

JACEK NOWAK

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

KLUCZOWE SPOSOBY REALIZACJI DEZINWESTYCJI FUNDUSZY VENTURE CAPITAL W POLSCE

1. Wprowadzenie

Działalność funduszy podwyższonego ryzyka związana jest z koniecznością odpowiedniego doboru strategii do możliwych celów inwestycyjnych. Podmioty będące w obszarze zainteresowania funduszu venture capital, winny reprezentować potencjał, który będzie w stanie wygenerować odpowiednią wartość dodaną w stosunku do pierwotnie inwestowanego przez fundusz kapitału. Jako kwestię wiodącą traktuje to założenie J. Węclawski¹. Ewoluujące otoczenie stanowi istotne ryzyko dla możliwości realizacji zamierzeń. Również M. Molo oraz M. Bielówka² wskazują, iż elementem kluczowym jest zatem dobór takiej metody zarządzania podmiotem kontrolowanym przez fundusz inwestycyjny oraz dobór takiej formy „wyjścia”, które mogą doprowadzić do uzyskania możliwie jak najwyższej stopy zwrotu. Stąd też jednym z elementarnych zadań podejmowanych przez fundusze wysokiego ryzyka jest wykorzystanie możliwie jak najbardziej efektywnych dla funduszu metod dezinvestycji. Widoczne zmiany zachodzą w tym względzie od kilkunastu lat w Polsce. Realizacja zamierzeń funduszy venture capital jest możliwa w coraz szerszym stopniu, z uwagi na rozwój rynku kapitałowego, rynku dłużnego i świadomości kierownictwa przedsiębiorstw w zakresie współuczestnictwa w procesach dezinvestycyjnych nie tylko, jako zarządzających, ale również, jako potencjalnych współwłaścicieli. Stopniowo zatem rozszerza się paleta możliwości, jak również i struktura właścicielska podmiotów będących potencjalnym celem inwestycji, jak i dezinvestycji, realizowanych przez fundusze venture.

W ramach pracy przedstawione zostały sposoby realizacji planów dezinvestycyjnych przez fundusze podwyższonego ryzyka oraz stopień ich wykorzystania, ze zwróceniem uwagi na najbardziej popularne. Co istotne, funkcjonowanie funduszy venture capital jest działalnością odbywającą się w środowisku dynamicznym, stąd też przedstawione sposoby realizacji zbycia podmiotów w ramach portfela spółek funduszowych wymagają zastosowania rozwiązań efektywnych, opartych na doświadczeniu zarządzających i dostosowanych do zmieniających się warunków, w tym rynku kapitałowego i dłużnego. W rozumieniu autora pracy, istnieje konieczność przedstawienia sposobów realizacji dezinvestycji, jako stanowiących ważny element w realizacji zamierzeń funduszy venture capital, co do osiągnięcia docelowej stopy zwrotu z inwestycji w zmieniających się warunkach.

2. Poszukiwanie oczekiwanych warunków realizacji transakcji

Prowadzenie przez fundusz venture capital badań w zakresie dogodnego momentu na zbycie akcji spółki wydaje się być typowym rozwiązaniem stosowanym przez poszukują-

¹ J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997.

² 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, Warszawa 2000, s.46.

cych sposobu zakończenia inwestycji w danym przedsiębiorstwie. Tak, jak zakończenie inwestowania jest naturalną częścią składową procesu finansowania ze strony funduszu inwestycyjnego, tak również ze strony pozostałych właścicieli obniżenie zaangażowania w kapitale własnym i pozbycie się częściowej lub całkowitej kontroli wydaje się być momentem, który winien podlegać dogłębnej analizie. Wydaje się, iż jednym z kluczowych elementów dla właścicieli przedsiębiorstwa jest osiągnięcie dochodu przez wzrost jego wartości. Przedsiębiorstwo traktowane jako inwestycja, stanowi tym bardziej podmiot, który winien generować stosowny do zaangażowania zwrot z zainwestowanego kapitału. Horyzont czasowy inwestowania ze strony funduszu inwestycyjnego jest ograniczony czasowo od momentu rozpoczęcia inwestycji, co stanowi jedno z podstawowych założeń strategii funduszu. Istotnym elementem są nie tylko osiągane dochody spółki, lecz przede wszystkim dochód osiągnięty poprzez finalne zbycie przedmiotu inwestycji, jakim jest przedsiębiorstwo. Sformułowanie dezinwestycja tłumaczone jest z języka angielskiego, jako wyjście – divestment (disinvestment, exit), co stanowi formę sprzedaży akcji lub udziałów w spółce³.

