% (2007 r.), sprzedaż rządowi maks. 13% (2009 r.), sprzedaż instytucji finansowej maks. 11% (2002 r.) i spłata cichych udziałów maks. 6% (2009 r.).

Charakterystycznym zjawiskiem na europejskim rynku Private Equity jest znaczący wzrost znaczenia rynku wtórnego (*secondary market*), który w dezinvestycjach przejawia się dużym udziałem sprzedaży spółek innym firmom PE. Transakcje te stały się trzecią, bardzo konkurencyjną formą wyjść obok *trade sales* i giełdy. Największy wzrost aktywności funduszy typu *secondary* wystąpił w ostatnim kwartale 2010 r. Rocznik EVCA tłumaczy to posiadanymi przez fundusze PE znacznymi zasobami wolnych środków gotowych do wykorzystania (ang. slang. *dry powder*), które w ostatnich latach wypuszczono na rynek<sup>126</sup>. Warto zauważyć, że zjawisko to napędza zarówno rynek wyjść, jak i rozmiary nowych inwestycji (dezinvestycja jednego funduszu PE jest nowym nakładem dla innego).

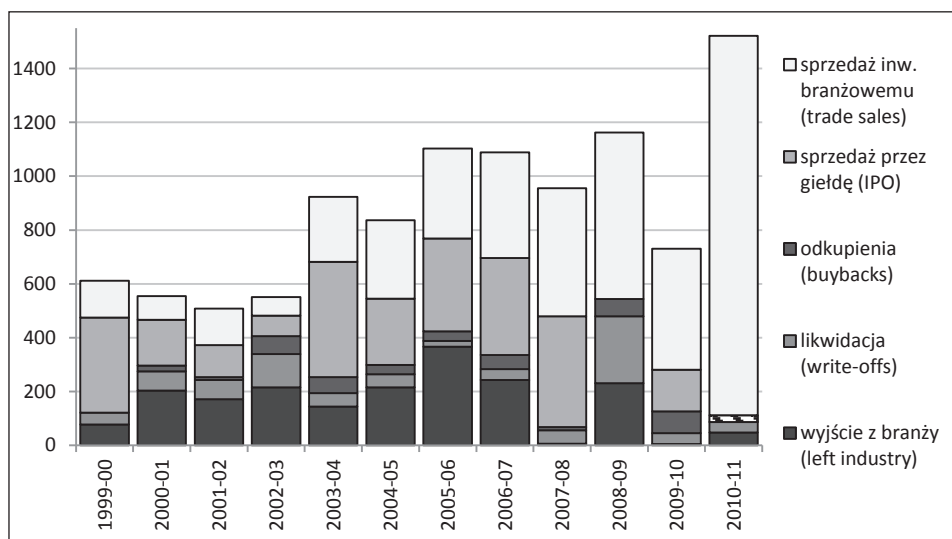
Dane o wartości i strukturze wyjść w Australii, przedstawione na wykresie 26, pokazują, że od roku fiskalnego 2001/2002 (czyli niedługo po pęknięciu bańki internetowej) notuje się na tamtejszym rynku wyraźny trend wzrostowy wartości dezinvestycji. Rekordowy jest ostatni rok fiskalny (2010/2011), w którym odnotowano wyjścia z inwestycji na kwotę 1,5 mld AUD. Ze względu na specyfikę statystyk (okresem jest rok fiskalny trwający od 1 lipca do 30 czerwca) dane australijskie wybiegają o pół roku w przód w porównaniu z innymi źródłami i tak wysoka wartość wyjść w końcówce badanego okresu okazała się prognostykiem podobnego ożywienia w innych krajach (dane europejskie potwierdziły wzrosty w 2011 r.).

Co do struktury, to do roku fiskalnego 2007/2008 udział wyjść przez giełdę w sumie wartości dezinvestycji wahał się znacznie, bo między 14% (2002/2003) a 58% (1999/2000), ale była to w tym okresie forma wyjścia przeważająca lub przynajmniej nie mniej znacząca niż sprzedaż inwestorowi branżowemu (wahania w przedziale 13–50%). Od roku fiskalnego 2008/2009 dominacja *trade sales* staje się jednoznaczna (udział rośnie, osiągając na koniec badanego okresu poziom

---

<sup>126</sup> EVCA Yearbook 2011..., s. 7.

93%), podczas gdy odsetek wyjść przez giełdę spada do minimalnych poziomów (w roku fiskalnym 2010/2011 łącznie z kategorią *buybacks* było to jedynie 2% całej wartości dezynwestycji). Odkupienia (*buybacks*) stanowią niewielki odsetek wartości wyjść (maks. 12%, rok fiskalny 2002/2003). Stosunkowo dużą wartość likwidacji odnotowano w początkowych latach przedstawionego okresu (udział rósł, osiągając 22% w roku fiskalnym 2002/2003; ponownie możemy się domyślać skutków bańki internetowej), po czym oscylował około 5%, z wyjątkiem roku fiskalnego 2008/2009, kiedy sięgnął 21% (zapewne skutek ogólnoświatowego spowolnienia gospodarczego).



Wykres 26. Wartość wyjść z inwestycji Private Equity w Australii w latach 1999–2011 w podziale na poszczególne sposoby wyjść (w mln AUD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Venture Capital and Later Stage Private Equity*, publikacje nr 5678.0 (2009–2010) i 5678DO001 (2010–2011), Australian Bureau of Statistics, [www.abs.gov.au](http://www.abs.gov.au) (dostęp 11.02.2012)

Charakterystyczną dla statystyk australijskich kategorią jest „opuszczenie branży” (*left industry*), które obejmuje zwłaszcza przeniesienia funduszy za granicę oraz rozwiązania funduszy, ale bez zamykania ich spółek portfelowych (szerzej o tym w punkcie 3.6 tego rozdziału). Udział tego sposobu wyjścia często sięgał wysokich poziomów (np. ponad 30% w latach fiskalnych 2000–2003 i w roku fiskalnym 2005/2006), ale wykazuje trend malejący (ostatnie dwa lata – nie więcej niż 3%). Może to świadczyć o poprawie warunków inwestycyjnych w Australii, skoro rzadziej dochodzi do „ucieczki” funduszy z kraju czy ich rozwiązania przed realizacją zysków.

## 5. Koniunktura giełdowa a preferowane metody dezynwestycji – badanie empiryczne

### 5.1. Przesłanki badanej hipotezy 3

Do zbadania w tym rozdziale postawiono następującą hipotezę 3:

**Słonność do preferowania wyjść z inwestycji VC/PE poprzez giełdę w porównaniu z innymi formami dezynwestycji (mierzona stosunkiem wartości wyjść przez giełdę do wartości wyjść innymi metodami) jest dodatnio skorelowana z koniunkturą giełdową.**

Innymi słowy zakłada się, że dobra koniunktura na giełdach powoduje wzrost popularności dezynwestycji przez giełdę względem innych form wyjścia, zwłaszcza *trade sale* i *vice versa*. Przekonanie takie pojawia się w wielu publikacjach dotyczących tematu<sup>127</sup>. W szczególności wskazuje się, że wyjście przez wprowadzenie spółki portfelowej na giełdę w okresach dekoniunktury może zakończyć się niepowodzeniem lub być drogą zupełnie niedostępną. Z kolei w czasie dobrej koniunktury wyjście tą drogą może okazać się bardzo zyskowne, hossa może nawet skłonić fundusz do „złapania okazji” w postaci wysokich wycen i wyjścia z inwestycji wcześniej niż pierwotnie planowano. Takie praktyki występowały podczas hossy pod koniec lat 90., przyczyniając się do narastania bańki internetowej, co stało się potem przedmiotem krytyki<sup>128</sup>. Niezależnie od etycznej oceny tego zjawiska, z ekonomicznego punktu widzenia potwierdza to założenie, że słonność do wyjścia drogą IPO jest tym wyższa, im lepsza trwa koniunktura giełdowa. Z racji jej zmienności inwestorzy VC/PE zabezpieczają się, określając w umowie inwestycyjnej oprócz tej formy wyjścia (jako preferowanej) także inne opcje, z których będą mogli skorzystać, gdy na rynku zapanuje *bessa*<sup>129</sup>.

P. Zasepa zauważa też, że do 1996 r. najpopularniejszym sposobem wyjścia z inwestycji w USA była pierwsza oferta publiczna (IPO), zaś w następnych latach te proporcje zmieniały się na rzecz większego udziału sprzedaży inwestorom strategicznym. Od 1998 r. transakcje M&A zaczęły znacząco przewyższać transakcje IPO zarówno pod względem wartościowym, jak i ilościowym. Zdaniem tegoż au-

---

<sup>127</sup> Zob. m.in.: T. Sosnowski, *Uwarunkowania decyzji funduszy private equity o wyborze metody dezynwestycji*, [w:] J. Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, „Acta Universitatis Lodziensis” 2011, Folia Oeconomica, nr 256; P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 57; M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 233, 470; P. Zasepa, *Venture capital...*, s. 95.

<sup>128</sup> Szerzej zob.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 113–115, 131.

<sup>129</sup> Zob.: M. Kotlicki, *Wyjść z inwestycji. Fundusze mają do wyboru kilka rozwiązań*, „Puls Biznesu”, 9 czerwca 2003.

tora stało się tak w wyniku bessy na rynku giełdowym oraz spadku zainteresowania inwestorów giełdowych nowymi ofertami. Powodem był też sam rozwój rynku Venture Capital – doszło do dużych nakładów na spółki i sam rynek giełdowy nie byłby w stanie wchłonąć tak dużej liczby transakcji<sup>130</sup>.

Przeciwno pozytywnemu zweryfikowaniu hipotezy 3 mogą z kolei świadczyć spostrzeżenia, jakie czyni D. Klonowski. Wskazuje on, że na początku cyklu gospodarczego inwestorzy strategiczni (branżowi) aktywnie szukają okazji rozszerzania biznesu i są bardziej skłonni do płacenia premii za przejęcie. Na rynkach giełdowych zaś wysokie są wówczas wskaźniki P/E, optymizm inwestycyjny inwestorów (zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych) oraz ich „apetyt” na okazje. Pod koniec cyklu te warunki ulegają odwróceniu. Inwestorzy strategiczni kierują swą uwagę do wewnątrz swoich przedsiębiorstw i skupiają się na kontroli kosztów, a nie na ekspansji. Zmienność na giełdach powoduje natomiast, że inwestorzy stają się bardziej ostrożni przy nowych emisjach i skłonni do opóźniania swych decyzji inwestycyjnych w poszukiwaniu wyjątkowo wartościowych okazji<sup>131</sup>. Podobnie M. Wrzesiński zauważa, że okresy dekoniunktury na giełdzie najczęściej zbiegają się w czasie z okresami słabszej sytuacji ogólnogospodarczej, czemu towarzyszy mniejsze zainteresowanie inwestorów strategicznych ekspansją zewnętrzną<sup>132</sup>.

Z powyższego wywodu wynikałoby, że okresy dobrej i złej koniunktury gospodarczej wpływają w podobny sposób na skłonność do inwestowania zarówno inwestorów branżowych (strategicznym), jak i giełdowych (pośrednio – przez wpływ na cykl giełdowy). To z kolei kazałoby wnioskować, że na skutek zmian koniunktury poziomy dezinvestycji przez giełdę i przez *trade sale* zmieniają się w tym samym kierunku, co podważa założenie ujęte w badanej hipotezie. Warto też zauważyć, że występujące w hossie wysokie wyceny debiutów giełdowych pozwalają funduszom VC/PE negocjować wysokie wyceny także przy transakcjach *trade sale*, bo alternatywa w postaci dobrej sytuacji na giełdzie daje im argument w „targowaniu się” z potencjalnym nabywcą, a ponadto wysoką wartość da jeden z modeli wyceny przedsiębiorstwa, a mianowicie porównawczy<sup>133</sup>, do którego przyjęte będą jako odniesienie wysokie kursy akcji podobnych spółek już notowanych.

Niemożność stwierdzenia jednoznacznego mechanizmu wpływu koniunktury giełdowej na wzrost lub spadek popularności wyjść przez giełdę wobec wyjść przez sprzedaż inwestorowi branżowemu nakazywałby negatywnie zweryfikować hipotezę, przeciwnie do poglądów przytoczonych na początku niniejszego punktu.

<sup>130</sup> Zob.: P. Zasępa, *Venture capital...*, s. 187, 190.

<sup>131</sup> Zob.: D. Klonowski, *The Venture Capital...*, s. 236.

<sup>132</sup> M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 235.

<sup>133</sup> O porównawczych modelach wyceny szerzej zob. np.: R. Borowiecki, J. Czaja, A. Jaki, M. Kulczycki, *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, Twigger, Warszawa 2002, s. 122–127.

Przeprowadzona w niniejszym rozdziale weryfikacja hipotezy ma odpowiedzieć na pytanie, który z konkurencyjnych poglądów jest właściwszy.

Można tu jeszcze wskazać wątpliwość istotną dla realizowanego badania – decyzję o upłynnieniu przez giełdę rozważa się tylko w odniesieniu do niewielkiej liczby spółek, które odniosły sukces rynkowy, zaś dla większości z nich wejście na giełdę jest niemożliwe niezależnie od koniunktury ze względu na zbyt słabe ich wyniki ekonomiczne. Jeśli jednak przyjąć, że wartość dezinvestycji tej drugiej grupy spółek nie zależy od koniunktury giełdowej, a także od żadnego innego czynnika egzogenicznego (a autor nie dostrzegł przesłanek do znalezienia takich), to te wartości i struktury w długim okresie winny mieć rozkład zbliżony do losowego, a wówczas o ewentualnej korelacji całej struktury dezinvestycji z koniunkturą giełdową decydowałaby pozostała grupa wyjść, tj. grupa spółek, które w momencie wyjścia kwalifikowały się do wprowadzenia do notowań. To założenie oznacza, że gdyby istniał związek między koniunkturą giełdową a strukturą dezinvestycji tej części spółek, które mogą wejść na giełdę, to wydaje się, że na podstawie badania całej struktury dezinvestycji taki związek również powinien być statystycznie identyfikowalny. Hipotezę 3 zbadano, opierając się na przekonaniu o słuszności tego rozumowania.

## 5.2. Opis<sup>134</sup> i wyniki badania

Weryfikacja hipotezy 3 polega na zbadaniu, czy istnieje korelacja między koniunkturą (zmianami koniunktury) na giełdach a preferowaniem wyjść z inwestycji VC/PE przez giełdę wobec innych form dezinvestycji. Badanie sprowadzono tu do wyznaczenia i zinterpretowania współczynników korelacji pomiędzy wskaźnikami koniunktury giełdowej a wskaźnikami proporcji wartości dezinvestycji poprzez giełdę do wartości dezinvestycji innymi drogami. Dostępne dane pozwoliły zbadać hipotezę dla pięciu z ośmiu wytypowanych państw (nie pozyskano odpowiedniego materiału badawczego dla Japonii, Chin i Indii).

Preferowanie giełdy jako drogi wyjścia z inwestycji wobec innych form dezinvestycji jest w niniejszym badaniu mierzone dwoma wskaźnikami, skonstruowanymi w oparciu o klasyfikacje przedstawione w punkcie 2 niniejszego rozdziału. Są to:

– stosunek wartości wyjść przez giełdę do wartości wyjść przez sprzedaż inwestorowi branżowemu (*trade sale*; M&A) jako głównej metody alternatywnej;

---

<sup>134</sup> Szerszy opis metodologii i badania zawarto w dysertacji doktorskiej autora pt. *Determinanty decyzji inwestycyjnych na rynkach Venture Capital / Private Equity* napisanej pod kierunkiem naukowym prof. zw. dr hab. B. Mikołajczyk w Katedrze Finansów i Rachunkowości MSP Uniwersyte- tu Łódzkiego, pracę obroniono w styczniu 2013 r.



dla USA badano tylko ten wskaźnik, bowiem dane źródłowe dotyczą jedynie tych dwóch form wyjścia, tj. IPO i M&A;

– stosunek wartości wyjść przez giełdę do wartości wyjść wszystkimi innymi metodami, włącznie ze sprzedażą inwestorowi strategicznemu, ale z wyłączeniem likwidacji (*write-off*) oraz opuszczenia krajowego sektora VC/PE (*left industry*).

Wskaźnik należy interpretować tak, że im wyższa jest jego wartość, tym chętniej w danym roku inwestorzy decydowali się na dezinwestycje przez giełdę w porównaniu z innymi drogami wyjść.

Jeśli chodzi o możliwość porównywania wyników uzyskanych dla USA z wynikami dla Europy, to jest ona istotnie ograniczona. Stosowana w statystykach europejskich kategoria „sprzedaż inwestorowi branżowemu” (*trade sale*) jest w zasadzie odpowiednikiem występującej w danych amerykańskich kategorii „fuzje i przejęcia” (M&A), a wyjścia przez giełdę są dość jednoznacznie określone w obu zbiorach danych: „IPO” w amerykańskim, „*public offering*” w europejskim, przy czym to drugie pojęcie jest szersze, bo zawiera nie tylko pierwsze zaoferowanie akcji na giełdzie (*Initial Public Offering*), ale też sprzedaż akcji wprowadzonych na giełdę wcześniej. Na tym jednak odniesienia kategorii do siebie się kończą, bowiem statystyki amerykańskie nie obejmują innych form dezinwestycji, które w danych EVCA są wyodrębnione dość drobiazgowo. Ponadto transakcje w USA prezentowane są według ich wartości rynkowych (a więc zawierają także zysk kapitałowy podmiotu zbywającego), zaś dane europejskie przedstawiają dezinwestycje według kosztu (*divestments at costs*), czyli według wartości nakładów poniesionych przy inwestowaniu (bez zysków kapitałowych zrealizowanych na inwestycji). Podsumowując: o ile można badać i porównywać między USA i Europą siłę związku koniunktury giełdowej z preferowaniem dezinwestycji przez giełdę względem innych form dezinwestycji, o tyle porównywanie samej różnicy tych preferencji między tymi dwoma regionami jest niezalecane.

Struktura wyjść z inwestycji dla danych australijskich (publikowanych przez australijski urząd statystyczny – Australian Bureau of Statistics) jest bliższa klasyfikacji ujętej w EVCA, dlatego zastosowano podobną konstrukcję dwóch wariantów wskaźnika preferencji dezinwestycji: wyjścia przez giełdę do wyjść przez *trade sale* oraz wyjścia przez giełdę do wszystkich pozostałych form dezinwestycji (czyli w praktyce – do dwóch, tj. *trade sale* i *buy-back*, bowiem podobnie jak dla danych z EVCA pominięto tu dezinwestycje przez likwidację (*write-off*) oraz kategorię *left industry*, czyli opuszczenie rodzimego sektora VC/PE, co nie jest *de facto* zakończeniem inwestycji).

Obliczone wskaźniki relacji wartości wyjść przez giełdę do wartości wyjść innymi drogami zestawień należy (dla zbadania korelacji) ze wskaźnikami koniunktury giełdowej. Za najwłaściwsze jej mierniki przyjmuje się zazwyczaj wartości indeksów giełdowych, gdyż to one wskazują uśredniony poziom wycen notowanych spółek

(wysoki, gdy na giełdach panuje hossa, i *vice versa*), a ich zmiany odzwierciedlają aktualny trend (hossę znamionując wzrosty indeksów, bessę – ich spadki). Do badania wybrano popularne indeksy charakterystyczne dla poszczególnych państw, mianowicie: Dow Jones Industrial Average (DJIA), S&P 500 oraz Nasdaq Composite dla USA, FTSE 100 dla Wielkiej Brytanii, CAC 40 dla Francji, DAX dla Niemiec oraz All Ordinaries dla Australii. Poziomy indeksów giełdowych dla każdego roku wyznaczono jako średnie arytmetyczne notowań dziennych w tym roku, na ich podstawie obliczono też roczne zmiany wartości indeksów. Do oceny związku zmiennych wykorzystano współczynnik korelacji Pearsona oraz stosowny sprawdzian istotności. Zbiorcze zestawienie wyników obliczeń prezentuje tabela 11.

Tabela 11. Współczynniki korelacji Pearsona wskaźników preferencji dezinvestycji przez giełdę wobec innych form dezinvestycji ze **średnimi indeksami giełdowymi** dla badanych państw

Państwo, indeks giełdowy	Korelacja średniego indeksu giełdowego ze wskaźnikiem węższym*		Korelacja średniego indeksu giełdowego ze wskaźnikiem szerszym*	
	wartość współczynnika korelacji	sprawdzian $t^{**}$ a wartość krytyczna	wartość współczynnika korelacji	sprawdzian $t^{**}$ a wartość krytyczna
USA, DJIA	-0,32	1,31 < 2,131	-	-
USA, S&P 500	-0,38	1,59 < 2,131	-	-
USA, Nasdaq	-0,35	1,45 < 2,131	-	-
Wlk. Brytania, FTSE 100	-0,54	2,73 > 2,101	-0,73	4,52 > 2,101
Francja, CAC 40	0,40	1,83 < 2,101	0,16	0,70 < 2,101
Niemcy, DAX	0,29	1,08 < 2,160	0,48	1,97 < 2,160
Australia, All Ordinaries	-0,48	1,62 < 2,262	-0,21	0,61 < 2,306

Objaśnienia:

\* wskaźnik „węższy” to stosunek wartości wyjść przez giełdę (IPO, public offering) do sprzedaży inwestorowi branżowemu (M&A, trade sale), zaś „szerszy” – do wartości wszystkich innych form dezinvestycji;

\*\* rozkład  $t$ -Studenta jest symetryczny, dlatego do oceny istotności przyjęto wartości bezwzględne sprawdzianu  $t$ .

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy danych *ThomsonOne* (dostęp 14.09.2011), danych z *EVCA* (dostęp 12.08.2011), raportów *Venture Capital and Later Stage Private Equity* (publikacje nr 5678.0 (2009–2010) i 5678DO001 (2010–2011), Australian Bureau of Statistics, [www.abs.gov.au](http://www.abs.gov.au) (dostęp 11.02.2012) oraz serwisu internetowego Yahoo Finance, [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com) (dostęp 05.08.2011 i 30.01.2012)).

Wyniki (zebrane w tabeli 11) są dość zaskakujące. Dla trzech z pięciu badanych państw współczynnik korelacji pomiędzy poziomem indeksów giełdowych a preferowaniem giełdy jako formy dezinvestycji przyjął wartości ujemne, co

mogłoby oznaczać, że inwestorzy VC/PE w USA, Wielkiej Brytanii i Australii relatywnie większą część swoich inwestycji upłynniają poprzez giełdę wtedy, gdy poziomy indeksów są niskie, czyli gdy niskie są wyceny spółek notowanych na giełdzie. Jest to niezgodne z prostym, racjonalnym oczekiwaniem, bowiem okres słabej koniunktury na giełdach wydaje się być czynnikiem zdecydowanie zniechęcającym do wybierania tej formy wychodzenia z inwestycji. Należy jednak wskazać, że dla USA wskaźniki przybrały stosunkowo niskie wartości (pomiędzy 0,32 a 0,38), co wskazuje na korelację słabą, ponadto sprawdzian  $t$  wykazał, że nie są one wystarczająco istotne statystycznie (wartości testu są niższe od odnośnej wartości krytycznej). W takiej sytuacji hipotezę 3 o wpływie koniunktury giełdowej na decyzje inwestorów VC/PE co do sposobu wyjścia z inwestycji dla USA należy uznać za zweryfikowaną negatywnie (brak jest wystarczających podstaw do jej przyjęcia). Podobny wynik odnotowano dla „węższej” wersji wskaźnika preferencji w Australii, gdzie można by było mówić o umiarkowanej korelacji ujemnej (wskaźnik na poziomie  $-0,48$ ), gdyby nie fakt, że test istotności dał wynik zbyt niski (dla wskaźnika „szerszego” bardzo niska jest zarówno wartość wskaźnika, jak i jego istotność).

Dla Francji i Niemiec wskaźniki korelacji przyjęły wartości dodatnie, ale ich istotność również nie przekracza wartości krytycznej właściwej dla 5% poziomu ufności. Umiarkowaną korelację i istotność niewiele niższą od wymaganej wykazał wskaźnik „węższy” we Francji oraz wskaźnik „szerszy” w Niemczech.

Jedynym rynkiem, dla którego uzyskano istotne statystycznie wyniki, jest Wielka Brytania. Dane pozwoliły wykryć korelację ujemną: umiarkowaną pomiędzy poziomami indeksów giełdowych a „węższym” wskaźnikiem preferencji; oraz silną pomiędzy giełdą a wskaźnikiem „szerszym”. Ten jeden przypadek nie pozwala jednak na uogólnienie wyniku wobec pozostałych przypadków, które – wzięte razem – zasady nie potwierdzają.

Tabela 12. Współczynniki korelacji Pearsona wskaźników preferencji dezinvestycji przez giełdę wobec innych form dezinvestycji **ze zmianami średnich indeksów giełdowych** dla badanych państw

Państwo, indeks giełdowy	Korelacja zmian średniego indeksu giełdowego ze wskaźnikiem węższym*		Korelacja zmian średniego indeksu giełdowego ze wskaźnikiem szerszym*	
	wartość współczynnika korelacji	sprawdzian $t$ a wartość krytyczna	wartość współczynni- ka korelacji	sprawdzian $t$ a wartość krytyczna
1	2	3	4	5
USA, DJIA	0,21	0,84 < 2,131	–	–
USA, S&P 500	0,21	0,82 < 2,131	–	–

1	2	3	4	5
USA, Nasdaq	0,16	0,64 < 2,131	–	–
Wlk. Brytania, FTSE 100	0,05	0,23 < 2,101	0,09	0,37 < 2,101
Francja, CAC 40	0,14	0,61 < 2,101	0,37	1,69 < 2,101
Niemcy, DAX	0,27	1,02 < 2,160	0,26	0,98 < 2,160
Australia, All Ordinaries	0,34	1,10 < 2,262	0,51	1,69 < 2,306

Objaśnienia:

\* wskaźnik „węższy” to stosunek wartości wyjść przez giełdę (IPO, public offering) do sprzedaży inwestorowi branżowemu (M&A, trade sale), zaś „szerszy” – do wartości wszystkich innych form dezinwestycji

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych jak w tabeli 11.

Współczynnik korelacji dla wskaźników preferencji metod dezinwestycji VC/PE z koniunkturą giełdową mierzona **zmianami** wskaźników giełdowych (tabela 12) przyjął – zgodnie z założeniami teoretycznymi – wartości dodatnie, jednak stwierdzić należy, że są to wartości generalnie niskie i bardzo niskie, podobnie jak uzyskane wartości sprawdzianów istotności. O umiarkowanej korelacji wykazującej relatywnie wyższy od innych poziom istotności można mówić jedynie w przypadku „szerszego” wskaźnika dla Australii i dla Francji, choć i tak istotność ta jest niższa niż wynosi próg minimalny dla 5% poziomu ufności. W pozostałych przypadkach niskie są zarówno wartości korelacji, jak i sprawdzianu *t* (najniższe wyniki wykazała Wielka Brytania, w poprzedniej tabeli zbiorczej jedyna dająca wartości istotne statystycznie).

Podsumowując wyniki zebrane w tabelach 11 i 12, należy wskazać, że: a) zdecydowana większość wyznaczonych współczynników korelacji okazała się nieistotna statystycznie; b) wartości współczynników korelacji nie wskazały wystąpienia silnej korelacji w ani jednym przypadku; c) zdecydowana większość współczynników korelacji przyjęła wartości uznawane za słabą korelację lub jej brak; d) część wskaźników daje wyniki zgoła przeciwstawne do siebie (ujemne obok dodatnich).

Zważywszy na powyższe **należy stwierdzić, że hipoteza 3 zostaje zweryfikowana negatywnie. Skłonność do preferowania wyjść z inwestycji VC/PE poprzez giełdę w porównaniu z innymi formami dezinwestycji (mierzona stosunkiem wartości wyjść przez giełdę do wartości wyjść innymi metodami) nie jest dodatnio skorelowana z koniunkturą giełdową.**

Innymi słowy okres hossy nie przekłada się, generalnie biorąc, na wzrost wartości transakcji upłynniania inwestycji przez giełdę w porównaniu z warto-

ścią tych transakcji dokonywanych innymi metodami. W szczególnym przypadku Wielkiej Brytanii zidentyfikowano zjawisko przeciwne – wysokie wartości indeksu giełdowego FTSE 100 są ujemnie (i w sposób istotny statystycznie) skorelowane ze stosunkiem wartości wyjść przez giełdę do wartości wyjść innymi drogami. Prawidłowość ta nie znajduje wystarczającego potwierdzenia dla innych państw, toteż nie podważa konieczności negatywnego zweryfikowania badanej hipotezy.



## **Rozdział 5**

### **Stopa zwrotu i ryzyko – finansowa specyfika inwestycji Venture Capital / Private Equity**

#### **1. Teoretyczna charakterystyka parametrów inwestycji Venture Capital / Private Equity**

Jak wynika z definicji, celem inwestorów VC/PE jest osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu poprzez odsprzedaż nabytych udziałów po upływie z góry przewidzianego okresu. Sama chęć osiągania wysokiego dochodu nie jest niczym wyjątkowym. Zgodnie z elementarnymi założeniami ekonomii każdy inwestor, postępując racjonalnie, preferuje wyższy dochód od niższego. Jednak każda inwestycja ma także inne parametry, zwykle wiążące się ze stopą zwrotu, które mogą zwiększać lub osłabiać skłonność inwestora do jej podjęcia. Analizę procesu decyzyjnego inwestora utrudniają dodatkowo współzależności występujące między tymi parametrami. Do tych parametrów – oprócz stopy zwrotu – zaliczyć należy przede wszystkim:

- ryzyko inwestycyjne,
- płynność inwestycji,
- okres inwestycji,
- stadium inwestycyjne,
- innowacyjność projektu.

W dalszej części przedstawiono rozważania dotyczące wzajemnych powiązań tych parametrów oraz ich wpływu na powodzenie inwestycji.



## 1.1. Stopa zwrotu – oczekiwania inwestorów

Typową cechą inwestycji VC/PE jest oczekiwanie przez inwestorów wysokiej dochodowości. Można tu mówić o stopie zwrotu z pojedynczej inwestycji, stopie zwrotu z całego portfela inwestora VC/PE lub o średniej stopie zwrotu charakteryzującej cały przemysł VC/PE (np. w skali regionu, kraju, świata). Oczekiwanie wysokiego zwrotu dotyczy wszystkich wymienionych poziomów stopy zwrotu, choć każdego w nieco odmiennym sensie. W literaturze można znaleźć stwierdzenia, że inwestorzy VC/PE oczekują zwrotu nakładu rzędu:

- 5-krotności w 3 lata (czyli roczne ROI = 71%) lub 10-krotności w 5 lat (czyli roczne ROI = 58%)<sup>1</sup>;
- 3–5-krotności w 5–7 lat<sup>2</sup>;
- 5–10-krotności w 5–7 lat (czyli roczny zwrot na poziomie co najmniej 29%)<sup>3</sup>;
- 18–20% w skali roku<sup>4</sup>.

Jak widać w przytoczonych przykładach, oczekiwania te są dość rozbieżne. Przyczyny tych rozbieżności należy szukać nie tylko w datach wydania cytowanych publikacji (są one dość zróżnicowane), ale także w różnych poziomach ponoszonego ryzyka, z którym wiążą się inne cechy konkretnej inwestycji, na przykład stadium rozwoju przedsiębiorstwa, w które się inwestuje (szerzej o tym w dalszej części niniejszego rozdziału). Na oczekiwania te wpływają także okoliczności zmieniające się w czasie, a konkretnie stopień zaawansowania rozwoju rynku oraz okres dobrej lub złej koniunktury. Wreszcie wpływ na różnice oczekiwań może mieć także specyfika kraju inwestora, w tym szczególnie społeczne i kulturowe uwarunkowania dla rozwoju przedsiębiorczości i podejmowania ryzyka gospodarczego.

Jak pokazuje praktyka, rzeczywiste efekty poszczególnych inwestycji są bardzo zróżnicowane i często znacznie odbiegają od oczekiwań. Zdarzają się oczywiście inwestycje naprawdę wyjątkowe, jak choćby często podawany przykład inwestycji *American Research & Development Corporation* (pierwszej amerykańskiej instytucji VC) w założenie od podstaw firmy *Digital Equipment Corporation*, która dała zwrot rzędu niemal 530-krotności nakładu w ciągu 9 lat<sup>5</sup>. Jednak częste są również całkowite bankructwa.

<sup>1</sup> J. J. Camp, *Venture Capital due diligence. A Guide to Making Smart Investment Choices and Increasing Your Portfolio Return*, John Wiley & Sons, New York 2002; s. 216–217.

<sup>2</sup> W. Grudzewski, I. Hejduk, *Małe i średnie przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej w Polsce*, Wyższa Szkoła Handlu i Prawa, Warszawa 1998, s. 47.

<sup>3</sup> G. Arnold, *Corporate financial management*, Prentice Hall 2002, s. 425.

<sup>4</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 115.

<sup>5</sup> Zob.: J. Krajewski, *Tani kapitał, czyli jak zdobyć pieniądze dla firmy*, Business Press, Warszawa 1998, s. 170.

W następnym punkcie stopa zwrotu rozpatrywana jest jako parametr przypisany pojedynczej inwestycji. Formuły służące do mierzenia stóp zwrotu omówiono w punkcie 1.6, a rzeczywiste wartości zagregowanych stóp zwrotu osiąganych na różnych rynkach – w punkcie 1.7.

## 1.2. Ryzyko inwestycji – kontekst ogólny

Pojęcie ryzyka i jego znaczenie stało się istotnym elementem różnych gałęzi ekonomii, w tym szczególnie teorii przedsiębiorczości i teorii rynków kapitałowych. Konieczne jest jednak uczynienie pewnej uwagi terminologicznej. T. Gruszecki podkreśla wprowadzone przez F. Knighta w 1921 r. rozróżnienie między ryzykiem a niepewnością w działalności przedsiębiorcy. Przez ryzyko należy rozumieć możliwość zajścia zdarzeń, od których podmiot gospodarujący może się ubezpieczyć (np. w firmie ubezpieczeniowej), czyli zdarzeń, które są wyraźnie zdefiniowane oraz możliwe jest do oszacowania prawdopodobieństwo ich zajścia. Istnieje jednak wiele możliwych zdarzeń mogących niekorzystnie wpłynąć na rezultat działań przedsiębiorcy, a których nie można jednoznacznie zdefiniować (nie znamy pełnej listy możliwych zdarzeń) ani wystarczająco dokładnie oszacować prawdopodobieństwa ich zajścia. Te zdarzenia należy określać pojęciem niepewności, której – w przeciwieństwie do ryzyka – nie można ubezpieczyć<sup>6</sup>. Rozróżnienie to dotyczy zwłaszcza działalności przedsiębiorstw, ale można je odnieść także do ogólnie rozumianej działalności inwestycyjnej, gdzie również występuje możliwość wystąpienia różnego rodzaju niepowodzeń. Jednocześnie trudno wskazać przykłady zdarzeń, od których inwestor kapitałowy mógłby się ubezpieczyć (w przypadku przedsiębiorcy takich przykładów jest wiele), co oznacza, że do wszystkich przyszłych efektów podjętych inwestycji odnosi się określenie ‘niepewność’, natomiast ‘ryzyko’ *sensu stricto* nie występuje. W tej sytuacji w odniesieniu do inwestycji VC/PE należałoby używać tylko pojęcia ‘niepewność’ zamiast ‘ryzyko’. Jednakże w literaturze przedmiotu używanie terminu ‘ryzyko’ jest tak powszechne, że forsowanie precyzji terminologicznej byłoby tu niecelowe. W związku z tym w niniejszej pracy pojęcie ‘ryzyko’ w kontekście ekonomicznym (ogólnym) używane jest – tak jak powszechnie – zamiast ścisłego terminu ‘niepewność’ i rozumiane jako możliwość niekorzystnego przebiegu zdarzeń. Natomiast ilekroć pojęcie ‘ryzyko’ użyte jest tu w kontekście szczególnym (finansowo-statystycznym, tj. jako odchylenie stóp zwrotu), jest to wyraźnie wskazane przez stosowne wyjaśnienie lub przynajmniej przez kontekst. To szczególne rozumienie pojęcia ‘ryzyko’ jest uwypuklone zwłaszcza przy badaniu hipotezy 4, której dotyczy niniejszy rozdział.

---

<sup>6</sup> Zob.: T. Gruszecki, *Instytucje i rynki finansowe*, Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości im. Bogdana Jańskiego, Warszawa 1998, s. 121–122.

Powszechnie wskazuje się, że inwestycje VC/PE wiążą się z wysokim ryzykiem. Jak zaznaczono w rozważaniach dotyczących definicji, wysokie ryzyko nie jest cechą poszukiwaną przez inwestorów VC/PE, lecz cechą akceptowaną jako charakterystyczną dla tego typu inwestycji. Wynika ono w znacznej mierze z samej istoty zjawiska. Można wskazać następujące źródła tego ryzyka:

- udziałowy charakter inwestycji (brak zabezpieczeń) – inwestor staje się współudziałowcem przedsiębiorstwa, przez co dzieli wraz z nim ryzyko i nagrodę związaną z działalnością gospodarczą; zyskowność inwestycji zależy od sukcesu przedsiębiorstwa, z tytułu udzielenia środków inwestor nie może żądać zabezpieczeń, co w przypadku kredytu bankowego jest podstawową metodą ograniczania ryzyka<sup>7</sup>; właściciele przedsiębiorstwa są ostatni w kolejności zaspokajania roszczeń wierzycieli, co w przypadku nieosiągnięcia zysku czy likwidacji firmy właśnie im przynosi największe straty<sup>8</sup>;

- inwestowanie w przedsiębiorstwa nienotowane na rynku publicznym, co z kolei skutkuje:

- ograniczeniem zbioru potencjalnych okazji inwestycyjnych do przedsiębiorstw niemogących (lub niechających) pozyskać środków przez giełdę, czyli często małych, młodych, o niezwyfikowanej pozycji rynkowej, a w związku z tym – o znacznie większym ryzyku upadłości niż w przypadku stabilnych, silnych ekonomicznie spółek giełdowych; wysokie prawdopodobieństwo niepowodzenia przedsięwzięcia oznacza zaś wysokie ryzyko inwestycji;

- niską płynnością inwestycji – niepubliczny rynek kapitałowy jest znacznie słabiej zinstytucjonalizowany, niska płynność wynika tu więc z takich czynników, jak ograniczona informacja, obostrzone przepisy co do obrotu nienotowanymi udziałami, mała liczba potencjalnych nabywców<sup>9</sup>; niska płynność jest tu wymieniona jako element składowy wysokiego ryzyka inwestycyjnego, ale niektórzy wymieniają ją jako osobny parametr decyzyjny (obok dochodowości i ryzyka)<sup>10</sup>.

Miarą ryzyka w odniesieniu do pojedynczej inwestycji jest prawdopodobieństwo poniesienia straty. Składa się na nie cały szereg ryzyk (dla praktyków z branży VC/PE charakterystyczne jest używanie tego terminu również w liczbie mnogiej) dotyczących poszczególnych aspektów działalności przedsiębiorstwa, jak np. ryzyko operacyjne, ryzyko makroekonomiczne, ryzyko rynkowe itd.

Prawdopodobieństwo bankructwa spółki portfelowej, a więc ryzyko znacznej lub całkowitej utraty poniesionego nakładu, bardzo trudno jest oszacować

---

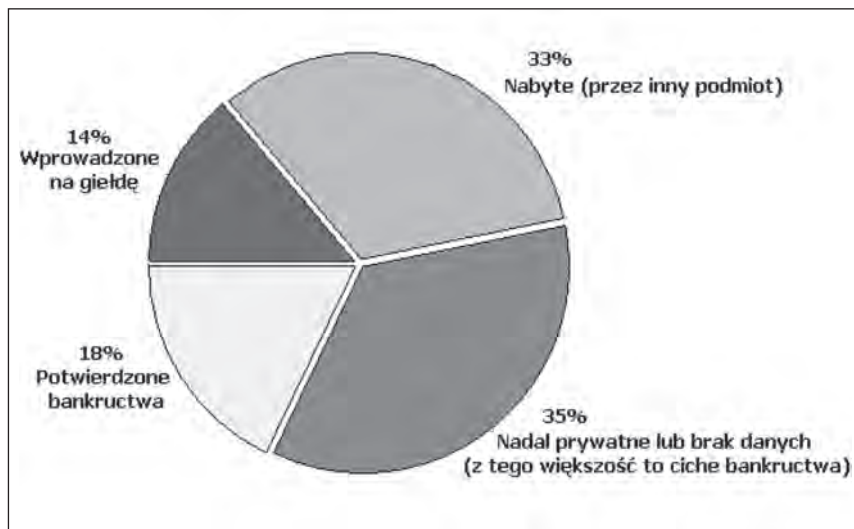
<sup>7</sup> Zob.: B. Mikołajczyk, *Instytucje wspomagające rozwój małych i średnich firm*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 1998, s. 35.

<sup>8</sup> G. Arnold, *Corporate...*, s. 425.

<sup>9</sup> Zob.: J. J. Camp, *Venture Capital due diligence...*, s. 217–218.

<sup>10</sup> Por.: T. Gruszecki, *Instytucje...*, s. 228–229.

(gdyby było to łatwe, dawaloby się uniknąć nieudanych inwestycji). Można jednak uzyskać pewne rozeznanie o jego skali na podstawie już przeprowadzonych inwestycji, z których część zakończyła się niepowodzeniem – ilustruje to wykres 27.



Wykres 27. „Lejek dezinvestycji” – wyjścia z 11 686 spółek dofinansowanych po raz pierwszy w okresie 1991–2000

Źródło: *Venture Impact. The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies to the U.S. Economy*, raport Global Insight opublikowany przez National Venture Capital Association w 2007 r., [www.nvca.com](http://www.nvca.com), s. 11

Wykres przedstawia losy spółek portfelowych w Stanach Zjednoczonych, w które fundusze Venture Capital zainwestowały w latach 1991–2000 (chodzi o pierwszy taki zastrzyk kapitału dla spółki). Spośród prawie 12 tys. analizowanych spółek bankructwem (potwierdzonym) zakończyło działalność 18%, a z dalszych 35%, które pozostały prywatne lub których losy są nieznanne, ponad połowa również zbankrutowała (raport określa to mianem „cichych bankructw”). Wynika stąd, że spośród spółek wspieranych przez amerykański kapitał VC co trzecia bankrutuje – taki wskaźnik należy uznać za wysoki.

Na ryzyko niepowodzenia wpływać mogą specyficzne cechy danej inwestycji, w szczególności stadium rozwoju spółki portfelowej czy innowacyjność projektu przedłożonego do sfinansowania (szerzej o tym w rozdziale 3). Podmioty zarządzające funduszami VC/PE stosują też pewne wypracowane metody ograniczania ryzyka oraz redukowania go poprzez dywersyfikowanie portfela inwestycji, o czym traktuje punkt 1.5.

### 1.3. Związek ryzyka, stopy zwrotu i innych parametrów inwestycji z fazą rozwoju spółki portfelowej

W literaturze spotyka się pewne wskazania co do rozpiętości czasowej inwestycji VC/PE, przykładowo wymienia się okres: 3–8 lat<sup>11</sup>; 5–10 lat<sup>12</sup>; 3–10 lat<sup>13</sup>, 8–12 lat<sup>14</sup>. Są to stwierdzenia dość ogólnikowe, wyznaczające szeroki zakres możliwości. W praktyce czas poszczególnych inwestycji jest bardzo zróżnicowany, a głównym czynnikiem mającym na niego wpływ jest faza rozwoju, w której znajduje się przedsiębiorstwo będące przedmiotem inwestycji. Podobna prawidłowość dotyczy innych charakterystyk inwestycji, jak kwoty inwestowanego kapitału oraz stopy zwrotu. Prawidłowości te obrazuje (mimo niekompletności danych) tabela 13.

Zaprezentowane zestawienie (tabela 13), choć odnoszące się do sytuacji z początku lat 90., dobrze obrazuje prawidłowość, że im bardziej zaawansowana faza rozwoju przedsiębiorstwa, w które inwestuje się środki VC/PE, tym większe są wartości pojedynczych nakładów inwestycyjnych, tym krótszy jest okres inwestycji oraz tym niższa oczekiwana stopa zwrotu<sup>15</sup>. Należy podkreślić, że wcześniejszym fazom rozwoju przedsiębiorstwa przypisano wyższe stopy zwrotu, a nie kwotowe wartości zwrotów. W przypadku innych instrumentów inwestycyjnych (zwłaszcza dłużnych) wartość osiąganego zysku rośnie w miarę upływu czasu, ale stopa zwrotu (czyli rentowność w skali rocznej z uwzględnieniem kapitalizacji) pozostaje w miarę stała. W przypadku inwestycji VC/PE od wcześniejszych faz oczekuje się wyższych rentowności. Należy to interpretować jako oczekiwanie znacznie wyższej dynamiki przyrostu wartości nakładu inwestycyjnego (więc i wartości firmy) przy inwestycjach w początkowe etapy rozwoju niż w dalsze. Według danych przytoczonych w tabeli 13 przy inwestycji w fazę zasiewu oczekuje się, że wartość nakładu będzie przyrastać w tempie 58% rocznie, podczas gdy w fazach ekspansji akceptowalne jest tempo przyrostu niższe niż 38% co roku.

Omówione powyżej parametry wiążą się w zauważalnie proporcjonalny sposób z poziomem ryzyka inwestycji. Jest on różny dla różnych faz rozwoju firmy – większy przy firmach młodych, a mniejszy dla firm dojrzałych. Łatwo uzasadnić, że im bliżej

<sup>11</sup> J. Krajewski, *Tani kapitał...*, s. 171.

<sup>12</sup> Zob.: M. Kotlicki, *Wyjść z inwestycji. Fundusze mają do wyboru kilka rozwiązań*, „Puls Biznesu”, 9 czerwca 2003.

<sup>13</sup> M. Molo, M. Bielówka, *Przegląd dostępnych źródeł finansowania działalności gospodarczej oraz ocena ich atrakcyjności*, [w:] *Finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, Polska Fundacja Promocji i Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw 2000, s. 58.

<sup>14</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 115.

<sup>15</sup> Zob. również: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity / venture capital*, Wydawnictwo Key Text sp. z o.o., Warszawa 2004, s. 206–207.

do sukcesu rynkowego (czyli im późniejsza faza rozwoju firmy), tym łatwiej określić prawdopodobieństwo tego sukcesu, czyli tym niższe jest ryzyko, że projekt zakończy się niepowodzeniem. W miarę przesuwania zainteresowania na wcześniejsze stadia rozwoju firmy rośnie ryzyko inwestycyjne, które inwestor musi zaakceptować. Zasada ta wskazywana jest w wielu pozycjach literatury tematu<sup>16</sup>.

Tabela 13. Zależność wartości nakładu, długości okresu oraz zyskowności inwestycji od stadium rozwoju przedsiębiorstwa

Cecha inwestycji	Wielkość inwestycji (w USD)	Okres inwestycji (w latach)			Oczekiwana roczna stopa zysku	Oczekiwany zysk – jako krotność nakładu
		Tamowicz <sup>a</sup>	Gru-szecki <sup>b</sup>	Winteler/Węclawski <sup>c</sup>		
Źródło						
<i>Seed</i>	kilkadziesiąt – kilkaset tys.	7–12	7–10	7–8 i więcej	58%	10-krotność w ciągu 5 lat
<i>Start-up</i>	kilkaset tys. – kilka mln	5–10	ok. 8	b.d.	b.d.	b.d.
<i>Other early stage (first stage)</i>	pow. kilkaset tysięcy	4–7	4–6	5–7	50% (48%)	7-krotność w ciągu 5 lat
<i>Expansion</i>	kilkaset tys. – kilka mln	2–5	2–5	b.d.	38%	5-krotność w ciągu 5 lat
					20–30% (26%)	2-krotność w ciągu 3 lat
<i>Bridge finance (fourth stage)</i>	b.d.	b.d.	b.d.	0,5–1 (0,5–1,5) <sup>d</sup>	b.d.	b.d.
<i>MBO/MBI</i>	kilka – kilkadziesiąt mln	2–3	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <sup>a</sup> P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne typu venture capital*, IBnGR, Gdańsk 1995, s. 49–50; <sup>b</sup> T. Gruszecki, *Przedsiębiorca w teorii ekonomii*, CEDOR Sp. z o.o., Warszawa 1994, s. 217–225; <sup>c</sup> E. U. Winteler, *An der Zukunft verdienen. Gewinnchancen durch US-Venture-Kapital*, Wiesbaden 1985, s. 136, cyt. za: J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 24–29; <sup>d</sup> zob.: J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 48.

<sup>16</sup> Zob. np.: Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, *Oferta dla firm średnich – finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw poprzez fundusze inwestycyjne i publiczny rynek kapitałowy*, [w:] *Finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, Polska Fundacja Promocji i Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw 2000, s. 104; J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 23–24; K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 206–207; M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka – Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 132; *NVCA Yearbook 2011*, s. 64 pod hasłem *Later stage*.

W najwcześniejszej fazie, jaką jest zasiew (*seed*), ryzyko inwestycji jest największe. Za główne jego źródło należy uznać trudność oceny szans rynkowych projektu, czyli po prostu brak informacji<sup>17</sup>. Zasiew jest fazą kreowania i testowania koncepcji, produkt (lub szerzej: pomysł na biznes) nie tylko nie był jeszcze oferowany na rynku, ale zwykle także nie ma sobie podobnych. Finansowane przedsięwzięcie musi się cechować innowacyjnością, by spotkało się z zainteresowaniem inwestora VC – imitacje nie dają bowiem nadziei na wysokie zyski ze względu na barierę wejścia na rynek w postaci niskich marż i prawdopodobieństwa dodatkowych obronnych presji cenowych ze strony konkurentów. Występują tu więc nakłady na samo zbadanie szans rynkowych projektu i już na tym etapie może się okazać, że projekt nie ma szans powodzenia – w takim przypadku straty wynoszą 100% nakładów. W fazie startu, czyli uruchamiania przedsięwzięcia, ryzyko wciąż jest bardzo wysokie. Także w tej fazie produkt jest jeszcze na rynku nieznanym, a ponadto znaczną trudnością jest zorganizowanie przedsiębiorstwa wystarczająco efektywnego dla powodzenia projektu (podstawowym problemem jest skompletowanie zespołu ludzi, którzy będą zdolni przekuć idee wizjonerów na sukces komercyjny). Ryzyko jest tu jednak niższe niż przy fazie zasiewów, ponieważ koncepcja została odpowiednio opracowana, przebadana i uznana za mającą szanse powodzenia, a ponadto część nakładów poniesiona na rozruch firmy finansuje zakup aktywów, które w razie porażki można odsprzedać (np. aktywa rzeczowe, wartości niematerialne i prawne) i w ten sposób zredukować straty.

Na wysoki poziom ryzyka we wczesnych fazach składa się też sama niemożność generowania zysków. W fazach tych ponoszone koszty nie są pokrywane przez przychody, przez co przedsiębiorstwo wykazuje straty. Bieżąca zyskowość pojawia się dopiero na przełomie fazy wczesnego rozwoju i fazy ekspansji<sup>18</sup>.