Powszechnie funkcjonuje kilka sposobów dezinwestycji, jak dla przykładu sprzedaż inwestorowi sektorowemu - branżowemu, publiczna oferta akcji⁴, sprzedaż instytucji finansowej, dalsza sprzedaż funduszowi typu Venture Capital, czy umorzenie akcji, przy założeniu jednoczesnej wypłaty inwestorowi gratyfikacji z tytułu umorzenia. Stosując dezinwestycję fundusz ponownie reorganizuje swój portfel, wykorzystując dochody na kolejne inwestycje, jak również dokonując spłaty kapitału wobec własnych udziałowców, zgodnie z określonymi przez nich celami. Horyzont czasowy inwestycji funduszowej jest warunkowany wcześniejszymi planami. Zakończenie inwestycji, a w szczególności jego sposób, może lecz nie musi, być ustalony w momencie „wejścia” funduszu do spółki. Spółka będąca przedmiotem inwestycji funduszu ma zatem świadomość terminowego charakteru kapitału pochodzącego z funduszu inwestycyjnego, choć kluczowym elementem wpływającym na decyzję o „wyjściu” funduszu, jest możliwość osiągnięcia założonej lub wyższej stopy zwrotu.

Jednak sam proces wejścia funduszu VC, może mieć również charakter wsparcia dla przedsiębiorstwa. Jedną z form, może być sposób podejścia do działalności spółki, nowe spojrzenie na poszczególne segmenty aktywności, a także wykorzystanie wniosków pochodzących z procesu due dilligence. Konkluzje te z dużym prawdopodobieństwem mogą być formułowane w planie zaleceń, które w trakcie pozostawania funduszu VC w spółce. Winno to podnosić jej wartość, tak by w przyszłości stała się przedmiotem korzystnej odsprzedaży na rynku. Planowanie wyjścia z inwestycji prowadzone jest równoległe z nadzorem nad działalnością spółki. Przedstawiciele funduszu venture, muszą na bieżąco mieć wgląd w działalność spółki. Ich funkcjonowanie w radzie nadzorczej, wydaje się być gwarancją sprawnego dozoru aktywności przedsiębiorstwa oraz uzyskania korzyści po zakończeniu inwestycji funduszu. Elementem poprzedzającym dezinwestycję funduszu VC jest sporządzenie dokumentu informacyjnego w formie memorandum. Dokument taki stanowi bazę do rozpoznania charakteru działalności oraz potencjalnych możliwości rozwoju dla nowego inwestora. Jest to szczególnie istotne przy realizacji wejścia przez inwestorów branżowych

³J. Lerner, F. Hardyman, (2002): *“Venture Capital and Private Equity – A Casebook: Volume II”*, New York: John Wiley & Sons, Inc., s. 7.

⁴ w tym pierwsza oferta publiczna – IPO – initial public offering.

poszukujących potencjalnych celów inwestycyjnych w swojej branży. Memorandum nie wyczerpuje jednak informacji o ewentualnych zagrożeniach, słabościach, jak i możliwościach rozwojowych, stąd prowadzone przez potencjalnych inwestorów rozpoznanie, może mieć formę due diligence, jako szczegółowego badania działalności przez niezależnych audytorów i ekspertów⁵.