Warto również podkreślić, że wyższe ryzyko wczesnych faz związane jest z ograniczoną dostępnością narzędzi oceny projektów. W dwóch pierwszych fazach inwestycja ma charakter personalny, tzn. jest inwestycją w przedsiębiorcę (wynalazcę, założyciela). Do oceny takich przedsięwzięć (zwłaszcza samych pomysłów) konieczne jest posiadanie specjalnych kwalifikacji oraz stosowanie indywidualnego podejścia. Dopiero przy dalszych fazach można mówić o inwestycji w firmę, więc można także wykorzystać tradycyjne techniki oceny projektu inwestycyjnego używane przez banki<sup>19</sup>.

Stosunkowo wysokie ryzyko charakteryzuje także fazę wczesnego rozwoju (*other early stage*), ale ma ono już inny charakter. Na tym etapie po raz pierwszy

---

<sup>17</sup> Zob.: E. Głogowski, M. Münch, *Nowe usługi finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994, s. 282.

<sup>18</sup> Por.: B. Mikołajczyk, *Infrastruktura finansowa MSP w krajach Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 2007, s. 136.

<sup>19</sup> Zob. T. Gruszecki, *Przedsiębiorca w teorii ekonomii*, CEDOR Sp. z o.o., Warszawa 1994, s. 219–220.



następuje przesunięcie ryzyka z czynników wewnętrznych w stosunku do firmy (istnieje produkt i zespół menedżerski) na czynniki zewnętrzne (konkurencja)<sup>20</sup>. W konkurowaniu na rynku fundusz VC może jednak znacznie lepiej wspierać firmę, korzystając z doświadczeń nabytych przy innych inwestycjach niż w przypadku opracowywania oryginalnego pomysłu, do czego potrzeba wąskiej i specjalistycznej wiedzy, oraz uruchamiania firmy, co z kolei zależy od umiejętnego stworzenia zespołu ludzi. Zdecydowanie niższym ryzykiem charakteryzuje się faza ekspansji. Firma, produkt i ludzie przeszli już sprawdzian praktyczny, w razie niepowodzenia ekspansji przedsiębiorstwo ma wciąż znaczne zasoby i pewien udział w rynku, na którym może pozostawać z dotychczasowym produktem. Porażka takiego projektu może oczywiście silnie zachwiać kondycją firmy i jej pozycją rynkową, ale jej całkowity upadek jest mało prawdopodobny, a nawet w takim przypadku pewną część nakładów (np. na aktywa trwałe) można jeszcze odzyskać.

W przypadku faz najpóźniejszych – wykupów – ryzyko jest najniższe. Firma ma już dość długą historię, dysponuje dobrymi produktami, rozpoznanym rynkiem i dobrą kadrą<sup>21</sup>. Sama transakcja także nie przynosi istotnych zmian dla funkcjonującej organizacji przedsiębiorstwa, przynajmniej w zakresie produkcji i dystrybucji, bo jej podstawowym celem jest zmiana jego struktury własnościowej (i ewentualnie najwyższej kadry kierowniczej). Wykup przez menedżerów z zewnątrz firmy (MBI) cechuje się nieco większym ryzykiem niż wykup dokonywany przez jej obecny zarząd (MBO). W przypadku MBI istnieje bowiem możliwość wystąpienia trudności w zaadaptowaniu się nowego zarządu – np. słabe rozeznanie w branży, niezdolność dostosowania się do specyfiki firmy, brak akceptacji ze strony pracowników. Połączenie obu rodzajów wykupów (BIMBO – *Buy-In-Management-Buy-Out*) znacznie redukuje ryzyko projektu: menedżerowie zewnętrzni wnoszą nową wiedzę i świeże spojrzenie, zarządcy dotychczasowi mają doświadczenie w branży i wiedzę o firmie, a ich współpraca niweluje ryzyko powstawania konfliktów<sup>22</sup>.

Analizując ryzyko inwestowania w poszczególne fazy rozwoju przedsiębiorstw, warto podkreślić także punkt widzenia kapitałobiorcy: we wczesnych stadiach rozwoju, oprócz pozyskanego kapitału, dodatkową, wnoszoną przez fundusz wartością jest jego wsparcie doradcze – tym cenniejsze, im wcześniejsza jest faza rozwoju projektu. Dlatego mimo relatywnie mniejszych rozmiarów kapitału przeznaczanego na fazy wcześniejsze (zob. rozdział 3, punkt 4.2) znaczenie ich finansowania przez fundusze VC dla młodych przedsiębiorstw jest nie do przecenienia<sup>23</sup>.

---

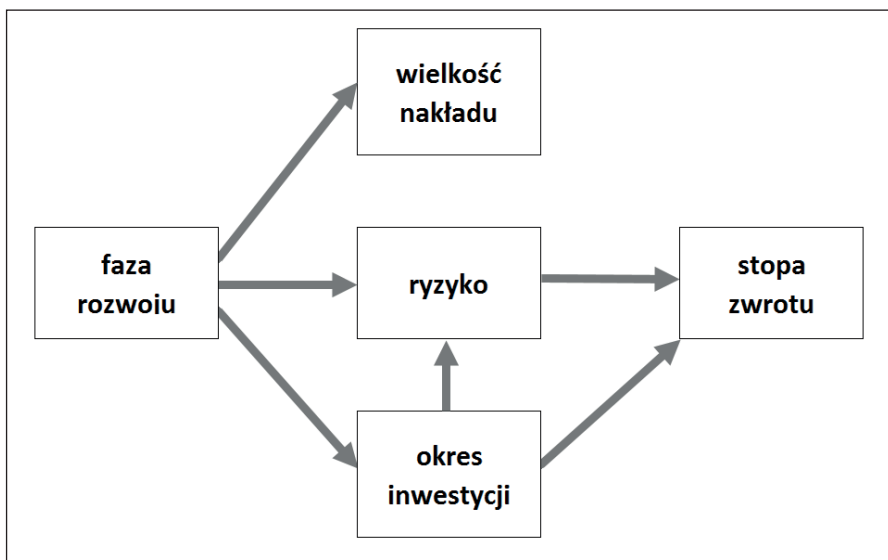
<sup>20</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne typu venture capital*, IBnGR, Gdańsk 1995, s. 49.

<sup>21</sup> Zob.: tamże, s. 50.

<sup>22</sup> Zob.: tamże.

<sup>23</sup> Szerzej zob.: J. Węclawski, *Znaczenie rynku venture capital w finansowaniu wczesnych faz rozwoju przedsiębiorstw*, [w:] B. Filipiak, B. Mikołajczyk (red.), *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, Difin, Warszawa 2009, s. 282–297.

Powyższe rozważania pozwalają stwierdzić, że podobnie jak inne parametry, także poziom ryzyka jest skorelowany z fazą rozwoju przedsiębiorstwa, w które inwestuje się środki VC/PE. Ponadto można zauważyć, że oprócz bezpośredniej zależności tych parametrów od fazy rozwoju występują też wyraźne zależności pośrednie. Wykazano powyżej, że faza rozwoju warunkuje wszystkie cztery omawiane parametry w sposób bezpośredni. Im wcześniejsza faza rozwoju, tym mniejszego wymaga nakładu, tym dłuższy jest okres zaangażowania środków i tym większe ryzyko oraz wyższa rentowność. Bezpośrednia zależność spodziewanej stopy zwrotu od fazy rozwoju polega na tym, że oferowanie na rynku produktów zupełnie nowych pozwala uzyskać wysokie marże, zaś w przypadku produktów znanych pojawianie się substytutów wymusza obniżanie cen. Stopa zwrotu jest jednak zależna także od okresu inwestycji i ryzyka. Im dłużej trwa zaangażowanie w przedsiębiorstwo, tym niższa jest dynamika wzrostu jego wartości, przez co rentowność wyrażona w skali rocznej maleje. Ryzyko natomiast warunkuje zwrot zarówno rzeczywisty, jak i oczekiwany (jak wspomniano, jest to zależność właściwa wszystkim inwestycjom). Poprzez te dwa parametry faza rozwoju wpływa na stopę zwrotu także pośrednio. Ponadto można zidentyfikować jeszcze wpływ długości okresu inwestycji na poziom ryzyka. W przypadku dłuższych okresów (fazy wcześniejsze) mniejsze są możliwości trafnego prognozowania, przewidzenia wszystkich niekorzystnych dla projektu zdarzeń, co zwiększa ryzyko poniesienia strat. Omówione powyżej zależności ilustruje schemat 6.



Schemat 6. Model zależności pomiędzy parametrami inwestycji VC/PE

Źródło: opracowanie własne

Schemat ten prowadzi do wniosku, że faza rozwoju przedsiębiorstwa jest czynnikiem warunkującym dla wszystkich parametrów inwestycji, natomiast stopa zwrotu wyłącznie zależnym od wszystkich oprócz wielkości nakładu. Wartość zaangażowanych środków warunkuje oczywiście wielkość osiągniętych zysków, ale rozumianych jako ich wartość, a nie stopa zwrotu.

O ile próby identyfikowania zaprezentowanych relacji w sposób mierzalny mogłyby się okazać bardzo utrudnione, o tyle sam wpływ faz rozwoju na osiągnięte stopy zwrotu jest możliwy do uchwycenia w sposób pośredni. Wiele funduszy stosuje w swej polityce inwestycyjnej specjalizację polegającą na preferowaniu wybranych stadiów. W publikacjach stowarzyszeń VC/PE dotyczących wyników działalności tego typu funduszy stopy zwrotu grupowane są m.in. według tej właśnie specjalizacji, dzięki czemu można ocenić różnice między stopami zwrotu osiąganymi w ramach poszczególnych stadiów. Przykładowe dane pozwalające wychwycić te różnice przedstawiono w punkcie 1.7.

#### 1.4. Metody ograniczania ryzyka

Inwestorzy VC/PE wykorzystują szereg metod służących podnoszeniu rentowności swoich inwestycji i ograniczaniu ponoszonego ryzyka. Szczególnie istotne spośród nich to:

- selekcja i badanie projektów inwestycyjnych;
- wnoszenie udziałów mniejszościowych;
- tworzenie zabezpieczeń instytucjonalnych;
- rezygnacja z bieżących dochodów (dywidend);
- wsparcie przedsiębiorstw w zarządzaniu;
- dywersyfikacja portfela inwestycyjnego.

Poszczególne instrumenty zwiększania efektywności i ograniczania ryzyka inwestycyjnego omówiono poniżej.

**Selekcja i badanie projektów inwestycyjnych** ma na celu wyłonienie tych, które rokują najwyższe szanse na sukces. Jest to złożony mechanizm, jego charakterystyce poświęcono punkt 2 rozdziału 3.

**Wnoszenie udziałów mniejszościowych** ma na celu przede wszystkim pozostawienie dotychczasowym właścicielom przedsiębiorstwa dużej niezależności decyzyjnej i poczucia, że firma nadal należy do nich, co ma być dla nich motywacją do maksymalnego wysiłku na rzecz wspólnego sukcesu. Należy zauważyć, że nie zawsze jest to możliwe. W przypadku najwcześniejszych faz rozwoju – zasiewu i startu – często konieczne jest wyłożenie całego kapitału na uruchomienie projektu, w efekcie czego fundusz VC/PE obejmuje większościowy udział w przedsiębiorstwie. Podobnie w przypadku wykupów menedżerskich (MBO, MBI itp.)

można oczekiwać, że grupa zarządców inicjujących transakcję nie ma dość własnych środków, by w wykupywanej spółce objąć odpowiednio duże udziały.

**Zabezpieczeniem instytucjonalnym** są przede wszystkim gwarancje polegające na pokryciu ewentualnych strat z inwestycji, przy czym gwarant określa warunki, które musi spełniać inwestycja, by podlegać gwarancji. Gwarantem może być państwo, zwłaszcza gdy w działalność VC/PE zaangażowane są środki publiczne lub instytucja założona przez fundusze VC/PE, będąca wyrazem ich samoorganizacji<sup>24</sup>.

**Rezygnacja z bieżących dochodów** ma na celu zwiększenie dynamiki przyrostu wartości firmy. Inwestorzy VC/PE, zgodnie z definicją, angażują swe środki w udziały w przedsiębiorstwach, po czym dążą do maksymalnego wzrostu wartości ich inwestycji, aby sprzedać te udziały z godziwym zyskiem<sup>25</sup>. Interes inwestora VC/PE oczekującego wzrostu wartości firmy jest więc zbieżny z interesem dotychczasowego właściciela, dlatego też nie wywiera on nacisków na realizację bieżących zysków (np. w formie dywidendy). Realizuje on politykę zatrzymywania zysków w przedsiębiorstwie, co powoduje szybszy przyrost wartości firmy<sup>26</sup>. Zatrzymane zyski są reinwestowane, co przy wysokiej rentowności (charakterystycznej dla firm, w które lokują środki fundusze VC/PE) powoduje mnożnikowy efekt wzrostu wartości tych środków i pozwala na dynamiczny wzrost wartości inwestycji. Jest to szczególnie istotne we wczesnych fazach rozwoju przedsiębiorstwa, gdy niedostępne są dla niego źródła kapitału obcego – zapotrzebowanie na kapitał może być dzięki temu w dużym stopniu pokrywane w drodze samofinansowania<sup>27</sup>. Jest to jednocześnie czynnik istotnie zwiększający płynność finansową przedsiębiorstwa, więc także ograniczający ryzyko niepowodzenia jego rozwoju.

Niemniej ważnym aspektem działalności inwestorów VC/PE jest **wspieranie w zarządzaniu przedsiębiorstw**, w które inwestują. W zamian za nabyty pakiet udziałów udzielają oni nie tylko finansowania, ale także wydatnej pomocy w działalności firmy<sup>28</sup>. Dla przedsiębiorstwa jest to dodatkowy, ale bardzo efektywny czynnik rozwoju, bowiem fundusz VC/PE dysponuje zwykle znacznym doświadczeniem biznesowym nabytym przy poprzednio zrealizowanych inwestycjach oraz zatrudnia wyselekcjonowanych specjalistów pełniących w przedsiębiorstwie funkcje doradcze, a czasem także wykonawcze (np. zasiadając w zarządzie, radzie nadzorczej)<sup>29</sup>. Natomiast dla inwestora VC/PE jest to instrument redukujący ry-

<sup>24</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 111–112.

<sup>25</sup> Por. B. Mikołajczyk, *Instytucje wspomagające...*, s. 35; L. Lewandowska, *Rozwój firmy. Koncepcje zarządzania i finansowania*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2001, s. 33.

<sup>26</sup> Zob.: M. Molo, M. Bielówka, *Przegląd dostępnych źródeł finansowania...*, s. 58.

<sup>27</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 15.

<sup>28</sup> Zob. L. Lewandowska, *Rozwój firmy...*, s. 33.

<sup>29</sup> Por.: G. Arnold, *Corporate...*, s. 431; B. Mikołajczyk, *Instytucje wspomagające...*, s. 35; K. Kosińska, *Fundusz inwestycyjny pomaga, ale i wymaga*, „Puls Biznesu”, 2 czerwca 2003.

zyko niepowodzenia inwestycji – jest on wówczas aktywnym uczestnikiem firmy i „osobiście” dba o swoje interesy.

Do instrumentów ograniczających ryzyko inwestycji VC/PE J. Węclawski zalicza ponadto inwestowanie w przedsiębiorstwa, które już przeszły weryfikację rynkową<sup>30</sup>. Jednakże opisane dotąd metody ograniczania ryzyka mogą być stosowane przy wszystkich stadiach inwestycyjnych spółek portfelowych, natomiast unikanie inwestowania w spółki z faz wcześniejszych jest nie tyle sposobem ograniczania ryzyka, co raczej unikaniem go. Innymi słowy, wybierając późniejsze fazy rozwoju inwestor VC/PE świadomie podejmuje niższe ryzyko, wiedząc, że zmniejsza jednocześnie potencjał swojej zyskowności. Taką politykę należy więc raczej uznać za realizację indywidualnych preferencji inwestora VC/PE, a nie za metodę ograniczania ryzyka.

Omówione powyżej metody redukcji ryzyka dotyczą indywidualnych inwestycji, podczas gdy wymieniona w zestawieniu jako ostatnia – czyli dywersyfikacja – odnosi się do polityki inwestycyjnej na poziomie całego funduszu (różnicowanie portfela inwestycyjnego) i szerzej, do całej klasy aktywów. Jako zjawisko mające wielki wpływ na kształtowanie się zagregowanych stóp zwrotu (które podlegają badaniu przy weryfikacji hipotezy 4) dywersyfikacja zostaje omówiona w następnym, odrębnym punkcie.

## 1.5. Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego

Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego jest podstawowym elementem polityki inwestycyjnej funduszu VC/PE, ma ona istotne znaczenie dla globalnych efektów, które on wypracowuje. Inwestorzy VC/PE ograniczają ryzyko poprzez odpowiednią strukturalizację udziałów i kompensowanie strat w niektórych przedsięwzięciach wysokimi zyskami w innych<sup>31</sup>. Właśnie z racji tego, że stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji bywa bardzo zróżnicowana, a ostateczna rentowność jest ich wypadkową, właściwa strukturalizacja portfela ma na tę rentowność bezpośrednie przełożenie. Podejście to jest typowe dla wszystkich inwestorów działających na rynku kapitałowym, ale nabiera szczególnego znaczenia w przypadku specyficznego rynku Venture Capital / Private Equity. Istnieje tu niepisana zasada określana jako reguła 2:6:2, która oznacza, że spośród dziesięciu inwestycji dwie będą kompletnym niepowodzeniem (a ich bankructwo uważa się za normalny „wypadek przy pracy”), następne sześć przyniesie dochód przeciętny (oczywiście z pewnym zróżnicowaniem), a dwie doskonale się rozwiną i dadzą zysk o wiele większy niż z całego portfela<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> Zob.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 111.

<sup>31</sup> W. Grudzewski, I. Hejduk, *Małe i średnie przedsiębiorstwa...*, s. 68.

<sup>32</sup> Zob.: G. Arnold, *Corporate...*, s. 425; T. Gruszecki, *Przedsiębiorca...*, s. 211.

Warto tu podkreślić, że zasada ta jest zgodna z pojmowaniem ryzyka jako statystycznego rozkładu prawdopodobieństwa osiągnięcia różnych stóp zwrotu, co wyraża się wariancją tych stóp zwrotu – znaczny rozrzut faktycznie zrealizowanych zysków przekłada się na wysoką wartość wariancji, co interpretuje się jako wysokie ryzyko inwestycyjne (szerzej o tej zależności w punkcie 1.8).

Przez dywersyfikację (czy szerzej: strukturalizację) portfela rozumie się działania dwojakiego rodzaju. Pierwszym jest wyznaczenie zakresu dopuszczalnej wielkości poszczególnych inwestycji (dywersyfikacja wartościowa portfela), drugim zaś – określenie preferencji co do cech przedsiębiorstw, które mają wejść do portfela inwestora (dywersyfikacja portfela co do branż i/lub etapów rozwoju). Oba działania mają na celu redukcję ryzyka i/lub zwiększanie potencjału rentowności portfela.

Wielkość pojedynczej inwestycji jest najczęściej określana przez wyznaczenie widełek – kwoty minimalnej i maksymalnej. Przed ponoszeniem nadmiernego ryzyka ma chronić przede wszystkim górny limit. Inwestycje o znacznych wartościach tworzą portfel o niewielkiej ilości spółek, a więc słabo zdywersyfikowany i przez to wystawiony na duże ryzyko. Znaczna koncentracja powoduje bowiem wysoką wrażliwość takiego portfela na wszelkie ekonomiczne kłopoty poszczególnych przedsiębiorstw<sup>33</sup>. Ponadto poniesienie strat w przypadku dużej inwestycji jest samo przez się bardzo dotkliwe, dlatego konieczne jest rozproszenie ryzyka na mniejsze projekty<sup>34</sup>.

Skrajność przeciwna, czyli wiele małych inwestycji, również jest nieefektywna. Zbyt duże rozdrobnienie inwestycji w portfelu minimalizuje, co prawda, ryzyko, ale z kolei powoduje znaczne trudności przy jego monitorowaniu, które stają się wówczas albo zbyt kosztowne, albo mało skuteczne<sup>35</sup>. Dodatkowo przeciwko nadmiernej dywersyfikacji przemawiają także koszty stałe ponoszone przy rozpatrywaniu projektów inwestycyjnych. Zdarza się, że limit maksymalny jest przekroczony, gdy inwestycja jest szczególnie obiecująca, natomiast nie zdarza się, by fundusz inwestował kwotę mniejszą od określonego przez siebie minimum, bo przy małym projekcie nakład pracy jest ten sam, co przy dużym, a zysk mniejszy<sup>36</sup>.

Stosunkowo prostą metodą określenia limitów inwestycyjnych wydaje się wskazanie minimalnej i maksymalnej liczby przedsiębiorstw, które inwestor jest zdolny skutecznie monitorować. Ilości te wyznaczają procentowe udziały pojedynczych projektów w masie funduszu przeznaczanego do inwestowania, a stąd z kolei łatwo wyznaczyć limity kwotowe. Można to zilustrować następującym

---

<sup>33</sup> Por.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 52.

<sup>34</sup> Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, *Oferta dla firm średnich...*, s. 104.

<sup>35</sup> Por.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 52.

<sup>36</sup> Zob.: K. Kozłowska, *V... jak venture capital*, „Puls Biznesu”, dodatek „Vademecum usług finansowych”, 17 listopada 2003.

przykładem: inwestor VC/PE dysponuje funduszem wielkości 65 mln USD; określa on, że do portfela może wejść najwyżej 30 przedsiębiorstw i nie mniej niż 7. Stąd minimalna wielkość inwestycji to  $1/30$ , czyli 3,3% całego kapitału (kwota: 2 145 tys. USD), a maksymalna to  $1/7$ , czyli 14,3% (kwota: 9 295 tys. USD). Oczywiście kwota minimalna nie może być mniejsza niż koszt zbadania samego projektu, a kwota maksymalna musi się mieścić w granicach zdrowego rozsądku.

Drugim typem dywersyfikacji portfela jest różnicowanie spółek portfelowych pod względem branż, w których działają, i/lub etapów rozwoju, na jakich się znajdują. Przyjęta pod tym względem polityka inwestycyjna determinuje stopień specjalizacji funduszu VC/PE. Jest to jedno z kryteriów klasyfikowania tych podmiotów – różni się tu fundusze specjalistyczne i uniwersalne. Są różne powody, dla których preferowane jest jedno bądź drugie podejście, tu istotne są skutki przyjęcia jednej z tych dwóch strategii dla optymalizacji stosunku rentowności do ryzyka.

Zawężanie działalności (preferowanie tylko niektórych stadiów rozwoju, branż lub obszarów terytorialnych) jest korzystne z punktu widzenia selekcji projektów inwestycyjnych oraz ich monitorowania i zarządzania – specjalizacja pozwala funduszowi znacznie skuteczniej wspierać swym doświadczeniem i wiedzą przedsiębiorstwa, w które zainwestował. Jednakże zbyt wąska specjalizacja generuje z kolei wysokie ryzyko<sup>37</sup>. Ma ono swe źródło w zmienności koniunktury gospodarczej. W przypadku specjalizacji dotyczącej wczesnych faz rozwoju (zasiew, *start-up*) wysokie ryzyko bierze się stąd, że ich sektor jest wyjątkowo narażony na kryzysy gospodarcze. Okresy osłabienia i recesji ekonomicznej w kraju przejawiają się przede wszystkim spadkiem aktywności w zakładaniu nowych firm, podczas gdy sektor firm istniejących podejmuje działania zmierzające do przetrwania. Podaż projektów zasiewowych i startowych podlega więc znacznie silniejszym wahaniom niż podaż projektów będących w fazach późniejszych. W przypadku specjalizacji w wybranych branżach ryzyko to wynika głównie z cyklicznych zmian koniunktury w jednych branżach kosztem innych. Przyczynę tego zjawiska można by nazwać „konkurencyjnością branż”, przykładowo przemysł lotniczy może rywalizować z motoryzacyjnym, a branża komputerowa jest poważnym konkurentem przemysłu poligraficznego.

Metodą ograniczania ryzyka związanego ze specjalizacją jest dywersyfikacja udziałów (ze względu na branżę, fazę rozwoju, obszar działania). Tak postępują fundusze uniwersalne. Może to być efekt świadomie przyjętej strategii lub tylko odrzucenia koncepcji specjalizacji. Idea dywersyfikacji jest tu analogiczna jak w przypadku typowego inwestowania na giełdzie, gdzie jej wyrazem jest współczynnik korelacji stóp zwrotu różnych akcji. Inwestycja w dwie akcje powiązane ujemnym współczynnikiem korelacji stóp zwrotu oznacza kompensowanie strat na jednej z nich zyskami

---

<sup>37</sup> Zob.: P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 52.



na drugiej. Umiejętne wykorzystanie tego współczynnika pozwala na znalezienie takiej struktury portfela, która pozwala na osiągnięcie stopy zwrotu dostępnej przy pojedynczych akcjach, ale przy znacznie ograniczonym ryzyku<sup>38</sup>.

W przypadku inwestorów VC/PE technika ta polega na inwestowaniu w różnych branżach, regionach, stadiach rozwoju. Niskie zyski (lub straty) wywołane złą koniunkturą w danych obszarach (branżach, stadiach, regionach) są kompensowane wysokimi zwrotami w pozostałych. Podejście uniwersalistyczne ma jednak tę wadę, że ogranicza możliwości dogłębnego badania i oceny projektów oraz późniejszego wspierania i monitorowania wspartych kapitałowo przedsiębiorstw. Ponadto ograniczając ryzyko, zawęża się jednocześnie potencjalną zyskowność globalną. W przypadku specjalizacji w danym obszarze (branż, regionów, faz) okres dobrej koniunktury daje wysoką rentowność ze wszystkich lub znacznej większości inwestycji dokonanych w jego zakresie. Fundusze uniwersalne znacznie mniej korzystają wówczas na takim boomie.

Dyweryfikacja portfela funduszy VC/PE ma ogromne znaczenie dla redukcji ponoszonego przez nie ryzyka inwestycyjnego, a pośrednio także ryzyka charakteryzującego całą klasę aktywów (szerzej o tym w punkcie 1.8).

## 1.6. Metody pomiaru stóp zwrotu – indywidualnych i zagregowanych

Nauka o finansach i jej praktyczne zastosowania wykształciły różne metody wyznaczania rentowności i obliczania stóp zwrotu. W bankowości mówi się o oprocentowaniu lub stopie odsetek, natomiast na rynkach kapitałowych operuje się raczej pojęciem stopy zwrotu. Najprostszym jej ujęciem jest formuła<sup>39</sup>:

$$\text{stopa zwrotu} = \frac{\text{przychód} - \text{nakład}}{\text{nakład}} (\times 100\%)$$

Tak liczona stopa zwrotu jest często używana do zobrazowania inwestycji w akcje czy indeksy na giełdzie. W odniesieniu do pojedynczej inwestycji VC/PE ta formuła również bywa wystarczająca i jest często używana przez praktyków, przy czym stosuje się jej modyfikację, równie prostą w interpretacji:

<sup>38</sup> Szerzej zob. np.: K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 121–144.

<sup>39</sup> Por. np.: *Instrumenty zarządzania finansami w przedsiębiorstwie*, praca zbiorowa pod red. M. Wypycha, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi, Łódź 2010, s. 47; K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje...*, s. 95.

$$\text{zwrot (krotność)} = \frac{\text{przychód}}{\text{nakład}}$$

Przykładowo, jeśli w spółkę zainwestowano 5 mln zł, a po pewnym czasie sprzedano inwestycję (udziały) za 19 mln zł, to według pierwszej formuły stopa zwrotu wyniosła 280%, zaś według drugiej zwrot był 3,8 raza większy od nakładu (stanowił 3,8-krotność nakładu); osoba zarządzająca inwestycją powie wówczas, zaokrąglając, że zarobiła „4 razy pieniądze”, co stanowi spolszczenie angielskiego określenia *4 times money*, gdzie *money* oznacza oczywiście nakład mierzony gotówką wydaną w momencie dokonania inwestycji. Zwrot „x razy pieniądze” nie jest najszcześniejszą formą z punktu widzenia gramatyki<sup>40</sup>, ale taki się przyjęło i każdy wie, o co chodzi.

Opisane powyżej formuły do liczenia stóp zwrotu mają istotną wadę: nie uwzględniają okresu inwestycji. Porównując transakcję, która dała 3-krotność zwrotu nakładu, z inną, w której zarobiono 4-krotność nakładu, za lepszą uznamy oczywiście tę drugą – ale będzie to opinia błędna, jeśli okaże się, że pierwsza inwestycja trwała tylko rok, a druga lat np. siedem. Wada ta jest tym bardziej widoczna, gdy w okresie inwestycji zamiast tylko dwóch przepływów gotówki (1. nakład, 2. wpływ z dezinwestycji) występuje ich więcej (np. wtórne fazy dofinansowania spółki czy wypłaty dywidend, których, co prawda, się unika, ale nie są wszak wykluczone). Ilustrując przykładem: 7-letnia inwestycja, która dała 300% zwrotu nakładu, inaczej będzie oceniona, jeśli te 300% zrealizowano dopiero na koniec siódmego roku, a inaczej, jeśli np. 200% zwrotu osiągnięto już po 2 latach, a na koniec siódmego roku pozostałe 100%.

Nauka o finansach, rozwijając metody kalkulacji wartości pieniądza w czasie, poradziła sobie z tym problemem, wprowadzając formułę wewnętrznej stopy zwrotu.

**Wewnętrzna stopa zwrotu (*Internal Rate of Return, IRR*)** to taka wartość stopy procentowej, przy której wartość bieżąca netto (NPV) przepływów pieniężnych związanych z inwestycją jest zerowa.

Często przyjmuje się, że nakład inwestycyjny ponoszony jest tylko na początku okresu inwestycji, czyli że jest jedynym ujemnym przepływem pieniężnym – w takim przypadku wzór służący do wyznaczania IRR przyjmuje postać<sup>41</sup>:

$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} - C_0 = 0$$

<sup>40</sup> Nie najgorszą alternatywą mógłby być termin „krotność przysporzenia” zasłyszany od pewnej praktyka z branży VC/PE.

<sup>41</sup> Zob.: K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje...*, s. 40–41.

gdzie  $CF_t$  to wpływy pieniężne z tytułu inwestycji,  $C_0$  to nakład inwestycyjny,  $n$  to ilość lat trwania inwestycji, a  $t$  to numer każdego roku.

Wzór ten nie wyklucza występowania w dalszych latach inwestycji przepływów ujemnych (np. dodatkowych transz nakładów inwestycyjnych), bowiem wartości  $CF_t$  mogą przyjmować ujemne wartości. Dlatego też spotyka się prostszy zapis formuły:

$$\sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} = 0$$

gdzie  $CF_t$  to wszelkie przepływy pieniężne z tytułu inwestycji (dodatnie i ujemne), sumowane już od okresu  $t = 0$  (moment poniesienia pierwszego nakładu), pozostałe oznaczenia jak wyżej. Formuła jest tożsama z poprzednią, różni się tylko jej zapis.

Wyznaczenie IRR sprowadza się do rozwiązania równania danego powyższą formułą. Konstrukcja wzoru powoduje, że zmienna pojawia się w mianownikach sumowanych ułamków i jest podnoszona do różnych potęg, co uniemożliwia wyprowadzenie na nią prostego wzoru (ze zmienną po lewej stronie równania), dlatego do jej obliczania stosuje się zwykle specjalne kalkulatory lub programy komputerowe. W literaturze można jednak znaleźć także metody interpolacyjne, pozwalające na „ręczne” wyznaczenie przybliżenia szukanej wartości<sup>42</sup>.

Jak wynika z metodologii liczenia IRR, jest to formuła, która pozwala skalkulować wiele przepływów w różnych momentach i daje wynik w postaci ujednoliconej, składanej stopy zwrotu za dany przedział czasowy (najczęściej roczny). Tak wyliczona stopa procentowa może być bezpośrednio porównywana ze stopami zwrotu z alternatywnych lokat kapitału, liczonymi za te same okresy – roczna IRR jest więc szczególnie przydatna przy porównaniach z oprocentowaniem depozytów bankowych (które również podawane jest zazwyczaj w skali rocznej).

IRR znalazło szerokie zastosowanie w raportowaniu wyników osiągniętych na rynku Venture Capital / Private Equity. Parametr ten wylicza się bowiem nie tylko dla inwestycji w pojedyncze spółki, ale również dla całej działalności inwestycyjnej danego funduszu oraz dla grup funduszy, uzyskuje się w ten sposób zagregowane stopy zwrotu dla wybranych regionów (państw, kontynentów, całego świata) z uwzględnieniem grupowania według specjalizacji funduszy i/lub według roku ich utworzenia. Regularnym obliczaniem i publikowaniem takich danych zajmują się firmy typu Thomson Reuters oraz stowarzyszenia Venture Capital / Private Equity, takie jak EVCA. Dane te pozwalają poznać rentowność inwestycji VC/PE w różnych przekrojach i śledzić jej zmiany w czasie. W przypadku wyznaczenia

<sup>42</sup> Szerzej zob.: *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, praca zbiorowa pod red. M. Wypycha, Absolwent, Łódź 1997, s. 352–356.

agregatowych wielkości IRR możliwe są jednak różne podejścia, co wymaga bliższego wyjaśnienia.

Podstawową miarą zwrotu jest IRR pojedynczego funduszu. Oblicza się ją na dany dzień, czyli od dnia utworzenia funduszu (tzw. *IRR since inception*) do określonej (zwykle aktualnej) daty. Do obliczeń jako przepływy ujemne przyjmuje się kwoty wpłacone do funduszu przez inwestorów, natomiast wszelkie wypłacane im zyski są przepływami dodatnimi. W przypadku funduszu, który nie zakończył jeszcze działalności, za końcowy przepływ dodatni przyjmuje się wartość rezydualną, czyli wartość posiadanych przez fundusz spółek portfelowych (wartość aktywów netto funduszu), wycenioną na dzień, na który oblicza się IRR. Aby obliczona IRR była stopą netto, do obliczeń przyjmuje się „zwrot dla inwestorów” (*returns net to investors; net to limited partners*), czyli przepływy pieniężne pomniejsza się o wydatki na rzecz firmy zarządzającej funduszem (opłaty za zarządzanie i tzw. *carried interest* – udziały firmy zarządzającej w zyskach funduszu). W przypadku zależnych (*captive*) lub częściowo zależnych (*semi-captive*) wehikułów inwestycyjnych, w których nie występują opłaty za zarządzanie ani *carried interest*, przy obliczaniu IRR używa się założonych wartości tych kwot. Gdy obliczenia prowadzone są na danych miesięcznych, na końcu wartość stopy IRR się annualizuje, czyli sprowadza do wielkości rocznej<sup>43</sup>.

Należy zwrócić uwagę, że pewną niedoskonałością jest tu szacowanie wartości rezydualnej (wartości niezrealizowanych zysków), która w dużej mierze wpływa na wielkość obliczonej IRR. Wycena spółek portfelowych na dany dzień ma charakter nieco subiektywny, zależy choćby od wyboru metody wyceny przez menedżerów. W trosce o rzetelność danych instytucje prowadzące ich zbieranie i raportowanie danych o sektorze opracowują i publikują zasady i wskazówki mające wspomagać i ujednoczyć te procesy<sup>44</sup>. Szczególną pozycją publikacyjną w tym zakresie jest przewodnik<sup>45</sup> tworzony przy współudziale około 40 organizacji branżowych, a redagowany przez *International Private Equity and Venture Capital Valuation Board* (IPEV Board), niezależny organ powołany specjalnie do tego celu przez AFIC, BVCA i EVCA.

Dla wyznaczenia stopy zwrotu określonej grupy funduszy (np. w obrębie danego państwa) stosuje się wielkości średnie. Istnieje tu kilka możliwości. Najprostsza jest zwykła średnia arytmetyczna, ale jej istotną wadą jest to, że nie uwzględnia wartości poszczególnych składników – wysokie stopy zwrotu małych

<sup>43</sup> NVCA Yearbook 2007, s. 13; *European Benchmark Performance Statistics. Frequently Asked Questions*, EVCA & Thomson Venture Economics, 2005, s. 16, [www.indiavca.org](http://www.indiavca.org) (dostęp 22.04.2008).

<sup>44</sup> NVCA Yearbook 2007, s. 13–15, 55.

<sup>45</sup> *International Private Equity and Venture Capital Valuation*, IPEV Board, sierpień 2010, <http://www.privateequityvaluation.com> (dostęp 04.08.2012).

funduszy zawiązają ogólny wynik. Drugą możliwością jest średnia ważona kapitałami – im większy fundusz, tym większy wpływ ma osiągnięta przez niego stopa IRR na średnią grupy; tę z kolei średnią zniekształca brak uwzględnienia czynnika czasu (stopy zwrotu poszczególnych funduszy dotyczą różnych okresów czasowych). Najwłaściwsze, wolne od opisanych wad, jest wyznaczanie **zagregowanej IRR** (tzw. **pooled IRR**). Do jej obliczenia najpierw agreguje się przepływy pieniężne wykazane przez wszystkie fundusze wzięte do obliczeń, następnie sumuje się je w odpowiednich okresach czasowych i otrzymane w ten sposób zestawienie strumieni pieniężnych (oraz wartości rezydualnych) traktuje się tak, jakby to były przepływy jednego funduszu. Na ich podstawie oblicza się zagregowaną IRR, czyli IRR dla zbioru (*pool*) funduszy. Ten typ średniej uwzględnia zarówno wartości poszczególnych przepływów pieniężnych, jak i momenty ich wystąpienia<sup>46</sup>.

Omówione powyżej stopy zwrotu obliczane są za okres od powstania funduszu (*since inception*). Istnieje jednak podejście alternatywne, określone trudnym do przetłumaczenia terminem **horizon IRR** lub **horizon return**<sup>47</sup>. Jego istota polega na obliczaniu IRR między dwoma punktami w czasie, gdzie punkt końcowy jest ustalony (zwykle jako jakaś aktualna data, podobnie jak przy IRR od powstania), ale punkt początkowy jest zmienny i przyjmowany jest jako rok, 3, 5, 10 czy 20 lat wstecz od przyjętego momentu końcowego. Tu również wartość rezydualna (wartość aktywów netto na koniec okresu) przyjmowana jest jako końcowy przepływ dodatni, natomiast za początkowy przepływ ujemny przyjmuje się analogiczną wartość aktywów funduszu z początku tego okresu<sup>48</sup>. Dla przykładu: do obliczenia 5-letniej *horizon IRR* na dzień 31.12.2011 r. przyjmuje się wartość aktywów netto funduszu na dzień 31.12.2006 r. jako początkowy przepływ ujemny, wszystkie przepływy pieniężne (dodatnie i ujemne), które wystąpiły od 1 stycznia 2007 do końca 2011 r., oraz jako końcowy przepływ dodatni – wartość rezydualną funduszu na 31.12.2011 r.

Zestawienie obliczonych *horizon IRR* dla różnych długości horyzontu czasowego pozwala wychwycić wpływ okresu inwestycji na wysokość osiąganych zwrotów. Dłuższe horyzonty czasowe lepiej przedstawiają kształtowanie się długoterminowych zwrotów, bowiem odzwierciedlają efekty działalności w ciągu przynajmniej jednego pełnego cyklu życia funduszu<sup>49</sup>. Z tych samych powodów zaleca się ostrożność przy interpretowaniu stóp zwrotu dla najkrótszych,

<sup>46</sup> NVCA Yearbook 2007, s. 63; *European Benchmark Performance Statistics...*

<sup>47</sup> Proponowany przez niektórych autorów polski odpowiednik „horyzontalna IRR” / „horyzontalny zwrot” jest mylący, bowiem w języku polskim słowo „horyzontalny” kojarzy się z przymiotnikiem „poziomy”, a nie z rzeczownikiem „horyzont”. Tłumaczenie opisowe mogłoby brzmieć: „IRR (stopa zwrotu) dla określonego horyzontu czasowego”.

<sup>48</sup> NVCA Yearbook 2007, s. 13, 65; *European Benchmark Performance Statistics...*, s. 7, 16.

<sup>49</sup> NVCA Yearbook 2007, s. 14, 52.

zwłaszcza rocznych horyzontów czasowych – są one bardzo zmienne i nie odzwierciedlają długoterminowości charakteryzującej inwestycje VC/PE; nie można zainwestować środków w fundusz VC/PE na okres jednego roku. Stopy zwrotu dla horyzontu rocznego mogą służyć jedynie jako wskaźniki orientacyjne<sup>50</sup>.

W publikacjach statystycznych często spotykane są także zestawienia i wykresy przedstawiające X-letnią kroczącą stopę IRR z szeregu kolejnych lat (gdzie X to liczba lat; np. *5-year rolling IRR*, czyli 5-letnia krocząca IRR). Pokazują one kształtowanie się X-letniej *horizon IRR* na przestrzeni badanego okresu, pozwalają oceniać trendy zmian rentowności i analizować je w odniesieniu do innych danych dotyczących rynku<sup>51</sup>.

Ponadto stosuje się inne jeszcze miary obrazujące osiągnięte wyniki funduszy VC/PE – są one konstruowane z uwzględnieniem ich przydatności dla inwestorów, angażujących środki w tym sektorze. Są to tzw. „krotności” (*multiples*), czyli wskaźniki<sup>52</sup>:

- wypłaty do wpłat (***distribution to paid-in, DPI***) – wskaźnik mierzy stosunek skumulowanych wypłat, jakie fundusz dał inwestorom, do skumulowanych wpłat do funduszu; DPI jest wskaźnikiem netto, tzn. po pomniejszeniu o opłaty za zarządzanie i *carried interest*; jest on też często zwany zwrotem gotówkowym (*cash-on-cash return*); to względna miara zrealizowanych zwrotów z inwestycji;
- wartość rezydualna do wpłat (***residual value to paid-in, RVPI***) – jest to stosunek wartości rezydualnej, czyli oszacowanej wartości aktywów funduszu netto (pomniejszonej o opłaty za zarządzanie i *carried interest*) do skumulowanej wartości wpłat dokonanych przez inwestorów do funduszu; jest to miara niezrealizowanych zwrotów z inwestycji;
- całkowita wartość do wpłat (***total value to paid-in, TVPI***) – to suma DPI i RVPI.

## 1.7. Rzeczywiste stopy zwrotu osiągnięte na rynkach VC/PE

Rzeczywiste stopy zwrotu osiągnięte na rynkach VC/PE przyjmują bardzo zróżnicowane wartości. W literaturze tematu często przywołuje się przykłady inwestycji, które odniosły spektakularny sukces (jedną z najstarszych to spółka *Digital Equipment Corporation*, na której firma *American Research & Development Corporation* zrealizowała 530-krotność nakładu w ciągu 9 lat<sup>53</sup>). O wiele rzadziej wspomina się o transakcjach nieudanych, przynoszących przychód poniżej nakładu (czyli stratę) lub kończących się całkowitą utratą zainwestowanego kapitału.

<sup>50</sup> BVCA *Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2006*, s. 56.

<sup>51</sup> NVCA *Yearbook 2007*, s. 52; *European Benchmark Performance Statistics...*, s. 16.

<sup>52</sup> *European Benchmark Performance Statistics...*, s. 8; NVCA *Yearbook 2007*, s. 53.

<sup>53</sup> Zob.: J. Krajewski, *Tani kapitał...*, s. 170.

Trudno o zbiorcze dane dotyczące stóp zwrotu z pojedynczych inwestycji, są jednak publikacje prezentujące statystyki stóp zwrotu osiągniętych na poszczególnych rynkach (krajowych, regionalnych itd.). Takie publikacje z wynikami firm VC/PE (*VC/PE performance data*) zawierają wartości stóp zwrotu obliczonych według metodologii opisanej w poprzednim punkcie, najczęściej są to: *IRR since inception* (IRR od założenia firm/funduszy) oraz *horizon IRR* (IRR dla określonego przedziału czasu wstecz od aktualnej daty). Tabela 14 przedstawia przykłady takich stóp.

Tabela 14. Stopy zwrotu (zagregowane IRR netto dla inwestorów; w %) i wskaźnik zrealizowanych wypłat do wpłat (DPI; w krotnościach) na dzień 31.12.2010, fundusze w USA i Europie według roku ich założenia

Rok założenia	Fundusze VC w USA		Lata założenia	Fundusze VC w Europie		Fundusze <i>Buyout</i> w Europie		Fundusze PE w Europie	
	IRR	DPI		IRR	DPI	IRR	DPI	IRR	DPI
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1981	8,47	1,76	1980–1984	6,3	1,66	8,3	1,91	6,8	1,72
1982	7,38	1,78							
1983	10,23	2,01							
1984	8,62	1,76							
1985	12,90	2,68	1985–1989	7,8	1,45	13,3	1,64	8,9	1,21
1986	14,52	2,89							
1987	18,27	2,72							
1988	18,90	2,41							
1989	19,16	2,59							
1990	33,96	3,21	1990–1994	11,4	1,49	18,2	2,05	16,2	1,90
1991	26,77	3,01							
1992	32,79	3,12							
1993	46,65	4,11							
1994	55,63	5,31							
1995	87,95	6,15	1995–1999	0,7	0,63	12,8	1,41	10,4	1,25
1996	103,28	4,96							
1997	90,97	3,02							
1998	12,32	1,33							
1999	-1,06	0,71							



1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	-1,04	0,56	2000– 2004	-0,4	0,24	19,3	1,30	13,7	1,12
2001	1,16	0,47							
2002	0,14	0,48							
2003	4,80	0,39							
2004	7,98	0,26							
2005	3,16	0,17	2005– 2009	-1,1	0,10	-0,8	0,15	-0,8	0,14
2006	2,36	0,09							
2007	5,82	0,06							
2008	11,19	0,05							
2009	4,81	0,01							
2010	-5,50	0,00	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *U.S. Venture Capital Index And Selected Benchmark Statistics. Private Investments*, Cambridge Associates LLC, December 31.2010, [www.nvca.com](http://www.nvca.com) oraz *2010 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study*, EVCA/Thomson Reuters, June 2011, [www.evca.com](http://www.evca.com); dla USA dane dotyczą tylko funduszy Venture Capital, dla Europy – funduszy Private Equity ogółem oraz z rozróżnieniem na fundusze Venture Capital i fundusze wykupowe (*Buyout Funds*); wskaźniki IRR i DPI objaśniono w punkcie 1.6.

Analizując dane zebrane w tej tabeli, łatwo zauważyć, że największe stopy zwrotu na 31.12.2010 r. przyniosły inwestorom fundusze utworzone w połowie lat 90. Amerykańskie fundusze VC utworzone w latach 1995–1997 wykazały wartości IRR przekraczające 80% w skali roku (fundusze z roku 1996 charakteryzuje stopa 103,28% rocznie). Wysoką dochodowość dały też nieco starsze fundusze, co lepiej obrazuje wskaźnik DPI – inwestorzy zewnętrzni, którzy zaangażowali swoje pieniądze w amerykańskie fundusze VC utworzone w latach 1993–1996, otrzymali dotąd zwroty stanowiące ponad 4-krotność ich wkładów (rekord odnotowały fundusze założone w 1995 r., z których za każdego zainwestowanego dolara kapitałodawcy otrzymali jak dotąd 6,15 dolarów zwrotu w gotówce).

Podobnie jest wśród funduszy europejskich, przy czym tu wyniki są mniej zróżnicowane, bowiem autorzy raportu przedstawiają je dla funduszy grupowanych według pięcioletnich – a nie rocznych – okresów ich założenia. Mimo to widać jednoznacznie, że fundusze utworzone w pierwszej połowie lat 90. przewyższają wynikami swoich starszych i młodszych konkurentów, dając stopę zwrotu na poziomie ponad 16% rocznie i prawie 2-krotny zwrot włożonego kapitału (wynik DPI dla całej klasy Private Equity). Charakterystyczne jest, że europejskie fundusze VC z tego okresu wykazują znacząco niższą efektywność inwestycyjną od ich amerykańskich odpowiedników: dają one IRR wynoszącą średnio 11,4% i 1,49 wypłaty za jednostkę gotówki włożonej, podczas gdy ich odpowiedniki z USA z tego okresu nie zeszły poniżej 26% zwrotu rocznego i 3-krotności zwrotu

gotówki dla inwestorów. Prawidłowość ta widoczna jest dla wszystkich funduszy, niezależnie od okresu założenia, co pozwala oceniać amerykańskie firmy VC jako efektywniejsze w zarządzaniu środkami powierzonymi im przez inwestorów niż firmy VC działające w Europie. Zaskakujące jest również, że europejskie fundusze VC notują niższe wyniki od europejskich funduszy specjalizujących się w wykupach (*Buyout Funds*) – teoria nakazywałaby spodziewać się proporcji odwrotnej.

W kontraście do bardzo dobrych wyników funduszy zakładanych na początku i w połowie lat 90. stoją efekty działania funduszy uruchamianych kilka lat później. Fundusze amerykańskie tworzone w latach 1999 i 2000 wykazały na koniec roku 2010 ujemne stopy zwrotu, a ich kapitałodawcy nie otrzymali dotąd (oczywiście uśredniając) wypłat gotówki w pełni pokrywających poczynione nakłady (DPI na poziomie odpowiednio 71% i 56% wniesionych wkładów). W przedstawionych statystykach dla rynku europejskiego fundusze z tych dwóch lat (1999 i 2000) zostają zakwalifikowane do dwóch osobnych grup, w których ich wyniki zostają uśrednione z wynikami funduszy tworzonych wcześniej i później i przez to ich szczególnie słaba dochodowość (której można się domyślać) zostaje nieco zamaskowana. Mimo to grupa funduszy tworzonych w latach 1995–1999 prezentuje wyraźnie słabsze stopy zwrotu (10,4% rocznie dla całego sektora PE, w tym –0,4% dla samych funduszy VC) oraz niskie zwrotności dla inwestorów (1,41 dla grupy *Buyout*, 0,63 dla VC).

Zidentyfikowana tu skrajność wyników funduszy zakładanych przed i po przełomie tysiącleci jest silnie powiązana ze wspomnianym już kilkakrotnie bohem internetowym (*dot com boom*, *internet bubble*), jaki w tym okresie nastąpił<sup>54</sup>. W latach 90. narastało zainteresowanie zakładaniem spółek informatycznych (zwłaszcza o działalności związanej z internetem), rosło również finansowanie tych start-upów przez fundusze (zwłaszcza VC). Ich spektakularne wprowadzenia na giełdę i realizowane przy tym wysokie zyski nakręcały psychologiczną spiralę inwestycyjną i windowały wyceny spółek. Na końcówkę lat 90. przypada szczyt hossy na giełdach, wtedy założone kilka lat wcześniej fundusze spieniężyły (poprzez IPO) wiele swych inwestycji, realizując wysokie zwroty i stąd ich świetne wyniki w tej „grupie wiekowej”. Jednocześnie optymizm, wówczas już przesadnie rozdmuchany, prowadził do zakładania coraz bardziej nieprzemysłanych biznesów, jak i do tworzenia coraz gorzej zarządzanych funduszy, aż zaczęto rewidować ich rzeczywistą wartość. Przegrzana koniunktura odwróciła się, wyceny spółek – a z nimi wskaźniki giełd – gwałtownie spadły (zwłaszcza technologiczny Nasdaq). Wiele spółek zbankrutowało, wiele nie przyniosło spodziewanego wzrostu wartości<sup>55</sup>.