3. Rozwiązania dezinwestycyjne stosowane przez fundusze typu venture

Mimo, iż horyzont czasowy inwestycji funduszowej określany jest przed rozpoczęciem współpracy kapitałowej, to jednak uwarunkowania rynkowe lub specyficzne dla działalności spółki okoliczności mogą powodować zmianę terminu sprzedaży udziałów lub akcji przez fundusz. Dotyczy to tak prognozowanej niższej niż zakładano stopy zwrotu, jak również przewidywania osiągnięcia wyższego zwrotu z uwagi pozytywne zmiany w otoczeniu rynkowym lub wyższe od zakładanych rezultaty finansowe uzyskiwane przez podmiot będący przedmiotem aktywności funduszu. Inwestycja jest bowiem traktowana, jako źródło dochodów, stąd termin zbycia może ulegać zmianie. W tym przypadku, konieczna jest jednak rewizja zaangażowania kapitałowego ze strony venture capital, a zatem również korekta prognoz, co do osiągniętych dochodów.

W literaturze przedmiotu wskazuje się na wiele sposobów zakończenia współpracy funduszu ze spółką, czyli realizacji „wyjścia” kapitałowego. Pośród najbardziej popularnych można wskazać upublicznienie spółki na giełdzie papierów wartościowych, pozyskanie inwestora finansowego lub branżowego, a także niejednokrotnie łączony z wcześniej wskazanymi, wykup menedżerski⁶. Ostatni ze wskazanych ma również formę motywacji dla kadry zarządzającej, która przez udział w akcjonariacie spółki lub posiadane udziały, m.in. buduje wartości przedsiębiorstwa, jednocześnie budując wartość swojego portfela inwestycji. Wybór sposobu dezinwestycji funduszu VC zależy w znacznej mierze od osiągniętych wyników spółki portfelowej funduszu. Założeniem funduszu może być konsumpcja dochodów ze sprzedaży akcji w formie upublicznienia na giełdzie lub pozyskanie inwestora strategicznego, który jest zainteresowany przejęciem przedsiębiorstwa. Rozważane mogą być również przypadki oferty udziałów kierownictwu spółki lub pozostałym współwłaścicielom.

Można wskazać na wiele bodźców determinujących decyzje funduszu Venture Capital w zakresie zakończenia inwestycji⁷, pośród których na wyróżnienie zasługuje m.in. pozycja rynkowa zbywanej spółki i możliwości zainteresowania potencjalnych nabywców, a także ich potencjał finansowy. Szczególnie interesujące jest spojrzenie na możliwość realizacji strategii dezinwestycji przez wprowadzenie spółki na rynek kapitałowy⁸, zwracając uwagę na zmienność sytuacji na rynku kapitałowym, a w szczególności trend jaki ma miejsce w danej chwili.

⁵ D. Rankine, M. Bomer, G. Stedman, *Due diligence: definitive steps to successful business combinations*, Prentice Hall, Pearson Education Limited, Edinburgh Gate, s. 3.

⁶ K. Sobańska, P. Sierdzan: *Inwestycje private equity/venture capital*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004, s. 112.

⁷ J. Grzywacz, A. Okońska, *Venture capital, a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 2005, s. 109.

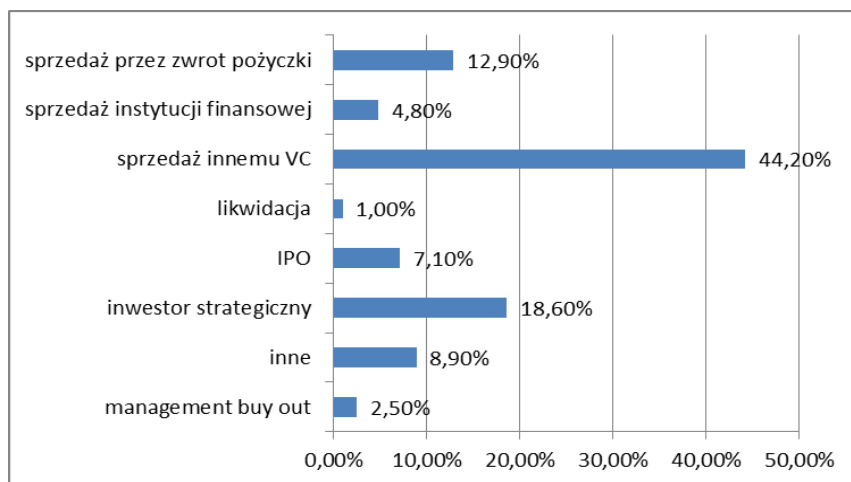
⁸ *Udział dezinwestycji przez IPO w Europie w 2009 roku wyniósł 5,6%, EVCA 2009, EVCA Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity 2009, EVCA Yearbook 2010.*