---

<sup>54</sup> Por.: *2010 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study*, EVCA / Thomson Reuters, June 2011, s. 10, [www.evca.com](http://www.evca.com)

<sup>55</sup> Por.: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 199–200.

Ciekawe, że nie jest to zjawisko zupełnie nowe – podobny scenariusz wystąpił w USA 3 dekady wcześniej. Wyjątkowo dobra koniunktura na rynku akcji w latach 1968–1969 napędzała proces nowych emisji, a ponadprzeciętne stopy zwrotu osiągane przy wprowadzaniu do publicznego obrotu spółek wspartych przez Venture Capital przyciągały nowe, znaczne fale kapitału; ale pod koniec 1969 r. koniunktura na rynku akcji nagle się pogorszyła, rozpoczęła się spirala spadków, do czego doszło podniesienie podatków na sfinansowanie wojny w Wietnamie – w efekcie rynek Venture Capital popadł gwałtownie w recesję<sup>56</sup>. Pod koniec XX w. osnowa hossy była zupełnie nowa (spółki technologiczne, zwłaszcza internetowe), ale wzorzec wydarzeń ten sam, oparty o nadmierny optymizm napędzający wzrost kursów na giełdzie. Stąd właśnie pochodzą tak słabe wyniki funduszy datujących swój rodowód na lata 1999–2000.

W dalszych latach można doszukać się kolejnych „fal” lepszych i gorszych wyników, przykładowo amerykańskie fundusze VC tworzone w roku 2004 wykazują zwrot (IRR) na poziomie 7,98% rocznie. Grupa europejskich funduszy VC tworzonych w latach 2000–2004 wykazuje ujemną rentowność, choć zapewne fundusze z roku 2004 wykazały podobną poprawę jak amerykańskie, ale łączny wynik grupy uśredniły w dół straty funduszy z okresu krachu po bańce internetowej. Szczególnie wyraźnie wyróżniają się natomiast europejskie fundusze wykupowe tworzone w pierwszych latach nowego tysiąclecia – przyniosły one 19,3% zwrotu rocznie. Dobre wyniki funduszy z tego okresu mają niewątpliwie związek z korzystnymi wyjściami z inwestycji w okresie hossy na giełdach w latach 2006–2007. Jednocześnie można się spodziewać, że następujący po nich kryzys wpłynie na osiąganie gorszych wyników przez fundusze tworzone w czasie dobrej koniunktury giełdowej.

Omówione dotąd wyniki pozwalają zauważyć, że najlepsze wskaźniki rentowności wykazują fundusze tworzone w czasie złej koniunktury: wyceny spółek są wtedy niskie, zatem kupuje się tanio i przez to osiąga wysokie marże przy sprzedaży<sup>57</sup>.

Warto zauważyć, że wskaźnik wypłat do wpłat inwestorów (DPI) zarówno dla amerykańskich, jak i dla europejskich funduszy VC tworzonych po boomie internetowym pozostaje mniejszy od jedności (inwestorzy – generalizując – dostali jak dotąd wypłaty mniejsze od swoich wkładów). Nie oznacza to, że ich inwestycje mają wartość niższą od wkładów, bo część z nich nie jest jeszcze zrealizowana. W przyszłości wskaźniki DPI tych funduszy mogą, teoretycznie, wzrosnąć powyżej wartości 1, choć skutki kryzysu, jaki zaczął się w roku 2008, oraz pojawiająca się obecnie groźba jego kontynuacji (z racji niepowstrzymanego wzrostu długu Stanów Zjednoczonych i podobnych problemów w Europie) każą wątpić w taki obrót

---

<sup>56</sup> Zob.: W. D. Bygrave, J. A. Timmons, *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston 1992, s. 22.

<sup>57</sup> Por.: 2010 *Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study...*

sprawy. W lepszej sytuacji są inwestorzy, którzy lokowali swe środki w europejskie fundusze wykupowe w latach 2000–2004 – otrzymali oni dotąd (uśredniając) 130% gotówki, którą zainwestowali.

Należy również wskazać niskie wartości IRR i DPI najmłodszych funduszy. Są one typowym zjawiskiem w cyklu życia funduszy VC/PE, określanym jako „krzywa-J” (*J-curve*). Polega ono na tym, że w pierwszych latach swego istnienia fundusze generują koszty i dokonują inwestycji, które dopiero w przyszłości mają stać się zyskowe, w efekcie w tym początkowym okresie fundusze wykazują straty. Przedstawione w tabeli dane potwierdzają tę prawidłowość – europejskie fundusze PE zakładane ostatnio (lata 2005–2009) wykazują na koniec 2010 r. ujemną stopę zwrotu (IRR = –0,8% rocznie), równą stopie funduszy wykupowych, a fundusze VC generują straty jeszcze głębsze (IRR = –1,1% rocznie). Część amerykańskich funduszy VC z tego okresu weszło już w stadium rentowności dodatnich, ale najmłodsze (zakładane w roku 2010) również wykazują wskaźnik ujemny (IRR = –5,5% w skali roku). Jest oczywiste, że i wskaźniki DPI dla tych grup funduszy są niskie – inwestorzy muszą poczekać aż spółki, do których trafiły ich kapitały, dojrzeją do ich korzystnego spieniężenia. Na dzień 31.12.2010 r. amerykańskie fundusze VC oraz europejskie fundusze PE (w tym VC i wykupowe) tworzone po 2004 r. dały inwestorom wypłaty gotówki nie wyższe (uśredniając) niż 17% ich wkładów.

Omówione powyżej stopy zwrotu i wskaźniki DPI mierzone od daty utworzenia funduszu (*since inception*) są wskazane do analizowania efektywności funduszy z uwzględnieniem ich wieku (okoliczności ich powstania i wydarzeń następujących po tym), natomiast są mniej przydatne przy śledzeniu aktualnych trendów rynku. Do tego celu o wiele lepiej nadają się stopy zwrotu mierzone za ustalone okresy wstecz (*horizon IRR*); metoda ich wyznaczania została omówiona w poprzednim punkcie niniejszego rozdziału.

Tabela 15 przedstawia zestawienie wartości IRR za okres 1 roku, 5 lat i 10 lat na dwa wybrane momenty roku 2001 i 2004.

Tabela 15. Wybrane wartości wewnętrznych stóp zwrotu (*horizon IRR*) na wybranych rynkach Venture Capital / Private Equity w latach 1991–2004 według horyzontu czasowego stopy zwrotu i według specjalizacji inwestycyjnej

Horyzont czasowy IRR	1 rok	5 lat	10 lat	1 rok	5 lat	10 lat
1	2	3	4	5	6	7
<b>USA – IRR na dzień:</b>	<b>31.12.2001</b>			<b>31.12.2004</b>		
Venture	–27,8	35,9	26,4	19,3	–1,3	26,0
Buyout	–14,5	5,0	10,8	14,3	2,3	8,4
Private Equity ogółem	–18,5	14,8	17,3	16,4	1,5	12,7
<b>Europa – IRR na dzień:</b>	<b>31.12.2001</b>			<b>31.12.2004</b>		
Venture	–3,0	19,8	14,7	2,0	–2,3	6,3

1	2	3	4	5	6	7
Buyout	1,0	15,4	14,4	22,8	5,7	12,5
Private Equity ogółem	-3,6	16,5	14,4	17,7	2,8	10,4
<b>Australia – IRR na dzień:</b>	<b>30.06.2001</b>			<b>30.06.2004</b>		
Early/Seed/Start-up	b.d.	b.d.	b.d.	-2,9	-0,6	b.d.
Expansion	b.d.	b.d.	b.d.	14,1	2,1	b.d.
Buyout/Later/Generalists	b.d.	b.d.	b.d.	128,4	25,1	b.d.
Private Equity ogółem	-5,8	13,9	12,9	39,5	8,5	b.d.

Uwagi do zestawienia: 1. Dane pochodzą z publikacji z lat 2002–2005 i były potem rewidowane i uaktualniane, dlatego mogą wystąpić rozbieżności między danymi przywołanymi tutaj a analogicznymi danymi prezentowanymi w późniejszych publikacjach; 2. Dane o wynikach australijskich firm VC/PE publikowane są na koniec roku fiskalnego w Australii, tj. na 30 czerwca; 3. b.d. oznacza brak danych wartości w pozyskanym materiale źródłowym.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: USA 2001: Venture Economics / NVCA Press Releases, [cyt. za:] *BVK Nachrichten, Venture Capital in den USA 2001*, [www.bvk-ev.de](http://www.bvk-ev.de); USA 2004: *Venture Capital Returns Held Steady At Year-End 2004, Five Years Return Still Impacted by Tech Bubble Burst*, NVCA, 11 April 2005; Thomson Venture Economics / NVCA, [www.nvca.com](http://www.nvca.com); Europa 2001: *EVCA Network News Supplement: Pan-European Survey of Performance – From Inception to 31 December 2001*, EVCA / Thomson Venture Economics, [www.evca.com](http://www.evca.com); Europa 2004: *Research Notes: Pan-European Survey of Performance – From Inception to 31 December 2004*, EVCA / Thomson Venture Economics, 27 October 2005, [www.evca.com](http://www.evca.com); Australia 2001: *Australian Venture Capital Association Limited 2001 Yearbook*, Prepared by Thomson Financial / Venture Economics, 2002, [www.avcal.com](http://www.avcal.com); Australia 2004: *Australian Venture Capital Association Limited, Industry statistics for the Year Ended 30 June 2004*, Prepared by Thomson Venture Economics, [www.avcal.com](http://www.avcal.com).

Jak pokazują dane zebrane w tej tabeli, rozrzut stóp zwrotu jest znaczny i uzależniony od różnych czynników. Na wykazane wartości stóp zwrotu wpływa:

- rynek, na którym działają fundusze; np. fundusze PE w USA (czyli wszystkie ujęte w badaniu) wykazały na koniec 2004 r. 5-letnią stopę zwrotu na poziomie 1,5% rocznie; ta sama stopa za ten sam okres dla funduszy PE w Europie wyniosła 2,8% rocznie, a w Australii (na 30.06.2004 r.) już 8,5% rocznie;

- specjalizacja funduszy; np. na 30.06.2004 r. australijskie fundusze specjalizujące się we wczesnych fazach wykazały za ostatni ujęty tu rok ujemną stopę zwrotu (-2,9%), podczas gdy w tym samym okresie ta sama stopa wśród funduszy faz późniejszych i uniwersalnych (*Buyout/Later/Generalists*) osiągnęła niebywale wysoki poziom (128,4%);

- moment czasowy, na jaki mierzona jest stopa; np. fundusze europejskie wykazały dość wysokie 5-letnie stopy zwrotu na koniec 2001 r. (15,4% do 19,8% rocznie), tymczasem analogiczne stopy na koniec roku 2004 były już relatywnie niskie (-2,3% rocznie dla funduszy VC, 5,7% rocznie dla funduszy wykupowych);

- horyzont czasowy, za jaki mierzona jest stopa; np. w USA stopy zwrotu na koniec roku 2001 za okres ostatnich 12 miesięcy były silnie ujemne (od -14,5%

dla funduszy wykupowych do  $-27,8\%$  dla funduszy VC), ale na ten sam dzień stopy zwrotu z ostatnich 5 lat były wysokie, zwłaszcza dla grupy funduszy VC ( $35,9\%$  rocznie).

Na osiągnięte wartości omawianych stóp zwrotu wpływ miały też oczywiście okoliczności opisane przy analizie poprzedniej tabeli (a zwłaszcza boom internetowy i jego reperkusje).

Charakterystyczne jest, że stopy zwrotu za krótkie okresy przyjmują bardzo skrajne wartości, podczas gdy stopy dla dłuższych horyzontów czasowych (np. 10-letnie) wykazują mniejszy rozrzut, są dość stabilne. Jest to typowe dla wszelkich inwestycji długoterminowych. W krótkim horyzoncie czasowym następuje niewiele przepływów gotówki (nakłady/wyjścia), przez co na ten typ wskaźnika IRR relatywnie duży wpływ ma sama wartość portfela na początku i na końcu roku. Na rynku mogą zachodzić dynamiczne zmiany, powodujące silne wahania wycen tych aktywów, co z kolei przekłada się często na bardzo wysokie lub bardzo niskie stopy zwrotu. W długim okresie do skalkulowania stopy zwrotu oprócz startowej i końcowej wartości aktywów bierze się także większą ilość rzeczywistych przepływów (niż w skali jednego roku), przez co ich wpływ na wynik staje się znacząco silniejszy od samych wycen na krańcach okresu. Ponadto w długim okresie dynamizm zmian jest częściowo niwelowany przez zdarzenia przeciwstawne, a same inwestycje mają czas, by „dojrzeć” i pokryć tymczasowe straty na inwestycjach nowo poczynionych. Z tego powodu długookresowe IRR są stabilniejsze i nie wykazują tak skrajnych wartości. Ma to istotne znaczenie dla wyboru właściwego wskaźnika do badania hipotezy 4 w tym rozdziale.

## **1.8. Ryzyko jako odchylenie stóp zwrotu na rynkach kapitałowych**

Omówienie ryzyka w kontekście ogólnym oraz metod pomiaru stóp zwrotu pozwala zakończyć tę część pracy skupieniem większej uwagi na szczególnym sposobie pojmowania ryzyka – jako odchylenia stóp zwrotu na rynkach kapitałowych. Koncepcja ta została upowszechniona wraz ze wzrostem popularności tzw. teorii portfela – modeli służących do optymalizacji inwestycji giełdowych (zwłaszcza modelu Markowitza, modelu Sharpe’a)<sup>58</sup>.

Sama koncepcja jest stosunkowo prosta – polega na wyznaczeniu różnych wartości spodziewanych stóp zwrotu z inwestycji w akcje oraz prawdopodobieństw ich osiągnięcia. Z takiego rozkładu oczekiwanych stóp zwrotu wyznacza

---

<sup>58</sup> Szerzej zob. np.: K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje...*, s. 85–180 lub W. Tarczyński, *Rynki kapitałowe – metody ilościowe. Vol. II*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1997.

się średnią stopę zwrotu (syntetyczna miara oczekiwanej zyskowności inwestycji) oraz odchylenie standardowe wszystkich wariantów stopy zwrotu od tej średniej (syntetyczna miara ryzyka inwestycji). Niektórzy preferują mierzenie ryzyka wariacją, jednak wydaje się, że odchylenie standardowe (pierwiastek z wariancji) jest bardziej czytelne, bowiem można je porównywać bezpośrednio z samą średnią stopą zwrotu. Przykładowo, jeśli dla danej akcji wyznaczono oczekiwaną stopę zwrotu na poziomie 15% i odchylenie wynoszące 20%, to można to zinterpretować tak, że inwestor może się spodziewać średnio 15% zwrotu z tej inwestycji, jednak faktyczny zwrot może się różnić od oczekiwanego o średnio 20 punktów procentowych, może więc wynieść 35%, jak i stać się stratą na poziomie -5%.

Wyższa oczekiwana stopa zwrotu oznaczałaby atrakcyjniejszą inwestycję, gdyby nie fakt, że może jej również towarzyszyć (i zwykle towarzyszy) wyższe ryzyko, czyli większe prawdopodobne odchylenie faktycznej stopy zwrotu od spodziewanej. Jest to wyrażona statystycznymi miarami ogólna zasada inwestycji finansowych, że wyższym potencjalnym rentownościom towarzyszy wyższe ryzyko inwestycyjne<sup>59</sup>. Realizacją tej zasady na giełdach papierów wartościowych jest możliwość zwiększania potencjalnej dochodowości przez lokowanie środków w akcje mniejszych spółek (jak np. akcje z indeksu sWIG80 czy akcje handlowane na NewConnect), których kursy są mniej przewidywalne niż kursy blue chipów (duże i renomowane spółki, np. tworzące indeks WIG20), czy wreszcie w kontrakty terminowe, przy których zasada dźwigni finansowej otwiera pole do kilkusetprocentowych zysków jak i stuprocentowych strat w krótkim czasie (skrajnym przykładem jest czysty hazard, w którym ogromne, ale bardzo rzadkie wygrane stoją w opozycji do strat mogących sięgać ponad 100% własnych środków, gdy hazardzista zapożycza się, by grać). Przesuwając się w kierunku przeciwnym, tj. w stronę mniejszego ryzyka, dochodzi się do instrumentów mniej dochodowych i mniej ryzykownych, aż do grupy inwestycji określanych jako całkowicie wolne od ryzyka. Dają one pewien poziom dochodu przy teoretycznie zerowym ryzyku. Wśród tych instrumentów wymienia się zwykle papiery dłużne emitowane przez organy publiczne (np. obligacje rządowe, bony skarbowe, bony banku centralnego), czasem także lokaty bankowe. Faktyczne ryzyko tych instrumentów nie jest całkiem zerowe, zarówno w sensie ogólnym (bankructwo i niewypłacalność państwa jest przecież możliwa), jak i w sensie statystycznym (oprocentowanie tych instrumentów podlega pewnej zmienności w czasie, zatem odchylenie standardowe również przyjmuje wartość niezerową), ale poziom tego ryzyka jest tak niski, że w teorii się go pomija.

---

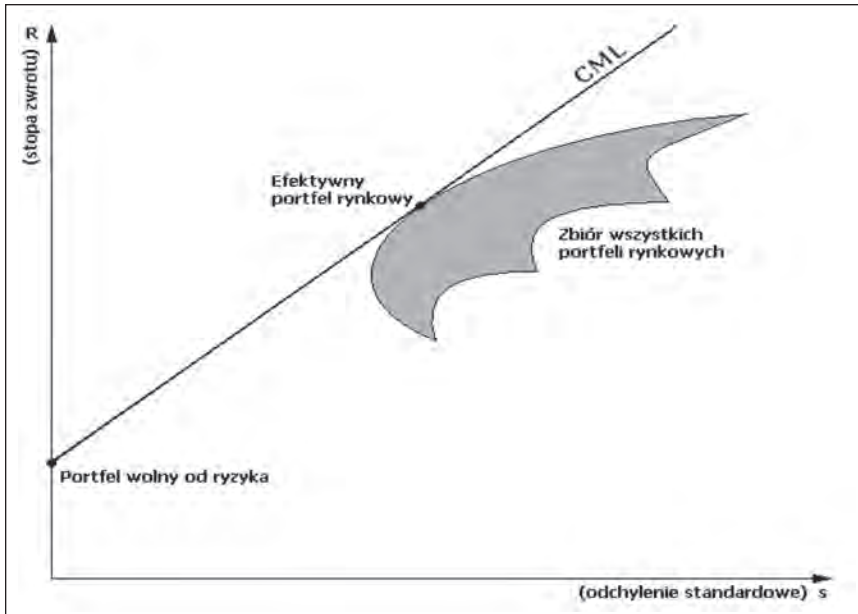
<sup>59</sup> Zasada szeroko rozpoznana i przywoływana także w publikacjach dotyczących Venture Capital / Private Equity, zob. np.: J. Węclawski, *Venture capital...*, s. 115.



W praktyce szacunki i prognozy dotyczące przyszłych parametrów instrumentów finansowych rynku kapitałowego są trudne do sporządzenia, dlatego stosuje się upraszczające założenie, że rozkład prawdopodobieństwa przyszłych stóp zwrotu determinowany jest przez analogiczny rozkład stóp zwrotu zrealizowanych w przeszłości. Opierając się o to założenie wyznacza się serię stóp zwrotu charakteryzujących dany instrument finansowy (zwykle akcję) w przyjętym okresie historycznym, a następnie wyznacza się średnią z tych stóp oraz odchylenie standardowe, traktując te wyniki jak estymatory przyszłych parametrów tej inwestycji. Aby oszacowania były wiarygodne, zaleca się, by obejmowały one zarówno odpowiednio długi okres wstecz, jak i odpowiednio dużą ilość pojedynczych stóp zwrotu (czyli podokresów), trudno jednak znaleźć konkretne wskazania co do minimalnych wartości tych parametrów. Wydaje się, że okres powinien mieć horyzont przynajmniej kilkuletni, by obejmował przynajmniej jeden pełny cykl giełdowy (zawężenie okresu tylko do hossy lub tylko do bessy da fałszywie optymistyczne lub pesymistyczne wyniki). Ilość podokresów jest z kolei ograniczana wybranym okresem – przykładowo, analiza 5 lat wstecz z podziałem na kwartalne stopy zwrotu (podokres 3-miesięczny) da 20 obserwacji, co można uznać za ilość zadowalającą. Często stosuje się bardzo krótkie podokresy (nawet jednodniowe), co daje bardzo dużą ilość obserwacji, ale wydaje się wątpliwe, by stopy zwrotu za tak krótkie okresy miały dobrze charakteryzować akcje będące w swej specyfice instrumentami długoterminowymi.

Klasyczny model Markowitza uwzględnia nie tylko proste wyznaczenie średnich stóp zwrotu i odchyłeń charakteryzujących ryzyko, ale także analizę korelacji stóp zwrotu wszystkich par akcji dostępnych na rynku. Konstruowanie portfeli z akcji o stopach zwrotu wzajemnie słabo skorelowanych pozwala na znaczną redukcję ryzyka kosztem niewielkiego obniżenia średniej stopy zwrotu. Mając dostęp do wszystkich akcji na rynku oraz do instrumentów wolnych od ryzyka można w szczególności wyznaczyć Linie Rynku Kapitałowego – centralną koncepcję tego modelu. Linia Rynku Kapitałowego (*Capital Market Line* – CML) to linia, na której leżą wszystkie dostępne portfele efektywne, czyli takie, dla których nie można wskazać obiektywnie lepszych portfeli konkurencyjnych. Jej graficzną prezentację przedstawiono na wykresie 28.

Racjonalny inwestor wybierze jeden z portfeli leżących na tej linii, kierując się swoim stosunkiem do ryzyka: inwestor „zachowawczy” wybierze punkt bliżej portfela wolnego od ryzyka (niskie ryzyko, choć niższy zwrot), zaś inwestor „agresywny” będzie preferował punkt bardziej oddalony w prawo (oczekując większego zwrotu, ale akceptując i większe ryzyko).



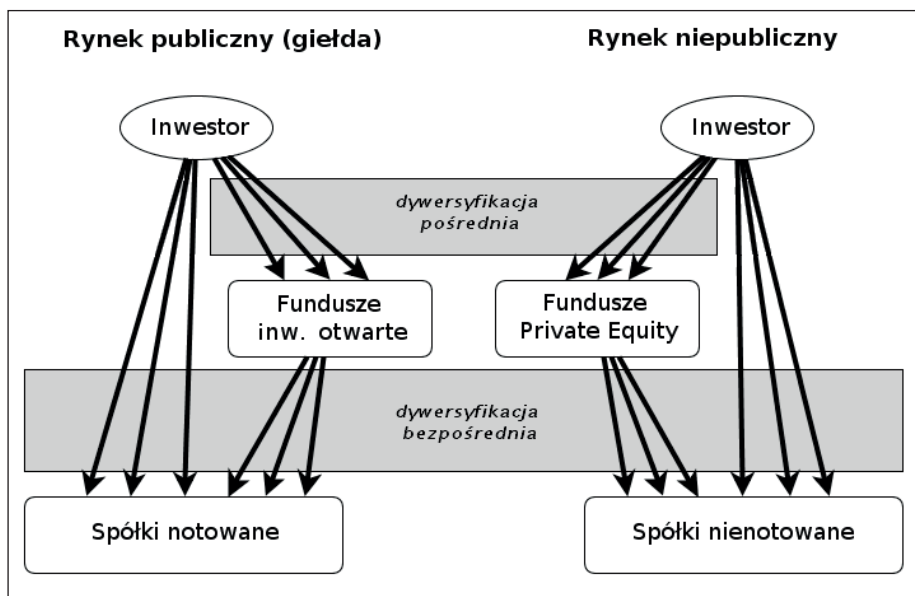
Wykres 28. Linia Rynku Kapitałowego (*Capital Market Line*)

Źródło: K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 141

W literaturze spotyka się schematy<sup>60</sup> przedstawiające podobną „mapę” związku stopy zwrotu z ryzykiem oraz umiejscowienie na niej inwestycji VC/PE – są one umieszczone na prawo i wyżej od inwestycji w spółki notowane na giełdzie, co ma odzwierciedlać wyższą (niż z giełdy) stopę zwrotu, jaką na tych inwestycjach się osiąga, przy wyższym (niż na giełdzie) ryzyku inwestycyjnym. Hipoteza 4 badana w tej części pracy ma na celu sprawdzenie, czy na poziomie całej klasy aktywów różnica ta rzeczywiście występuje.

Zauważmy jednak, że omówione w punkcie 1.5 możliwości dywersyfikowania portfeli funduszy VC/PE mogą być sposobem na znaczne zredukowanie ryzyka. Wspomniana tam reguła 2:6:2 oznacza, pomijając konkretne liczby, że dobierając projekty inwestycyjne fundusz z góry liczy się z prawdopodobieństwem kilku bankructw, które mają być zniwelowane kilkoma ponadprzeciętnymi sukcesami. Łatwo zauważyć, że mechanizm tej dywersyfikacji jest w zasadzie identyczny, jak dla inwestycji giełdowych – charakteryzuje to schemat 7.

<sup>60</sup> Zob. np. M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 142.



Schemat 7. Dywersyfikacja inwestycji na rynku publicznym i niepublicznym

Źródło: opracowanie własne

Na giełdzie inwestorzy angażują swoje środki w akcje wielu spółek, dzięki czemu ryzyko strat na jednych jest kompensowane przez szanse zysków na innych. W efekcie zysk jest uśredniany, a ryzyko (odchylenie standardowe indywidualnych stóp zwrotu) zmniejszane ponadproporcjonalnie w porównaniu z redukcją zyskowności. Inwestorzy mogą stosować dywersyfikację bezpośrednią, dobierając właściwe akcje do swoich portfeli, albo korzystać z dywersyfikacji pośredniej, która zachodzi przy inwestowaniu w fundusze inwestycyjne otwarte. Te wehikuły niejako z definicji mają na celu dywersyfikację inwestycji – zgromadzone od wielu inwestorów kapitały inwestują w akcje wielu spółek. Angażując środki w kilka różnych funduszy inwestor stosuje więc dywersyfikację wtórną (kompensuje ryzyko słabych wyników jednych funduszy potencjalnymi zyskami innych).

Prawa część schematu pokazuje, że na rynkach VC/PE możliwe jest analogiczne działanie: inwestorzy mogą konstruować swoje portfele spółek nienotowanych tak, by ryzyko jednych było równoważone prawdopodobieństwem zysków z innych. Tu jednak inwestycja w pojedynczą spółkę wymaga dużego nakładu kapitałowego, bowiem transakcje dotyczą zwykle znacznych pakietów udziałowych, czym rynek ten różni się od rynku giełdowego (gdzie udziały dopuszczone do obrotu są znacznie rozdrobione). W praktyce indywidualnymi inwestorami na rynku spółek nienotowanych są aniołowie biznesu inwestujący w jedną, dwie, góra kilka spółek, czyli stosujący bardzo ograniczoną lub żadną dywersyfikację.

Problem w postaci znacznych nakładów indywidualnych niweluje istnienie funduszy VC/PE, które – z racji o wiele potężniejszych zasobów kapitałowych – mogą znacznie lepiej dywersyfikować portfel, zaś inwestorzy mogą z kolei angażować swe środki w kilka (naście/dziesiąt) funduszy, wykorzystując dywersyfikację wtórną. Zauważmy: jeśli jeden inwestor wpłaci swe pieniądze do 4 funduszy, a każdy z nich zainwestuje w 6 spółek portfelowych, to kapitał inwestora docelowo trafi do 24 spółek, co należy uznać za znaczny stopień dywersyfikacji.

Inwestorzy giełdowi mają dodatkowe narzędzie wzmacniające efekt dywersyfikacji: notowania, które pozwalają wykorzystać współczynnik korelacji do dobrania portfela akcji tak, by zmiany ich kursów były między sobą słabo skorelowane, co właśnie obniża prawdopodobieństwo ponoszenia strat na wszystkich jednocześnie. Inwestorzy VC/PE nie mają tej możliwości (z oczywistego powodu), tu jednak analogiczną rolę spełniać może dywersyfikacja branżowa, której mechanizm omówiono w punkcie 1.5 niniejszego rozdziału.

Możliwość analogicznego do giełdy dywersyfikowania inwestycji VC/PE podkreślono tu dlatego, że w odniesieniu do całej klasy aktywów VC/PE może ona powodować na tyle znaczące obniżanie ryzyka (ale i stóp zwrotu, przez ich uśrednianie), że mogą one okazywać się nie wyższe od tych giełdowych. Rozstrzygnąć ma to weryfikacja hipotezy 4.

## **2. Stopy zwrotu i ryzyko na rynkach VC/PE w porównaniu z rynkami giełdowymi – badanie empiryczne**

### **2.1. Przesłanki badanej hipotezy 4**

Na podstawie dotychczasowych rozważań sformułowano hipotezę 4 o treści następującej:

**Venture Capital / Private Equity jako klasa aktywów inwestycyjnych daje wyższe stopy zwrotu niż inwestycje giełdowe, ale przy wyższym ryzyku (mierzo-  
nym odchyleniem standardowym tych stóp zwrotu).**

Innymi słowy zakłada się, że inwestycje VC/PE pozwalają oczekiwać wyższej dochodowości niż z inwestowania na giełdzie, ale są one jednocześnie obciążone wyższym ryzykiem, które jest tu rozumiane tak jak w modelu Markowitza czy Sharpa – jako odchylenie standardowe stóp zwrotu.

Bardzo ważne jest wskazanie, że porównuje się tu stopy zwrotu i ryzyko charakteryzujące VC/PE **jako całą klasę aktywów** – do inwestycji w akcje notowane na giełdzie, również traktowane jako cała klasa aktywów. Wyniki tego porównania nie mogą być traktowane jak równie słuszne dla inwestycji w pojedyncze akcje, pojedyncze spółki portfelowe VC/PE czy w pojedyncze fundusze VC/PE. Indywidualne stopy zwrotu i ich odchylenia standardowe nie mogą być porównywane z ich agregatowymi odpowiednikami (charakteryzującymi fundusze czy grupy funduszy) ze względu na zjawisko dywersyfikacji, które wpływa na oba te parametry.

Co do samych oczekiwań wynikających z teorii, to wskazano wcześniej dwa w zasadzie przeciwstawne stanowiska. Pierwsze, szeroko rozpowszechnione, podaje, że inwestycje VC/PE pozwalają wygenerować ponadprzeciętne stopy zwrotu, ale relatywnie wysokie jest ryzyko poniesienia strat. Uogólnienie tej tezy na całą klasę aktywów oznaczałoby, że wykazywane przez nią średnie stopy zwrotu są wyższe od analogicznych średnich stóp dla giełd, i wyższe jest również odchylenie standardowe tych stóp od odchylenia średnich stóp giełdowych. Z drugiej strony wskazano, że dla inwestycji VC/PE możliwa jest dywersyfikacja analogiczna, jak na giełdach. Pozwala ona redukować ryzyko, redukując jednocześnie dochodowość, co podważa przekonanie o wyższości stóp zwrotu i odchyleń standardowych z VC/PE w porównaniu z inwestycjami na giełdzie.

W swych poszukiwaniach autor dotarł do dwóch publikacji, które prezentują wyniki badań podobnych do prezentowanych w niniejszym rozdziale. Pierwsza jest autorstwa M. Wrzesińskiego<sup>61</sup>; dokonano w niej porównania średnich kwartalnych stóp zwrotu i odchyleń standardowych między indeksem PVCI (*Post Venture Capital Index*) a indeksami Nasdaq, DJIA oraz Russel 2000 w okresie grudzień 1987 – grudzień 1999. Badanie wykazało wyższe stopy zwrotu z VC przy ryzyku porównywalnym do indeksu Russel, wyższym od DJIA, ale niższym od Nasdaq. Wyniki te mają jednak bardzo ograniczoną przydatność, bowiem tak naprawdę badanie to nie dotyczyło inwestycji VC jako takich. Indeks PVCI jest indeksem spółek notowanych, które przed wprowadzeniem ich na rynek publiczny zostały dofinansowane przez Venture Capital. Notowania te nie pozwalają więc mierzyć stóp zwrotu osiąganych z inwestycji VC, a jedynie stopy zwrotu z notowań giełdowych spółek, które kiedyś były spółkami portfelowymi funduszy VC (i ewentualnie są nimi przez pewien czas po wprowadzeniu na giełdę, ale zwykle nie dłużej niż rok). Trudno się zgodzić, że takie badanie mówi cokolwiek o stopach zwrotu z inwestycji VC i w tym sensie jest ono tutaj w zasadzie nieprzydatne.

W drugiej publikacji – autorstwa P. Corneliusa<sup>62</sup> – zaprezentowano dane o stopach zwrotu (IRR) i ich odchyleniach standardowych dla funduszy Venture

---

<sup>61</sup> Zob.: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, s. 57–60.

<sup>62</sup> Zob.: P. Cornelius, *International Investments in Private Equity: Asset Allocation, Markets and Industry Structure*, Elsevier Inc., 2011, s. 70–77.

Capital i funduszy wykupowych (*Buyout Funds*) w USA w latach 1986–2008, odnosząc je do zwrotów z indeksów S&P 500 i Nasdaq oraz z obligacji skarbowych i korporacyjnych. Według tych danych średnia stopa zwrotu jest najwyższa dla funduszy VC i niższa dla funduszy wykupowych, a obie wyraźnie odstają w górę od pozostałych stóp przyjętych do porównania. Jednocześnie inwestycje VC i PE nie okazały się najbardziej ryzykowne – największe odchylenie standardowe wykazał Nasdaq, po nim fundusze VC, następnie S&P 500 i dalej fundusze wykupowe (ryzyko obligacji było już o wiele niższe). Autor ów zwraca jednak uwagę na charakterystyczny dla raportowania wyników VC/PE problem „cen nieaktualnych” (*stale price problem*), który powoduje niedoszacowanie odchyleń standardowych, co oznacza, że rzeczywiste ryzyko inwestycji VC i PE ogółem jest wyższe, niż to wynika z przywołanych przez niego danych. Potwierdzałoby to powszechną opinię, która posłużyła do sformułowania hipotezy 4 badanej w tym rozdziale. Odniesienie się do tych badań jest jednak problematyczne. W tym samym rozdziale, nieco wcześniej, autor ów stwierdza bowiem, że fundusze Private Equity osiągają, uśredniając, gorsze wyniki, niż przynoszą inwestycje w publiczne rynki akcji, czemu przytoczone dalej dane zaprzeczają. Ponadto metodologia wyznaczenia stóp zwrotu nie została tam szczegółowo opisana, ale z kontekstu wynika, że stopy zwrotu funduszy VC i wykupowych kalkulowane były w oparciu o okresy kwartalne, czego zasadność wydaje się wątpliwa przy analizowaniu opłacalności inwestycji z definicji długoterminowych. Co więcej, autor ów sam wskazuje, że te stopy zwrotu są liczone jako stopy IRR, które określa się mianem *money-weighted returns*, podczas gdy stopy zwrotu z giełd i obligacji przyjęto według formuł zwanych *time-weighted returns*, a różnicę tę wskazuje się jako czynnik zakłócający porównywalność tych dwóch typów wskaźników. W projektowaniu niniejszego badania zjawisko to zostało uwzględnione.

## 2.2. Opis<sup>63</sup> i wyniki badania

Jak wspomniano, weryfikację hipotezy 4 oparto na modelu Markowitza, który wymaga wyznaczenia stóp zwrotu za poszczególne okresy, średnich stóp zwrotu oraz odchyleń standardowych od tych średnich. Według postawionej hipotezy oczekuje się, że zarówno średnie stopy zwrotu, jak i odchylenia standardowe (reprezentujące ryzyko) będą wyższe dla rynków VC/PE niż dla rynków giełdowych.

---

<sup>63</sup> Szerszy opis metodologii i badania zawarto w dysertacji doktorskiej autora pt. *Determinanty decyzji inwestycyjnych na rynkach Venture Capital / Private Equity* napisanej pod kierunkiem naukowym prof. zw. dr hab. B. Mikołajczyk w Katedrze Finansów i Rachunkowości MSP Uniwersytetu Łódzkiego; pracę obroniono w styczniu 2013 r.

W klasycznym modelu Markowitza do wyznaczenia wymienionych powyżej parametrów stosuje się stopy zwrotu definiowane jako procentowy przyrost wartości inwestycji w danym okresie, gdzie przyrost mierzy się różnicą cen rynkowych walorów (z uwzględnieniem dywidendy) lub różnicą poziomów indeksów giełdowych. Zakładanym okresem może być dzień, miesiąc, rok lub inny zakres czasowy. Nie zakłada się przepływów pieniężnych w trakcie poszczególnych okresów, co najwyżej z wyjątkiem otrzymanych przez inwestora dywidend.

Takie podejście nie może być zastosowane do inwestycji VC/PE, bowiem nie ma tu indeksów reprezentujących stan całego rynku, a rzeczywiste stopy zwrotu wyznaczone są w oparciu o zaistniałe przepływy gotówki do funduszy i z funduszy do inwestorów (szerzej o tym w punkcie 1.6 niniejszego rozdziału). Właściwą dla tego rynku stopą zwrotu jest więc IRR. Aby badać jej zmiany w kolejnych okresach, potrzebna jest *horizon IRR*, dla której można wyznaczać trend w czasie, a nie IRR od założenia (*IRR since inception*), która pokazuje zwroty dla różnych grup wiekowych funduszy, ale tylko na jeden aktualny moment.

Kalkulacje wartości IRR dla rynków VC/PE w dość szerokim zakresie zawiera przede wszystkim baza danych *ThomsonOne* firmy Thomson Reuters (na tych danych bazują raporty różnych instytucji, m.in. EVCA). Z różnych możliwych długości okresów, za jakie wyznaczone są stopy zwrotu, do weryfikacji hipotezy 4 wybrano 5-letnią *horizon IRR*, ponieważ jest to okres typowy dla wielu inwestycji VC/PE – wystarczający dla wielu spółek, by dojrzeć do „bycia sprzedaną”. Parametr dla okresu krótszego (np. 3-letnia IRR, a tym bardziej roczna) jest zbyt czuły na wyceny aktywów na początek i koniec okresu obliczeniowego i podlega zbyt dużym wahaniom. IRR dla okresu 5-letniego zawiera natomiast – oprócz wycen aktywów na początek i koniec okresu – dostatecznie wiele faktycznie zrealizowanych przepływów gotówki, by z dużą rzetelnością wskazywać rzeczywiście osiągniętą zyskowność. Z kolei IRR za okresy dłuższe (10-letnie, 20-letnie) uznano za zbyt długie i zbyt narażone na wielokrotność fal cyklicznych – w horyzoncie 10 lat (a tym bardziej 20) mogą się mieścić dwa (i więcej) pełne cykle życia wielu funduszy, co może nadmiernie „wygładzać” średnie. Ostatecznie więc przyjęto, że 5-letnie IRR reprezentują zyskowność osiąganą przez inwestorów na rynkach VC/PE w kolejnych 5-letnich interwałach czasowych, średnia arytmetyczna tych stóp z długiego okresu będzie reprezentować średnią dochodowość, a odchylenie standardowe – uśrednione ryzyko inwestycyjne.

Wybór czasowego i geograficznego zakresu danych był poważnym dylematem, bowiem długie szeregi czasowe są dostępne tylko dla nielicznych państw. Zdecydowano więc o przyjęciu do badania węższej grupy państw, dla których jednak dostępne są szeregi danych wystarczająco długie dla wysokiej wiarygodności statystycznej wyników. Ostatecznie badaniem objęto stopy zwrotu za okres 31.12.1986–31.12.2010 (24 lata, czyli 20 obserwacji, bo stopy są za okresy 5-letnie) dla państw o najstarszych i najbardziej rozwiniętych rynkach VC/PE, tj.: USA,



Europa ogółem, Wielka Brytania (UK), Francja i Niemcy. Niestety, dla pozostałych regionów świata serwis *ThomsonOne* zawiera jedynie fragmentaryczne dane o stopach IRR, dlatego badanie nie objęło pozostałych państw uwzględnionych w innych częściach pracy, tj. Japonii, Australii, Chin i Indii. Starania o pozyskanie tych danych z innych źródeł również nie dały rezultatu.

Przy pobieraniu danych charakteryzujących wyniki funduszy z USA i Europy wykorzystano opcję rozdzielania stóp zwrotu według specjalizacji funduszy. Serwis *ThomsonOne* pozwala wygenerować dane dla dowolnie wąsko zdefiniowanych podgrup funduszy; ich klasyfikację stosowaną w tym serwisie przedstawia tabela 16.

Tabela 16. Klasyfikacja funduszy Private Equity stosowana w serwisie *ThomsonOne* w module zawierającym stopy zwrotu realizowane przez te fundusze

All Private Equity	All Venture Capital	Seed Stage
		Early Stage
		Later Stage
		Balanced Stage
	All Buyouts	Small Buyouts
		Medium Buyouts
		Large Buyouts
		Mega Buyouts
	Other Private Equity	Generalist
		Mezzanine
		Energy
		Turnaround / Distressed Debt
		Other PE / Special Situations

Źródło: *ThomsonOne*, baza danych prowadzona przez firmę Thomson Reuters, [www.thomsonone.com](http://www.thomsonone.com).

Dla celów niniejszego badania wysoką szczegółowość danych uznano za zbędną (wyników byłoby o wiele więcej i jedynie utrudniałyby analizę, nie wnosząc wiele dodatkowej wartości informacyjnej). Dlatego skorzystano z grup funduszy zdefiniowanych najbardziej ogólnie, tj.: wszystkie fundusze Private Equity (w dalszej części pracy oznaczane skrótowo PE), fundusze Venture Capital (skrót: VC) i fundusze *Buyout*, czyli wykupowe (przyjęto skrót BO); w ramach funduszy VC dla USA wydzielono jeszcze podgrupę funduszy *Seed* (zasiewowych). Łącznie dało to 15 szeregów danych rozróżnionych według kryterium geograficznego oraz kryterium specjalizacji inwestycyjnej funduszy (dla Niemiec fundusze wykupowe pominięto, bowiem serwis zawiera wyszczególnienie tych danych dopiero od roku 2000).

Rzetelność nakazuje przywołanie ważnych uwag krytycznych H. Brandisa o jakości danych *ThomsonOne* dotyczących średnich stóp zwrotu europejskich funduszy z grupy Venture Capital. Zauważa on, że obliczenia te bazują na jedynie ok. 5% wszystkich funduszy VC w Europie, co już samo w sobie nie daje odpowiedniej gwarancji reprezentatywności. Ponadto w tej grupie funduszy występuje niska reprezentacja funduszy dużych (ponad 100 mln USD) w przeciwieństwie do danych dotyczących USA, gdzie stanowią one zdecydowaną przewagę. Co więcej, wiele europejskich funduszy VC o najlepszych wynikach nie podaje ich do bazy *ThomsonOne*. Te czynniki powodują, że stopy zwrotu europejskich funduszy VC są przez *ThomsonOne*, zdaniem tego autora, niedoszacowane (zaniżone), co popiera on analogicznymi danymi ze źródeł alternatywnych, wskazującymi lepsze wyniki VC w Europie<sup>64</sup>.

Brak pełnych danych nie jest jeszcze wystarczającą przesłanką dla stwierdzenia, w jaki sposób zniekształcone są dane dostępne. Niemniej jednak przytoczona krytyka nakazuje ostrożność w interpretacji wyników badań opartych o dane z bazy *ThomsonOne*. Należy również podkreślić, że domniemane niedoszacowanie stóp zwrotu wskazano tylko wobec europejskich funduszy Venture Capital, nie jest to więc podstawą do podważania reprezentatywności danych dotyczących USA oraz tej grupy danych dla Europy, która odnosi się do funduszy wykupowych (BO). Niedoszacowanie wyników europejskich VC dotyka też całej próby funduszy PE tego regionu (bo VC zawiera się w PE), ale można sądzić, że zniekształcenie jest tu już zdecydowanie mniejsze, ponieważ stopy zwrotu są wyznaczane jako średnie ważone, a inwestycje VC z racji swej specyfiki stanowią relatywnie małą wartościowo subkategorię całej dziedziny PE (więc niedoszacowanie ich stóp zwrotu w ograniczonym zakresie przekłada się na niedoszacowanie dla całego PE).

Aby porównać dochodowość i ryzyko rynków VC/PE z analogicznymi parametrami rynków giełdowych, należy wyznaczyć odpowiednie stopy zwrotu dla giełd. Muszą to być również stopy zwrotu za kolejne okresy 5-letnie, a najwłaściwsze byłoby przełożenie przepływów pieniężnych, na bazie których wyznaczono wartości IRR dla funduszy VC/PE, na kursy giełd w momentach wystąpienia tych przepływów. Taka metoda obliczeń stosowana jest przy kalkulacji danych prezentowanych w publikacjach EVCA dotyczących wyników funduszy VC/PE<sup>65</sup>, przy czym badanie to ogranicza się jedynie do porównania wartości wskaźników za poszczególne, aktualne okresy (nie bada się stóp średnich i ryzyka dla długich okresów historycznych).

Niestety, z powodu braku dostępu do szczegółowych przepływów pieniężnych w poszczególnych podokresach, na których oparte są publikacje EVCA,

---

<sup>64</sup> H. Brandis, *The Changing Face of Venture Capital in Europe*, Earlybird, EBAN 10<sup>th</sup> Annual Congress, Istanbuł, 15 kwietnia 2010, [www.eban.org](http://www.eban.org) (dostęp 05.08.2012).

<sup>65</sup> *2010 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study...*

konieczne jest zastosowanie metody alternatywnej. Punktem wyjścia jest stwierdzenie, że IRR oznacza roczną składaną stopę procentową, jaką inwestorowi musiałby zaoferować bank, by opłacalność lokaty w tym banku była równoważna z opłacalnością wpływów i wypływów, na bazie których wyznaczono IRR. Wobec tego formułę IRR można przyłożyć także i do giełd: jeśli założy się, że inwestor angażuje swoje środki w giełdę w momencie „0” (zero), czyli – teoretycznie – „kupuje indeks”, a następnie przez 5 lat nie generuje żadnych wpływów i wydatków, aż do momentu zakończenia piątego roku, w którym wychodzi z inwestycji („sprzedaje indeks”), to stopa zwrotu z tych dwóch przepływów przeliczona na skalę roczną z uwzględnieniem procentu składanego również będzie dla inwestora stopą IRR, i to bezpośrednio porównywalną z alternatywną inwestycją w rynek VC/PE. Przy takich założeniach formułę na pięcioletnią IRR (trudną w użyciu, bo wielomianową) łatwo uprościć do dogodnej postaci

skoro:

$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} - C_0 = 0$$

oraz:

$$CF_1 = CF_2 = CF_3 = CF_4 = 0$$

to:

$$IRR = \sqrt[5]{\frac{CF_5}{C_0}} - 1$$

gdzie  $CF$  to przepływy gotówki,  $t$  to momenty czasowe, a  $C_0$  to nakład początkowy.

Tak uproszczoną formułę wykorzystano do wyliczenia wartości IRR możliwych do osiągnięcia w poszczególnych okresach 5-letnich z inwestycji na rynkach giełdowych, podstawiając za  $C_0$  wartość indeksu giełdy z początku tego okresu, a za  $CF_5$  – jego wartość na koniec okresu. Operację tę powtórzono dla wszystkich kolejnych okresów 5-letnich, uzyskując w ten sposób szereg 5-letnich IRR za długi okres czasowy (czyli szereg analogiczny do 5-letnich IRR publikowanych dla rynków VC/PE).

Indeksy giełdowe, dla których wyznaczono stopy zwrotu (IRR) i ich odchylenia, wybierano, kierując się ich popularnością oraz zakresem rynku, jaki charakteryzują. Indeksy wybrane do badania, zestawione z wybranymi grupami funduszy VC/PE, przedstawia tabela 17.

Tabela 17. Kategorie funduszy VC/PE przyjęte do zbadania hipotezy 4 oraz indeksy giełdowe wybrane do analizy porównawczej

Państwo/ region	Grupa funduszy	Odnosne indeksy giełdowe i ich charakterystyka
USA	Seed VC Buyout PE	<b>DJIA*</b> – Dow Jones Industrial Average – 30 największych spółek z USA notowanych na NYSE i Nasdaq <b>S&amp;P500</b> – Standard and Poor’s 500 – 500 firm (głównie z USA) o największej kapitalizacji, notowanych na NYSE i Nasdaq <b>Nasdaq</b> – Nasdaq Composite – wszystkie spółki (ponad 3000, głównie z USA) notowane na Nasdaq; kojarzony ze spółkami technologicznymi i spółkami szybkiego wzrostu <b>Russell2000</b> – 2000 spółek z USA o małej kapitalizacji (small cap)
Europa	VC Buyout PE	<b>Europe50</b> – Stoxx Europe 50 – 50 wiodących spółek z 18 krajów Europy <b>EURO50</b> – Euro Stoxx 50 – 50 wiodących spółek z 12 krajów strefy Euro <b>EuropeSmall200</b> – Stoxx Europe Small 200 – 200 spółek o małej kapitalizacji z 18 krajów Europy <b>EUROSmall</b> – Euro Stoxx Small – spółki o małej kapitalizacji ze strefy Euro <b>Europe600</b> – Stoxx Europe 600 – 600 spółek o dużej, średniej i małej kapitalizacji z 18 krajów Europy <b>EURO</b> – Euro Stoxx – spółki o dużej, średniej i małej kapitalizacji z 12 krajów strefy Euro
Wielka Brytania	VC Buyout PE	<b>FTSE100</b> – 100 największych spółek notowanych na LSE
Francja	VC Buyout PE	<b>CAC40</b> – 40 wiodących spółek Giełdy Paryskiej
Niemcy	VC PE	<b>DAX</b> – 30 największych spółek Giełdy Niemieckiej

Objaśnienie:

\* Pogrubieniem oznaczono skróty używane dla poszczególnych indeksów w dalszej części pracy.

Źródło: opracowanie własne.

Należy podkreślić, że dla pełniejszego porównania wybrano nie tylko indeksy charakteryzujące akcje spółek największych i obejmujące znaczną część kapitalizacji poszczególnych rynków (jak np. S&P 500, Stoxx Europe 50, FTSE 100), ale też indeksy grupujące spółki małe (Russell 2000, Stoxx Euro Small 200, Euro Stoxx

Small), a także indeks Nasdaq Composite, grupujący wszystkie firmy notowane na Nasdaq-u, w większości oparte o nowe technologie i charakteryzujące się dużą dynamiką wzrostu. Zarówno spółki małe, ujęte w poświęconych im indeksach, jak i spółki technologiczne oraz wzrostowe z Nasdaq-a charakteryzuje (przynajmniej z założenia) istotnie większe ryzyko inwestycyjne niż w przypadku blue chipów. Uzyskane dla nich odchylenia standardowe (miara ryzyka) powinny być więc bliższe rynekom VC/PE, jeśli rzeczywiście te ostatnie charakteryzują się istotnie wyższym ryzykiem inwestycyjnym od giełd.