Według badań European Private Equity & Venture Capital dezinwestycje funduszy venture capital w Polsce miały charakter zróżnicowany. W 2001 roku zakończenie inwestycji funduszowych odnotowano w przypadku 38 spółek w sumarycznej kwocie 153 mln zł⁹. W kolejnym roku liczba dezinwestycji dotyczyła 30 spółek, na kwotę 306 mln zł, a w 2003 r. sześćdziesięciu przedsiębiorstw na kwotę 506 mln zł. Dla przykładu, do najpowszechniejszych form dezinwestycji należały w 2003 r.:

- zbycie na rzecz dotychczasowego kierownictwa (30% dezinwestycji),
- upublicznię spółki przez giełdę (22%)
- sprzedaż na rzecz inwestora strategicznego (9%, porównując do 53% w 2002 r.).
- zbycie odrębnemu funduszowi venture capital (3,4%)
- pozostałe formy zbycia (23%).

Wartość spółek które zostały sprzedane przez fundusze wysokiego ryzyka w Polsce w 2004 roku obniżyła się, stanowiąc 390 mln zł, jednak Polska była największym rynkiem w tym zakresie w regionie, z uwagi na realizację 71% transakcji sumarycznie. W 2004 roku fundusze zrealizowały dezinwestycje w 41 spółkach. Na bazie analiz można stwierdzić, iż znacząco zmieniają się sposoby „wyjścia kapitałowego” ze spółek należących do funduszy podwyższonego ryzyka.

O ile na początku XXI wieku w Polsce można było zaliczyć do kluczowych sposobów wyjścia funduszy Venture Capital sprzedaż inwestorowi branżowemu, jak również zbycie z zastosowaniem oferty publicznej, o tyle koniec pierwszego dziesięciolecia jest odmienny. Można wskazać, iż zmianie ulega w pewnym stopniu rola inwestorów strategicznych, na rzecz zbycia spółek do kolejnych zainteresowanych funduszy wysokiego ryzyka (wykres 1).



Wykres. 1. Procentowe ujęcie kluczowych form realizacji strategii wyjścia kapitałowego funduszy Venture Capital w Polsce w 2009 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie: EVCA Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity 2009, EVCA Yearbook 2010.

⁹ Venture capital – szansą dla przedsiębiorczych, Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Departament Przedsiębiorczości, Warszawa 2005, s. 28.

Do podstawowych sposobów wyjścia w tym okresie (2009) zaliczyć można sprzedaż na rzecz inwestorów strategicznych. Jednak procentowo ich udział w formach dezinwestycji maleje. Zmienna jest wielkość dezinwestycji z udziałem debiutu giełdowego, który w 2003 roku wynosił ponad 30%, a po kilku latach ukształtował się na poziomie poniżej 10%. Mniej istotny, choć niebagatelny, jest udział zaangażowania ze strony kierownictwa spółek w przejęcie nad nimi kontroli. W Polsce udział ten sięga nieco ponad 2%, a w Europie osiąga poziom prawie 9%. Z jednej strony przyczyną takiego stanu może być brak istotnej motywacji dla ponoszenia znaczącego ryzyka, a z drugiej dostęp do finansowania, który wymaga zwrotu funduszy w określonym czasie w szczególności na rynku dłużnym.