Co do porównywania stóp zwrotu z inwestycji VC/PE ze stopami osiąganymi na giełdach, ważne zastrzeżenia można znaleźć w roczniku NVCA<sup>66</sup> (przy czym zostały one uwzględnione przy projektowaniu niniejszego badania). Wskazano tam, że:

- stopy zwrotu z inwestycji VC/PE opierają się częściowo na wycenie niezałożonych inwestycji na koniec danego okresu obliczeniowego (tzw. NAV, czyli *Net Asset Value* – Wartość Aktywów Netto), obliczone wartości są więc zależne od przyjętej metody wyceny, natomiast w przypadku inwestycji na rynkach publicznych wartości używane do obliczeń są jednoznaczne; zminimalizowanie wpływu wartości szacowanych (NAV) na osiągnięte stopy IRR było, jak wspomniano, jednym z celów, dla jakich przyjęto do badania 5-letnie interwały czasowe oraz długie serie danych;

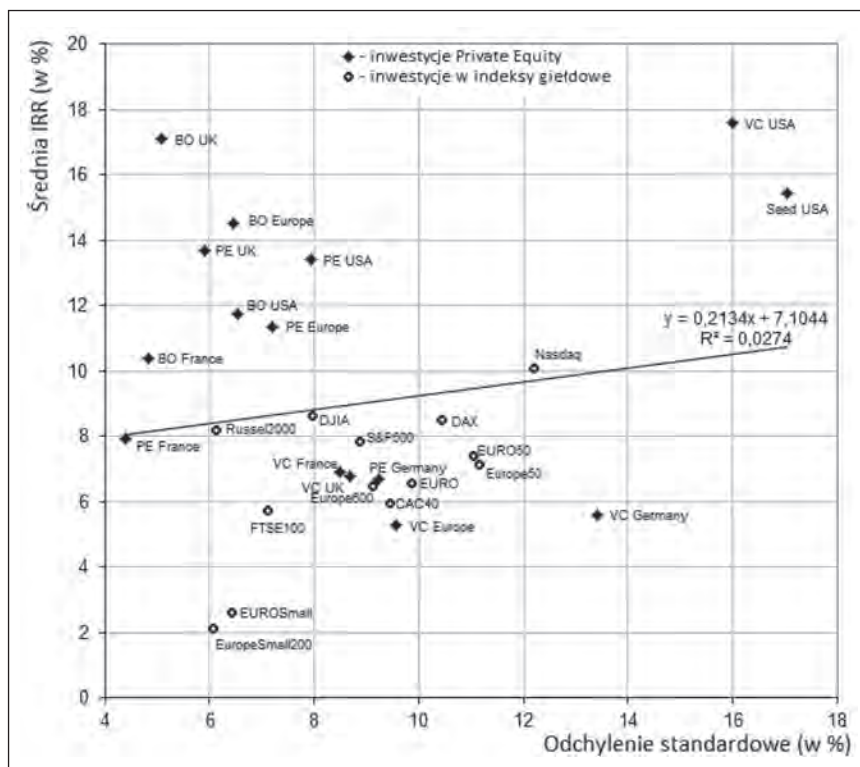
- inwestycje VC/PE są z natury inwestycjami długoterminowymi, o stosunkowo niskiej płynności (zwłaszcza w początkowych fazach), dlatego wskaźniki zwrotu dla krótkich okresów (np. rocznych) mogą być mylące, podczas gdy stopy zwrotów z rynków publicznych mogą być obliczane dla dowolnych okresów, także bardzo krótkich; także ten problem ominięto, dobierając do badania 5-letnie stopy zwrotu (zarówno z inwestycji VC/PE, jak i z rynków giełdowych), uzasadniając ten wybór między innymi właśnie wymienionym tu przez NVCA zastrzeżeniem;

- stopy zwrotu z VC/PE obliczane są jako wewnętrzne stopy zwrotu (IRR), czyli tzw. *money-weighted returns* („stopy zwrotu ważone pieniędzmi”), co oznacza, że ma na nie wpływ wartość pieniądza w czasie, bo stosuje się w nich stopę dyskontową, natomiast indeksy rynków publicznych mają charakter *time-weighted returns* („stopy zwrotu ważone czasem”), czyli są po prostu geometrycznymi średnimi zwrotów z różnych okresów inwestycji; w przypadku niniejszego badania wobec stóp zwrotu z giełd zastosowano upraszczające (ale uzasadnione) założenie o utrzymywaniu inwestycji przez 5 lat, co pozwoliło wyznaczyć stopy IRR, sprowadzając zwroty giełdowe do formy *money-weighted returns*, czyli bezpośrednio porównywalnej ze zwrotami z VC/PE.

Wyznaczone średnie stopy zwrotu i odchylenia standardowe dla funduszy PE i indeksów giełdowych czytelnie ilustruje się na wykresach, których forma

<sup>66</sup> Zob. np.: NVCA Yearbook 2007, s. 14–15, 54–56.

spopularyzowała się wraz z modelem Markowitza. Zgodnie z tą koncepcją sporządzono wykres 29, odzwierciedlający kształtowanie się obu parametrów (dochodowości i ryzyka) jednocześnie, zarówno dla inwestycji PE, jak i dla giełd.



Wykres 29. Średnie 5-letnie Wewnętrzne Stopy Zwrotu (*5-year horizon IRRs*) z inwestycji PE i ich odchylenia standardowe dla wybranych regionów/państw oraz średnie Wewnętrzne Stopy Zwrotu (IRR) z pięcioletnich inwestycji w wybrane indeksy giełdowe i ich odchylenia standardowe w okresie 31.12.1986–31.12.2010 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy danych *ThomsonOne* (dostęp 22.08.2011) oraz z serwisów Yahoo Finance, Stoxx Limited i Stooq (dostęp 05.08.2011)

Analizując wyniki tylko dla indeksów giełdowych, należy zauważyć, że ich położenie względem siebie jest zgodne z teorią – wyższym dochodowościom towarzyszy generalnie wyższe ryzyko. Najwyższe oba parametry wykazał Nasdaq, co jest zgodne z oczekiwaniami, zważywszy na jego specyfikę, natomiast najniższe – indeksy małych spółek europejskich i strefy EURO (co jest dość zaskakujące, bo także dla tych indeksów, grupujących spółki małe, należałoby się spodziewać wyższej zyskowności i podwyższonego ryzyka). Pewną niespodzianką jest też ogólnie niska dochodowość osiągnięta z indeksów w badanym 24-letnim okresie.

Pomijając wymienione trzy przypadki skrajne, dla dziesięciu pozostałych indeksów średnie IRR mieszczą się w zakresie od 5,7% do 8,6%, są to wartości porównywalne lub niewiele większe od dochodowości instrumentów wolnych od ryzyka (długoterminowe obligacje państwowe w badanych państwach dawały w tym okresie średnio od 5,4% do 6,7% nominalnego oprocentowania<sup>67</sup>). Pod względem efektywności inwestycyjnej wyróżniają się indeksy Russel 2000, Dow Jones (DJIA) oraz Nasdaq – dają one relatywnie wysoką stopę zwrotu w porównaniu z towarzyszącym im ryzykiem.

Z kolei w zakresie samych inwestycji Private Equity zauważalne jest przede wszystkim znaczne zróżnicowanie wyników (dochodowość od 5,3% do 17,6%, ryzyko od 4,4% do 17,0%). Zgodne z oczekiwaniem jest położenie na tej „mapie” dochodu i ryzyka punktów reprezentujących amerykańskie fundusze VC, w tym fundusze *Seed* – charakteryzuje je relatywnie wysokie ryzyko, ale i duża średnia zyskowność. Natomiast wyniki pozostałych grup funduszy prezentują się wbrew temu, czego można by się spodziewać po przesłankach teoretycznych. Fundusze wykupowe (oznaczone jako BO) charakteryzuje generalnie niskie ryzyko, a przy tym zaskakująco wysoka średnia dochodowość. Z kolei fundusze VC działające w Europie wykazują oba parametry na niskim poziomie; średnie IRR nie przekroczyły 7%, co oznacza minimalną lub żadną marżę za ryzyko w porównaniu z inwestycjami w obligacje. Wyjaśnieniem tej rzekomo niskiej efektywności inwestycyjnej jest najprawdopodobniej wspomniana wcześniej krytyka wysunięta przez H. Brandisa, wedle której wyniki europejskich funduszy VC są zaniżone – otrzymane wyniki rzeczywiście można uznać za potwierdzenie tego przypuszczenia.

Niemniej jednak położenie względem siebie punktów reprezentujących fundusze VC (choćby tylko te w USA) i wykupowe (BO) jest słabo zgodne z zasadą wzrastania ryzyka w miarę zwiększania średniej dochodowości, co samo w sobie jest dość zaskakującym odkryciem. Łatwo zauważyć, że europejskie fundusze wykupowe (a zwłaszcza brytyjskie) dały średnią zyskowność podobną do funduszy VC i *Seed* w USA, ale przy nieporównanie niższym ryzyku. Tego zjawiska nie da się eksplikować przywołaną krytyką jakości danych, bo nie tych danych ona dotyczy.

Warto jeszcze zwrócić uwagę, że wśród badanych państw w wynikach przoduje generalnie Wielka Brytania, a najslabsze są wyniki funduszy niemieckich.

Wreszcie przechodząc do porównania inwestycji VC/BO/PE z inwestycjami giełdowymi, łatwo jest wskazać, że treść badanej hipotezy mogłyby potwierdzać tylko wyniki funduszy VC (w tym *Seed*) w USA: zarówno ich średnia dochodowość, jak i ryzyko (odchylenie standardowe) są istotnie wyższe niż dla inwestycji giełdowych. Wyniki europejskich funduszy VC są podobne do giełdowych, choć tu nie można być pewnym właściwego odwzorowania rzeczywistości z powodu wspomnianej niewysokiej reprezentatywności danych. **Hipotezę 4 każą zweryfikować**

---

<sup>67</sup> *Long term interest rates*, dane z bazy danych OECD (dostęp 13.05.2012).



**negatywnie wyniki funduszy wykupowych (BO), które – jak pokazuje wykres 29 – dają wyższe stopy zwrotu od inwestycji giełdowych, i to przy porównywalnym lub nawet niższym ryzyku (odchyleniu standardowym).**

Dla zilustrowania powyższej analizy wyznaczono jeszcze dwa wskaźniki, pozwalające analizować relację dochodu i ryzyka dla każdego przypadku. Wskaźniki te określono formułami:

$$OZR_i = \frac{s_i}{IRR_i} \quad \text{oraz} \quad WES_i = \frac{IRR_i - IRR_f}{s_i}$$

gdzie  $s$  oznacza odchylenie standardowe (miara ryzyka),  $IRR$  – (średnią) Wewnętrzną Stopę Zwrotu,  $R_f$  – stopę zwrotu wolną od ryzyka, zaś  $i$  – daną podgrupę funduszy lub dany indeks giełdowy.

Pierwszy wskaźnik, nazwany „OZR” („Obciążenie Zwrotu Ryzykiem”), to propozycja autora, jest to prosta relacja ryzyka do stopy zwrotu; drugi to klasyczny wskaźnik efektywności Sharpe’a<sup>68</sup>, wyraża on stosunek premii za ryzyko (nadwyżka zwrotu ponad dochód wolny od ryzyka) do samego ryzyka (odchylenie standardowe), przy czym dostosowano go do celów niniejszego badania, zastępując prostą stopę zwrotu z inwestycji w akcje stopą IRR charakteryzującą tu inwestycje VC/PE oraz inwestycje w indeksy giełdowe.

Kwestię doboru stopy wolnej od ryzyka rozwiązano w taki sposób, że zamiast problematycznego wyboru i pozyskiwania danych o stopach zwrotu z różnych instrumentów wolnych od ryzyka przyjęto stopę implikowaną przez równanie linii regresji, którą wyznaczono na wykresie 29. Jest to równanie regresji liniowej, oszacowane klasyczną metodą najmniejszych kwadratów, gdzie zmienną objaśniającą ( $x$ ) jest poziom ryzyka ( $s$ ), a zmienną objaśnianą ( $y$ ) – średnia dochodowość ( $IRR$ ). Wyraz wolny w tym równaniu jest poziomem dochodu dostępnym przy zerowym ryzyku, a zatem równanie implikuje stopę zwrotu wolną od ryzyka na poziomie 7,1%. Należy podkreślić, że fakt przyjęcia teoretycznego parametru wymusza dużą ostrożność przy wykorzystywaniu tego wskaźnika, dlatego zdecydowano się także na wskaźnik prostszy, ale nieodwołujący się do wartości implikowanych (czyli OZR).

Gdyby badana hipoteza 4 była prawdziwa, to oba wskaźniki powinny uzyskać dość zrównoważone wyniki dla inwestycji VC/PE w porównaniu z inwestycjami giełdowymi. Jeśli te pierwsze dają wyższe dochody przy wyższym ryzyku, to w obu wskaźnikach wyższym wartościom liczników winny towarzyszyć wyższe wartości mianowników, przez co ich wartości wynikowe powinny być w pewnym stopniu zrównane z wartościami wyznaczonymi dla obu parametrów niższych.

<sup>68</sup> Szerzej zob. np. W. Tarczyński, *Rynki kapitałowe...*, s. 153–155.

Zestawienie wyników obliczeń prezentuje tabela 18. Wyniki uszeregowano według rosnącego wskaźnika OZR; dla czytelności wyniki dla indeksów giełdowych wyróżniono wyrównaniem do prawej.

Tabela 18. Średnie IRR, odchylenia standardowe oraz wskaźniki OZR i WES osiągnięte w okresie 31.12.1986–31.12.2010 przez grupy funduszy PE oraz dla indeksów giełdowych

Grupa funduszy PE; Indeks giełdowy	Średnia IRR	Odchylenie standardowe	OZR	WES
BO UK	17,10	5,08	0,30	1,97
PE UK	13,68	5,91	0,43	1,11
BO Europe	14,52	6,46	0,44	1,15
BO France	10,40	4,83	0,46	0,68
BO USA	11,74	6,53	0,56	0,71
PE France	7,92	4,41	0,56	0,19
PE USA	13,42	7,94	0,59	0,79
PE Europe	11,36	7,21	0,63	0,59
Russel2000	8,17	6,12	0,75	0,17
VC USA	17,58	15,99	0,91	0,65
DJIA	8,62	7,97	0,92	0,19
Seed USA	15,46	17,05	1,10	0,49
S&P500	7,83	8,89	1,14	0,08
Nasdaq	10,06	12,21	1,21	0,24
DAX	8,49	10,44	1,23	0,13
VC France	6,89	8,49	1,23	-0,03
FTSE100	5,74	7,12	1,24	-0,19
VC UK	6,76	8,67	1,28	-0,04
PE Germany	6,70	9,25	1,38	-0,04
Europe600	6,48	9,13	1,41	-0,07
EURO50	7,41	11,06	1,49	0,03
EURO	6,58	9,88	1,50	-0,05
Europe50	7,13	11,16	1,56	0,00
CAC40	5,95	9,45	1,59	-0,12
VC Europe	5,27	9,56	1,81	-0,19
VC Germany	5,59	13,41	2,40	-0,11
EUROSmall	2,62	6,43	2,45	-0,70
EuropeSmall200	2,13	6,08	2,85	-0,82

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych jak dla wykresu 29.

Z danych zebranych w tabeli 18 wynika, że wszystkie grupy funduszy wykupowych oraz prawie wszystkie grupy funduszy Private Equity (oprócz niemieckich) wykazały bardzo dobre wartości wskaźników efektywności (niskie OZR, wysokie WES), zdecydowanie lepsze od wskaźników wyznaczonych dla giełd. Przyczyną tej różnicy jest fakt, że fundusze wykupowe wykazały w porównaniu z giełdami wyższe stopy zwrotu przy niższym ryzyku. Potwierdza to obserwację poczynioną przy analizowaniu wykresu i **stanowi podstawę do zanegowania prawdziwości badanej hipotezy 4, która zakłada między zwrotem i ryzykiem zależność proporcjonalną, a nie odwrotną.**

Wyniki dla funduszy VC (w tym zasiewowych) w USA pod względem obu wskaźników wpasowują się dość wyraźnie w przedział wyznaczony przez amerykańskie wskaźniki giełdowe, stanowiąc wręcz podręcznikową realizację zasady proporcjonalnie wyższego dochodu przypisanego wyższemu ryzyku. **Gdyby badana hipoteza 4 dotyczyła tylko ich, należałoby ją zweryfikować pozytywnie.**

Pozostaje problematyczna kwestia wyników funduszy VC w Europie. W zasadzie zostały one wykluczone z procedury weryfikacyjnej w poprzednich punktach, ale warto zauważyć, że ewentualna niereprezentatywnie mała liczba funduszy, która była tego powodem, niekoniecznie dyskwalifikuje powyższe wyniki pod względem ich przydatności badawczej. Zbyt mała próba badawcza nie może być, co prawda, traktowana jak reprezentacja całej Europy przy porównywaniu średnich stóp zwrotu, ale samą zasadę proporcjonalnej relacji dochodu do ryzyka powinna ona przecież spełniać (podobnie jak wybrane zbiory akcji giełdowych, np. branżowe, powinny generalnie spełniać postulat wyższego dochodu przypisanego wyższemu ryzyku i *vice versa*, choć nie mogą przecież być traktowane jak reprezentacja całej giełdy). Z tego punktu widzenia europejskie fundusze VC wykazują wskaźniki OZR i WES na poziomach podobnych, co wskaźniki europejskich giełd, a więc spełniają (generalnie) zasadę proporcjonalności dochodu do ryzyka. Tyle tylko, że spełnienie tej zasady zachodzi przy stopach zwrotu niewykraczających ponad stopy zwrotu dostępne z giełd, a to już nie mieści się w ramach założeń zawartych w badanej hipotezie.

Przy okazji warto zwrócić uwagę na zastanawiającą, wyraźnie niższą efektywność inwestycji na giełdach europejskich w porównaniu z tymi w USA; dają one relatywnie niższe stopy zwrotu w stosunku do ryzyka, co wyraża się gorszymi wskaźnikami OZR i WES.

Podsumowując, **badaną hipotezę 4 weryfikuje się negatywnie: dane empiryczne nie potwierdzają, że Venture Capital / Private Equity jako klasa aktywów inwestycyjnych daje wyższe stopy zwrotu niż inwestycje giełdowe, ale przy wyższym ryzyku (mierzonym odchyleniem standardowym tych stóp zwrotu).** Hipotezę można uznać za zweryfikowaną pozytywnie tylko w odniesieniu do grupy funduszy VC (w tym *Seed*) w USA.

Ponownie należy przypomnieć, że powyższa weryfikacja odnosi się do danych agregatowych, a więc do inwestycji Venture Capital / Private Equity rozumianych jako klasy aktywów, a nie do konkretnych transakcji tego typu czy nawet ich zbiorów, ale opisywanych miarami statystycznymi innymi niż przyjęto w metodologii tego badania.

Wynik badania skłania do konkluzji, że używanie określenia „kapitał ryzyka” czy „kapitał podwyższonego ryzyka” ma swoje empiryczne uzasadnienie jedynie w stosunku do funduszy VC w USA. W przypadku funduszy wykupowych ryzyko to nie okazało się na tyle wysokie, by uzasadniało używanie takiego określenia, a w przypadku funduszy VC w Europie kwestia ta na podstawie analizowanych tu danych pozostaje nierozstrzygnięta.



## Zakończenie

Tak?

Słowem „nie” zaczyna się wstęp w niniejszej książce. Chciałoby się zamknąć ją słowem „tak”, by osiągnąć poczucie pewnego stanu równowagi, do której wszak dąży wiele zjawisk ekonomicznych wedle wielu teorii. Chciałoby się użyć słowa „tak” dla podkreślenia pewnego pozytywnego aspektu pracy, rekompensującego aspekty negatywne wyrażone słowem „nie”, podobnie jak wysoki dochód wynagradza podejmowanie wysokiego ryzyka. Niestety, materiał badawczy ogranicza prawo autora do satysfakcjonującego „tak”. Ale i nie skazuje go na samo „nie”.

Celem pracy było zgłębienie meandrów finansowania Venture Capital / Private Equity oraz zweryfikowanie hipotez badawczych. Czy owo zgłębienie wykonano z pełnym powodzeniem? Nie, na pewno nie. Nie pozwala na to bogactwo tematu, literatury i danych powiększane przez rosnące w niebywałym tempie zasoby internetowe (nawiasem mówiąc, w rozwoju tego medium finansowanie VC/PE odegrało niebagatelną rolę). Każdy z rozdziałów 2–5 zawiera część teoretyczną, która opracowana została pod kątem hipotezy, jaka w nim jest badana; podobną rolę pełni rozdział 1 wobec całej pracy. Autor starał się na miarę swych możliwości zebrać, przeanalizować i przedstawić materiał tak, by dawał możliwie pełny obraz badanych zjawisk i by odpowiadał na stawiane przez niego pytania. Jeśli efekt można uznać za zadowalający, to przede wszystkim dzięki poprzednikom, z których prac autor korzystał. Jak pisze Anthony de Mello: „Tym, co zrobił autor, było zestawienie ich razem, mając na myśli określony cel. Jego zadanie było takie, jak tkacza i farbiarza. Nie przypisuje sobie wcale zasługi za bawełnę i nici”.

A czy z kolei osiągnięto cel, którym była weryfikacja hipotez? I tak, i nie. Tak, bo materiał badawczy pozwolił na sformułowanie konkretnych stanowisk wobec postawionych zagadnień. Nie, bo stanowiska te, choć konkretne, nie są całkowicie jednolite. Badania pokazały, że postawione hipotezy mogą być analizowane w bardziej szczegółowym rozbiciu, dlatego w trzech z czterech przypadków, mimo ogólnie negatywnej weryfikacji, wskazano zawężenia, w ramach których hipotezy można uznać za zweryfikowane pozytywnie.

Hipoteza 1 zakłada zależność decyzji kapitałodawców co do ilości środków zaangażowanych w fundusze VC/PE od czterech wybranych czynników, z których dwa są bezpośrednio zależne od polityki państwowej, a pozostałe dwa – nie. Hipotezę zweryfikowano negatywnie, ponieważ badanie wykazało, że instrumenty zależne od polityki państwa (tj. stawki podatku CIT i długoterminowe stopy procentowe) nie są równie silnymi determinantami ilości kapitału zaangażowanego w fundusze VC/PE, jak wielkości makroekonomiczne niezależne od państwa w sposób bezpośredni (tj. koniunktura giełdowa oraz koniunktura ogólnogospodarcza wyrażona przez PKB). Najsilniejszą i wystarczająco istotną statystycznie determinantą okazała się koniunktura giełdowa. Mniej istotną i nastrożającą pewnych wątpliwości jest koniunktura ogólnogospodarcza. Podobnie relatywnie słabiej potwierdzona jest istotność długoterminowej stopy procentowej, a jej wpływ przyjmuje charakter dodatni w jednych krajach i ujemny w innych. Nie znaleziono potwierdzenia dla istotności stawek podatku CIT, z wyjątkiem Japonii, gdzie jest to determinanta istotna (ale również mająca słabszą siłę oddziaływania niż koniunktura giełdowa).

W treści hipotezy 2 założono, że im więcej jest kapitału VC/PE dostępnego na inwestycje, tym większy udział tego kapitału przeznaczany jest na inwestycje we wcześniejsze fazy rozwoju przedsiębiorstw (tylko VC). Tę hipotezę również zweryfikowano negatywnie, bowiem między badanymi zmiennymi nie stwierdzono ani istotnej korelacji pozytywnej, ani negatywnej, co można zinterpretować, że większa ilość zebranego kapitału PE nie skłania jego dysponentów ani do decyzji o zwiększaniu udziału inwestycji VC w swoim portfelu PE, ani też do decyzji przeciwnych. Co prawda, w krótszych podokresach można doszukiwać się dodatniej i ujemnej korelacji w różnych państwach jednocześnie, ale nie jest to wystarczająco wiarygodne statystycznie, by świadczyć na korzyść badanej hipotezy ani na korzyść hipotezy przeciwnej.

Negatywną weryfikacją zakończyło się również badanie hipotezy 3, według której skłonność do preferowania wyjść z inwestycji VC/PE poprzez giełdę w porównaniu z innymi formami dezinwestycji jest uzależniona od koniunktury giełdowej. Według zebranych danych empirycznych dobra koniunktura giełdowa nie przekłada się na częstsze decyzje o wychodzeniu z inwestycji tą drogą, zamiast inną (przynajmniej w sensie stosunku wartości dezinwestycji przez giełdę do wartości innych form wyjścia w poszczególnych okresach).

Hipotezę 4 zakładającą, że Venture Capital / Private Equity jako klasa aktywów inwestycyjnych daje wyższe stopy zwrotu niż inwestycje giełdowe, ale przy wyższym ryzyku (mierzonym odchyleniem standardowym tych stóp zwrotu), również zweryfikowano negatywnie. Podstawą takiego wyniku było przede wszystkim wykazane w badaniu osiągnięcie przez fundusze wykupowe (*Buyout Funds*) wysokich stóp zwrotu przy relatywnie niskim ryzyku w porównaniu z inwestycjami giełdowymi. Jest to niezgodne z powszechnym przekonaniem, że wysokim



zwrotom z inwestycji PE towarzyszy również wysokie ryzyko. Częstkowo hipoteza czwarta została zweryfikowana pozytywnie tylko w odniesieniu do funduszy VC (w tym funduszy zasiewowych – *Seed*) działających w USA.

Negatywna weryfikacja wszystkich czterech hipotez jest podstawą do stwierdzenia, że znaczna część badanych czynników, uważanych za takie determinanty, w świetle danych nie wykazuje przypisywanego im wpływu. Uzyskanie takich wyników badań może mieć dwie przyczyny: możliwość zbyt wąskiego zestawu czynników uwzględnionych w badaniu empirycznym oraz możliwość, że rynki Venture Capital / Private Equity mają w znacznym stopniu charakter inercyjny, hermetyczny, niejako z natury niepodatny na wpływy czynników zewnętrznych. W obu przypadkach przeprowadzone badania stanowią, zdaniem autora, dobry punkt wyjścia do dalszej eksploracji tej dziedziny badawczej.

Na pytanie, czy postawione w pracy hipotezy znalazły potwierdzenie, należy więc zasadniczo odpowiedzieć „nie”. Aby jednak, wzorem funduszy specjalizujących się w restrukturyzacjach, obrócić niekorzystne wyniki w szansę na korzyść, potraktujmy negatywne weryfikacje hipotez w sposób pozytywny, używając słowa „tak”, i to dwukrotnie. Po pierwsze, czy doszło do przysporzenia wiedzy? – tak, i to w sposób szczególny, bowiem badania przeczą kilku dość często spotykanym opiniom o tym rynku. Po drugie, rozpatrując ewentualne dalsze kierunki prac nad poruszonymi tu zagadnieniami, niniejszą pracę można podsumować następująco: „tak, jest jeszcze wiele do zbadania”.

Czy autor zamierza w tym procesie uczestniczyć?

Tak.

Zdecydowanie tak.



# Bibliografia

## 1. Książki, raporty, rozdziały monografii, artykuły w czasopismach

- A Guide To Venture Capital Term Sheets*, BVCA, Londyn 2004.
- Arnold G., *Corporate financial management*, Prentice Hall 2002.
- Arundale K., *A Guide to Private Equity*, BVCA, Londyn 2010.
- Bains W., *Venture Capital and the European Biotechnology Industry*, Palgrave Macmillan 2009.
- Bartlett J. W., *Venture Capital. Law, Business Strategies, and Investment Planning*, John Wiley & Sons, Nowy York/Chichester/Brisbane/Toronto/Singapore 1988.
- Begg D., Fischer S., Dornbusch R., *Ekonomia. Mikroekonomia*, PWE, Warszawa 2003.
- Benchmarking European Tax and Legal Environments*, EVCA 2008.
- Borowiecki R., Czaja J., Jaki A., Kulczycki M., *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, Twigger, Warszawa 2002.
- Boyns N., Cox M., Spirens R., Hughes A., *Research into the Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts. A Report Prepared for Inland Revenue*, PACEC, Cambridge 2003.
- Brandis H., *The Changing Face of Venture Capital in Europe*, Earlybird, EBAN 10<sup>th</sup> Annual Congress, Istanbuł, 15 kwietnia 2010, [www.eban.org](http://www.eban.org) (dostęp 05.08.2012).
- Bukowska-Piastrzyńska A., *Rynek capital venture w Polsce*, „Studia i Materiały Wyższej Szkoły Marketingu i Biznesu w Łodzi” 2000, nr 5.
- Bygrave W. D., Shulman J., *Capital Gains Tax: Bane or Boon for Venture Capital?*, [w:] B. A. Kirchnoff i in. (red.), *Frontiers of Entrepreneurship Research 1988*, Wellesley, MA: Center for Entrepreneurial Studies, Babson College, 1988, cyt. za: Bygrave W. D., Timmons J. A., *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston 1992.
- Bygrave W. D., Timmons J. A., *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston 1992.
- Camp J. J., *Venture Capital due diligence. A Guide to Making Smart Investment Choices and Increasing Your Portfolio Return*, John Wiley & Sons, New York 2002.
- Christofidis C., Debande O., *Financing Innovative Firms through Venture Capital*, EIB Sector Papers, European Investment Bank 2001.
- Cornelius P., *International Investments in Private Equity: Asset Allocation, Markets and Industry Structure*, Elsevier Inc., 2011.
- Czerniak J., *Wpływ uwarunkowań kulturowych na rozwój rynku funduszy venture capital*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska” 2012/1, Vol. 46, Sectio H: Oeconomia, red. J. Węclawski.
- Fila J., *Publiczne źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Niemczech*, Rozprawa doktorska napisana pod kierunkiem B. Mikołajczyk, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2004.

- Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, praca zbiorowa pod red. M. Wypycha, Absolwent, Łódź 1997.
- Fund of Funds, a guide for Institutional Investors*, Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), 2005.
- Gajda J., *Ekometria praktyczna*, Absolwent, Łódź 1998.
- Głodek P., Pietraszewski M., Martin M., *Finansowanie projektów innowacyjnych*, [w:] K. B. Matusiak, E. Stawasz, A. Jewtuchowicz, *Zewnętrzne determinanty rozwoju innowacyjnych firm*, Katedra Ekonomii Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2001.
- Glogowski E., Münch M., *Nowe usługi finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994.
- Gompers P. A., Lerner J., *What Drives Venture Capital Fundraising?*, Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics, 1998.
- Gompers P., Kovner A., Lerner J., Scharfstein D., *Venture Capital Investment Cycles: the Impact of Public Markets*, Working Paper 11385, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2005.
- Grudzewski W., Hejduk I., *Małe i średnie przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej w Polsce*, Wyższa Szkoła Handlu i Prawa, Warszawa 1998.
- Gruszecki T., *Instytucje i rynki finansowe*, Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości im. Bogdana Jańskiego, Warszawa 1998.
- Gruszecki T., *Przedsiębiorca w teorii ekonomii*, CEDOR Sp. z o.o., Warszawa 1994.
- Grzywacz J., Okońska A., *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005.
- Guide on Private and Venture Capital for Entrepreneurs*, An EVCA Special Paper, EVCA, Bruksela 2007.
- Instrumenty zarządzania finansami w przedsiębiorstwie*, praca zbiorowa pod red. M. Wypycha, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi, Łódź 2010.
- IPO 2009. Udany debiut w trudnych czasach*, Wydawca: IPO sp. z o.o., www.ipo.pl, raport (dostęp 01.03.2012).
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Kenney M., Han K., Tanaka S., *The Globalization of Venture Capital: The Cases of Taiwan and Japan*, materiały zaprezentowane podczas Międzynarodowej Konferencji *Financial systems, corporate investment in innovation and venture capital*, Bruksela, 7–8 listopada 2002 r.
- Klonowski D., *The Venture Capital Investment Process*, Palgrave Macmillan, New York 2010.
- Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, *Oferta dla firm średnich – finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw poprzez fundusze inwestycyjne i publiczny rynek kapitałowy*, [w:] *Finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, Polska Fundacja Promocji i Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw 2000.
- Kornasiewicz A., *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004.
- Kotlicki M., *Wyjść z inwestycji. Fundusze mają do wyboru kilka rozwiązań*, „Puls Biznesu”, 9 czerwca 2003.
- Kozińska K., *Fundusz daje firmie nie tylko pieniądze*, „Puls Biznesu”, 9 czerwca 2003.
- Kozińska K., *Fundusz inwestycyjny pomaga, ale i wymaga*, „Puls Biznesu”, 2 czerwca 2003.
- Kozińska K., *Partnera warto szukać właśnie w czasie recesji*, „Puls Biznesu”, dodatek „Venture Capital”, 11 czerwca 2003.
- Kozińska K., *V... jak venture capital*, „Puls Biznesu”, dodatek „Vademecum usług finansowych”, 17 listopada 2003.
- Krajewski J., *Tani kapitał, czyli jak zdobyć pieniądze dla firmy*, Business Press, Warszawa 1998.

- Krawczyk M., *Finansowe uwarunkowania rozwoju innowacji w sektorze MŚP w krajach Unii Europejskiej*, Rozprawa doktorska napisana pod kierunkiem B. Mikołajczyk, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2010.
- Kurczewska A., *Finansowe uwarunkowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw na przykładzie Francji*, Rozprawa doktorska napisana pod kierunkiem B. Mikołajczyk, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2008.
- Lewandowska L., *Rozwój firmy. Koncepcje zarządzania i finansowania*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2001.
- Los funduszy zależy od koniunktury*, „Puls Biznesu”, dodatek „Venture Capital”, 11 czerwca 2003.
- Luciński W., *Możliwości stymulowania rozwoju polskiej gospodarki poprzez fundusze Private Equity wspierane przez sektor banków komercyjnych*, Wydawnictwo Politechniki Łódzkiej, Łódź 2009.
- Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Matusiak K. B., Stawasz E., *Otoczenie instytucjonalne małych firm innowacyjnych*, [w:] K. B. Matusiak, E. Stawasz, A. Jewtuchowicz, *Zewnętrzne determinanty rozwoju innowacyjnych firm*, Katedra Ekonomii Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2001.
- Mikdashi Z., *Progress-Driven Entrepreneurs, Private Equity Finance and Regulatory Issues*, Palgrave Macmillan 2010.
- Mikołajczyk B., *Infrastruktura finansowa MSP w krajach Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 2007.
- Mikołajczyk B., *Instytucje wspomagające rozwój małych i średnich firm*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 1998.
- Mikołajczyk B., *Polityka i strategia inwestycyjna venture capital (wybrane problemy)*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawki (red.), *Rynek finansowy. Instytucje, strategie, instrumenty*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2003.
- Mikołajczyk B., *Rynek venture capital u progu XXI wieku w Stanach Zjednoczonych*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski, *Strategie i instrumenty alokacji kapitału finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2004.
- Mikołajczyk B., *Venture capital formą finansowania małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] B. Mikołajczyk (red.), *Bankowość i finanse publiczne u progu przystąpienia Polski do Unii Europejskiej*, „Acta Universitatis Lodzianensis” 2004, Folia Oeconomica, nr 176.
- Mikołajczyk B., *Venture capital jako źródło finansowania przedsiębiorstw w Europie*, [w:] J. Ostaszewski (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, Monografie i Opracowania Naukowe, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005.
- Mikołajczyk B., Krawczyk M., *Komplementarność i substytucyjność aniołów biznesu i operatorów venture capital*, „Bank i Kredyt”, marzec 2006.
- Mikołajczyk B., Kurczewska A., Fila J., *Klastry na świecie. Studia przypadków*, Difin, Warszawa 2009.
- Molo M., Bielówka M., *Przegląd dostępnych źródeł finansowania działalności gospodarczej oraz ocena ich atrakcyjności*, [w:] *Finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, Polska Fundacja Promocji i Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw 2000.
- Mościbrodzka K., *Finansowanie sektora przedsiębiorstw w okresie transformacji (rozwiązania alternatywne)*, Instytut Finansów w Wyższej Szkole Ubezpieczeń i Bankowości, Warszawa 2000.
- Panfil M., *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin sp. z o.o., Warszawa 2005.
- Pensions at a Glance 2011. Retirement-income Systems in OECD and G20 Countries*, OECD [www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org), raport (dostęp 26.07.2012).
- Piasecki B., Rogut A., Stawasz E., Johnson S., Smallbone D., *Warunki prowadzenia działalności gospodarczej przez MSP w Polsce i krajach Unii Europejskiej*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2001.

- Pochłopiń J., *Kapitał do Polski płynie głównie z zagranicy*, „Puls Biznesu”, 11 czerwca 2003.
- Private Equity and Venture Capital Incentives in Europe*, EVCA 2003.
- Rojek A., *Oferta dla funduszu nie dotyczy tylko pieniędzy*, „Puls Biznesu”, 9 czerwca 2003.
- Rojek A., *Szukasz kapitału? Zaczynj od analizy własnych potrzeb*, „Puls Biznesu”, 2 czerwca 2003.
- Skiendzielewski S., *Trzeba przygotować się do inwestycji*, „Puls Biznesu”, 2 czerwca 2003.
- Sobańska K., Sieradzan P., *Inwestycje private equity / venture capital*, Wydawnictwo Key Text sp. z o.o., Warszawa 2004.
- Soja T. A., Reyes J. E., *Investment Benchmarks: Venture Capital*, Needham, MA: Venture Economics, Inc., 1990, cyt. za: Bygrave W. D., Timmons J. A., *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston 1992.
- Solarz J. K., *Venture capital*, Centrum Informacji Menedżera, Warszawa 1993.
- Sosnowski T., *Private equity a kryzys*, [w:] B. Mikołajczyk (red.), *Instytucje finansowe i pozafinansowe w warunkach zmian koniunktury*, „Acta Universitatis Lodzianensis” 2011, Folia Oeconomica nr 247.
- Sosnowski T., *Uwarunkowania decyzji funduszy private equity o wyborze metody dezinvestycji*, [w:] J. Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, „Acta Universitatis Lodzianensis” 2011, Folia Oeconomica nr 256.
- Strzelecki M., *Poland Sees Norway as Model to Benefit From Shale Gas Output*, <http://www.bloomberg.com>, pobrano z serwisu agencji Bloomberg 24.07.2012.
- Świderska J., *Quasi-fundusze venture capital. Publiczne wsparcie innowacyjnych MSP*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin sp. z o.o., Warszawa 2008.
- Szeląg W., *Druga Ameryka*, „Gazeta Prawna”, dodatek: „Gazeta Gospodarcza”, 11–13 marca 2005, nr 50.
- Szymczak M., *Czas na łowy i zakupy. Rozmowa z Jackiem Siwickim, partnerem zarządzającym w funduszu Enterprise Investors*, „Profit” (grudzień) 2002, nr 12.
- Tamowicz P., *Dobierz fundusz do potrzeb firmy*, „Puls Biznesu”, dodatek „Droga po kapitał”, 29 marca 2004.
- Tamowicz P., *Fundusze inwestycyjne typu venture capital*, IBnGR, Gdańsk 1995.
- Tamowicz P., *Selekcja jest bardzo ostra*, „Puls Biznesu”, dodatek „Droga po kapitał”, 29 marca 2004.
- Tamowicz P., *Venture capital – kapitał na start*, PARP, Gdańsk 2004, s. 53.
- Tamowicz P., *Wspieranie rozwoju rynku venture capital przez władze publiczne*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1999.
- Tarczyński W., *Rynki kapitałowe – metody ilościowe. Vol. II*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1997.
- Value Capital. The Evolution of Venture Capital and Private Equity in Australia*, The Australian Private Equity & Venture Capital Association Limited (AVCAL), 2009.
- Venture Impact. The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies to the U.S. Economy*, raport Global Insight opublikowany przez National Venture Capital Association w 2007 r., [www.nvca.com](http://www.nvca.com).
- Wall J., Smith J., *Better Exits*, Price Waterhouse Corporation Finance, EVCA 2001.
- Węclawski J., *Finansowanie innowacyjnych przedsiębiorstw przez korporacje*, [w:] L. Pawłowicz i R. Wierzba (red.), *Finanse przedsiębiorstw wobec procesów globalizacji*, Gdańska Akademia Bankowa przy Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk–Jurata 2003.
- Węclawski J., *Rozwój rynku private equity a koniunktura gospodarcza*, [w:] K. Jajuga (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Problemy wiodące*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011.
- Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.

- Węclawski J., *Wpływ kryzysu finansowego na inwestycje private equity*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska” 2012/1, Vol. 46, Sectio H: Oeconomia, red. J. Węclawski.
- Węclawski J., *Znaczenie rynku venture capital w finansowaniu wczesnych faz rozwoju przedsiębiorstw*, [w:] B. Filipiak, B. Mikołajczyk (red.), *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, Difin, Warszawa 2009.
- Wilk S., *Polskie startupy internetowe – z motyką na słońce*, Dziennik Internautów, <http://di.com.pl> (dostęp 06.06.2012).
- Wilk S., *W branży IT jest mało przełomowych technologii*, Dziennik Internautów, <http://di.com.pl> (dostęp 19.06.2012).
- Winięcki J., *Kulczykowie są skuteczniejsi od państwa*, [www.money.pl](http://www.money.pl), 12.05.2008 (dostęp 22.08.2011).
- Winteler E. U., *An der Zukunft verdienen. Gewinnchancen durch US-Venture-Kapital*, Wiesbaden 1985, cyt. za: J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
- Witkowska A., *Fundusze tańsze i zyskowne*, „Gazeta Prawna”, dodatek: „Gazeta Gospodarcza”, 24 lutego 2005, nr 39 (1404).
- Wrzesiński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka – Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008.
- Zasępa P., *Venture capital – sposoby dezinvestycji*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2010.
- Zimny A., *Europejskie rynki pozagiełdowe*, [w:] B. Mikołajczyk (red.), *Bankowość i finanse publiczne u progu przystąpienia Polski do Unii Europejskiej*, „Acta Universitatis Lodziensis” 2004, Folia Oeconomica, nr 176.
- Zimny A., *Inwestycje VC/PE w spółki high tech – trend długookresowy*, „Finanse. Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN” 2012, nr 1 (5).
- Zimny A., *Trendy rynku PE/VC a trendy rynków giełdowych*, [w:] B. Filipiak, B. Mikołajczyk (red.), *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, Difin, Warszawa 2009.

## 2. Roczniki i raporty cykliczne

- 2010 *Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study*, EVCA / Thomson Reuters, June 2011, [www.evca.com](http://www.evca.com)
- 2011 *Yearbook, Australian Private Equity and Venture Capital Activity Report – November 2011*, AVCAL, [www.avcal.com.au](http://www.avcal.com.au) (dostęp 11.02.2012).
- Asian Private Equity 300*, AVCJ Group Ltd., roczniki 1992/1993–2012.
- Australian Venture Capital Association Limited 2001 Yearbook*, Prepared by Thomson Financial / Venture Economics, 2002, [www.avcal.com](http://www.avcal.com)
- Australian Venture Capital Association Limited, Industry statistics for the Year Ended 30 June 2004*, Prepared by Thomson Venture Economics, [www.avcal.com](http://www.avcal.com)
- Australian Venture Capital Association Limited, Yearbook 2002*, Prepared by Thomson Venture Economics, [www.avcal.com](http://www.avcal.com)
- BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2006*, [www.bvca.co.uk](http://www.bvca.co.uk)
- BVK Statistik 2000, Das Jahr 2000 in Zahlen*, Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften 2001, <http://www.bvkap.de>
- EVCA Network News Supplement: Pan-European Survey of Performance – From Inception to 31 December 2001*, EVCA / Thomson Venture Economics, [www.evca.com](http://www.evca.com)
- EVCA Yearbook*, roczniki 2002–2013.



- International Private Equity and Venture Capital Valuation*, IPEV Board, sierpień 2010, <http://www.privateequityvaluation.com>
- NVCA Yearbook*, roczniki 2007, 2011–2013.
- Research Notes: Pan-European Survey of Performance – From Inception to 31 December 2004*, EVCA / Thomson Venture Economics, 27 October 2005, [www.evca.com](http://www.evca.com)
- Rocznik 2004, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, Warszawa 2004.
- U.S. Venture Capital Index And Selected Benchmark Statistics. Private Investments*, Cambridge Associates LLC, December 31.2010, [www.nvca.com](http://www.nvca.com)
- Venture Capital and Later Stage Private Equity*, publikacje nr 5678.0, 2010–11 oraz nr 5678.0, 2009–10, Australian Bureau of Statistics, [www.abs.gov.au](http://www.abs.gov.au)
- Venture Capital Returns Held Steady At Year-End 2004, Five Years Return Still Impacted by Tech Bubble Burst*, NVCA, 11 April 2005. Source: Thomson Venture Economics / NVCA, [www.nvca.com](http://www.nvca.com)
- Venture Economics / NVCA Press Releases*, [cyt. za:] *BVK Nachrichten, Venture Capital in den USA 2001*, pobrano ze strony BVK: [www.bvk-ev.de](http://www.bvk-ev.de)

### 3. Bazy danych

- Australian Bureau of Statistics. pliki z danymi zamieszczone na stronie [www.abs.gov.au](http://www.abs.gov.au) (dostęp 11.02.2012).
- AVCJ Database*, baza danych firmy AVCJ Group Limited, [http://www.asianfn.com/Research\\_Database.aspx](http://www.asianfn.com/Research_Database.aspx) (dostęp 19.09.2011).
- Baza danych EVCA (pliki z danymi otrzymano bezpośrednio z EVCA dn. 19.07.2011, 12.08.2011, oraz 02–03.01.2012).
- OECD, [www.oecd.org](http://www.oecd.org) (dostęp 13.05.2012, 26.05.2012 oraz 26.07.2012).
- Stooq.pl, [www.stooq.pl](http://www.stooq.pl) (dostęp 05.08.2011 i 13.05.2012).
- Stoxx Limited*, [www.stoxx.com](http://www.stoxx.com) (dostęp 05.08.2011).
- ThomsonOne*, baza danych firmy Thomson Reuters, [www.thomsonone.com](http://www.thomsonone.com) (dostęp 26–27.08.2011, 14.09.2011, 26.11.2011, 31.12.2011).
- Yahoo Finance*, [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com) (dostęp 05.08.2011, 30.01.2012 i 13.05.2012).

### 4. Inne źródła informacji

- European Benchmark Performance Statistics. Frequently Asked Questions*, EVCA & Thomson Venture Economics, 2005, s. 8, [www.indiavca.org](http://www.indiavca.org) (dostęp 22.04.2008).
- Formularz „PNT-02 Sprawozdanie o innowacjach w przemyśle za lata 2009–2011”, Główny Urząd Statystyczny.
- Informacje zaczerpnięte z prezentacji Michała Rusieckiego, partnera w Enterprise Investors, na I Krajowym Forum Venture Capital 11 czerwca 2003 r. w Warszawie, cyt. za: Sobańska K., Sieradzan P., *Inwestycje private equity / venture capital*, Wydawnictwo Key Text sp. z o.o., Warszawa 2004.
- Nieformalna korespondencja mejlowa z przedstawicielem EVCA.
- Overdose the Next Financial Crisis*, reż. M. Borgs, reportaż dokumentalny, 2010, obejrzany na [www.youtube.com](http://www.youtube.com) (dostęp 10.07.2012).

Regulamin przeprowadzania konkursu w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, Priorytet 4: Inwestycje w innowacyjne przedsiębiorstwa, Działanie 4.4: Nowe inwestycje o wysokim potencjale innowacyjnym, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, [www.parp.gov.pl](http://www.parp.gov.pl) (dostęp 04.08.2012).

Rozporządzenie Ministra Gospodarki z dnia 13 lipca 2006 r. w sprawie udzielania pomocy finansowej funduszom kapitału zalążkowego, Dz. U. nr 141, poz. 1000.

Strona internetowa bazy danych PEREP Analytics, <https://www.perepanalytics.eu>

Strona internetowa Departamentu Biznesu, Innowacji i Umiejętności rządu brytyjskiego (Department for Business Innovation & Skills), <http://www.bis.gov.uk> (dostęp 16–17.07.2012).

Strona internetowa instytucji Small Business Administration (SBA), [www.sba.gov](http://www.sba.gov) (dostęp 16–17.07.2012).

Strona internetowa Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości (Instytucji Wdrażającej m.in. działanie 1.4–4.1), [www.parp.gov.pl](http://www.parp.gov.pl) (dostęp 16–17.07.2012).

Strona internetowa poświęcona Państwowym Funduszom Majątkowym, <http://www.sovereignwealthfunds.pl> (dostęp 24.07.2012).

Strona internetowa programu SBIR, [www.sbir.gov](http://www.sbir.gov) (dostęp 16–17.07.2012).

Strona internetowa *Societe Generale*, <http://www.societegenerale.com/en/nous-connaître/notre-histoire/chronologie> (dostęp 11.07.2012).

Wikipedia, hasło *Société Générale de Belgique* (dostęp 11.07.2012).

Wyjaśnienia otrzymane drogą mejlową bezpośrednio z Australian Bureau of Statistics dnia 14.02.2012.

Przedłożona do recenzji książka ma charakter monografii prezentującej segment rynku finansowego tworzony przez inwestorów venture capital. Rynek ten zaczął się kształtować w formie zinstytucjonalizowanej kilkadziesiąt lat temu, ale ciągle charakteryzuje go duża dynamika i zmienność wyrażająca się w poszerzaniu obszarów inwestowania, powstawaniu nowych form angażowania kapitału czy tworzeniu kolejnych instrumentów. Dyfuzja tych zmian i stopień rozwoju rynku venture capital w poszczególnych krajach wykazują duże zróżnicowanie, co rodzi wiele pytań i problemów dotyczących przesłanek i przebiegu procesu inwestycyjnego. Tymczasem badanie rynku venture capital i zachowań występujących na nim inwestorów nie jest zadaniem łatwym ze względu na utrudniony dostęp do informacji wynikający z charakteru inwestycji i form organizacyjnych dokonujących ich podmiotów. W tym kontekście recenzowana praca przyczynia się do poszerzenia wiedzy w ważnym dla rozwoju nowoczesnej gospodarki segmencie rynku finansowego. Prezentuje ona szereg mało znanych dotychczas w literaturze krajowej danych dotyczących rynku venture capital i analiz zachowań jego uczestników.[...]

Szczególną wartość naukową przedstawia weryfikacja kilku hipotez stanowiących przedmiot badań przeprowadzonych przez Autora. Uważam, że praca będzie cennym źródłem informacji i inspiracji dla osób zainteresowanych inwestowaniem venture capital. Może być wykorzystana zarówno w procesie dydaktycznym, jak i badaniach naukowych, a także przez praktyków związanych z rynkiem kapitałowym.

Z recenzji prof. dr. hab. Jerzego Węclawskiego



WYDAWNICTWO  
UNIwersytetu  
ŁÓDZKIEGO

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl  
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl  
tel. (42) 665 58 63, faks (42) 665 58 62

ISBN 978-83-7969-018-3



9 788379 169018 3