4. Podsumowanie

W opinii autora kluczową kwestią wymagającą uwagi w realizacji przez fundusz venture capital strategii „wyjścia” – dezinwestycji – jest złożone środowisko umożliwiające zastosowanie wybranych sposobów realizacji transakcji. Podkreślenia wymaga fakt efektywnego przeprowadzenia dezinwestycji, jako jeden z kluczowych warunków powodzenia procesu inwestycyjnego funduszu wysokiego ryzyka. Ryzyko związane ze zmieniającymi się warunkami transakcji, implikuje konieczność wyboru możliwie najbardziej efektywnego sposobu dezinwestycji dla realizacji zamierzonej stopy zwrotu.

Ważnym elementem problematyki dotyczącej sposobów realizacji dezinwestycji w funduszach wysokiego ryzyka, jest, co należy podkreślić złożoność procesu zakończenia inwestycji. Wskazać należy iż strategia funduszu w tym zakresie winna obejmować analizę pozycji rynkowej przedsiębiorstwa na rynku oraz dane sektorowe i prognozy, jakie mogą skutkować zainteresowaniem potencjalnych nabywców, motywację kierownictwa, co do nabycia akcji lub udziałów w przedsiębiorstwie. Do istotnych zaliczyć można również etap działalności na jakim spółka jest w momencie rozważanego zbycia w kontekście strategii rozwoju i przyjętego harmonogramu. Biorąc pod uwagę upublicznienie¹⁰, należy równocześnie rozważyć możliwości rynku kapitałowego, na którym miałyby spółka być upubliczniona. Niezmiernie istotnym czynnikiem jest jednak jak się wydaje kondycja rynku ogółem, w tym zakresie bowiem sukces dezinwestycji funduszu venture capital bezpośrednio zależy od nastrojów inwestorów, niezależnie od rynku, na którym dezinwestycja ma nastąpić.

5. Literatura

- [1] *EVCA Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity 2009*, EVCA Yearbook 2010.
- [2] Grzywacz J., Okońska A., *Venture capital, a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 2005.
- [3] Lerner, J., Hardyman, F. (2002): “*Venture Capital and Private Equity – A Casebook: Volume II*”, New York: John Wiley & Sons, Inc. 7.
- [4] 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, Warszawa 2000.

¹⁰ Udział dezinwestycji przez IPO w Europie w 2009 roku wyniósł 5,6%, *EVCA 2009, EVCA Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity 2009, EVCA Yearbook 2010*.

- [5] Rankine D., Bomer M., Stedman G., *Due diligence: definitive steps to successful business combinations*, Prentice Hall, Pearson Education Limited, Edinburgh Gate.
- [6] Sobańska K., Sieradzan P.: *Inwestycje private equity/venture capital*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004.
- [7] *Venture capital – szansą dla przedsiębiorczych*, Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Departament Przedsiębiorczości, Warszawa 2005.
- [8] Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997.

Streszczenie

Zamierzenia inwestycyjne funduszy podwyższonego ryzyka wymagają precyzyjnego planu nie tylko na poziomie doboru podmiotów będących obiektem inwestycji, ale również w znacznym zakresie wymuszają konieczność uwzględnienia możliwych scenariuszy dezinwestycji. Fundusze venture capital działające w Polsce od kilkunastu lat realizują scenariusze dezinwestycyjne w coraz szerszym stopniu wykorzystując szeroką paletę sposobów realizacji zamierzonej polityki w tym zakresie. Sposoby realizacji transakcji zbycia większościowych udziałów lub akcji przez fundusze venture capital stanowią przedmiot analizy w ramach niniejszego artykułu.

Słowa kluczowe: fundusze podwyższonego ryzyka, prywatne fundusze inwestycyjne, dezinwestycja, rynek kapitałowy, upublicznienie spółki.

VENTURE CAPITAL KEY FORMS OF DIVESTMENT IN POLAND

Summary

Private equity funds, especially venture capital funds are the type of capital investors interested in growing, young companies. A quite short history of operations, with not so wide perspective of funds on a debt market may be an important argument for due diligence and future investment. As analysed it has been a short time in Poland when venture capital funds are active. But since over ten years, the investment of venture capital funds is much more visible.

What important venture capital should be seen not only as a precision plan at the level of selection of those companies which are the subject of investment, but also in the area of possible scenarios for a divestment. Venture capital funds operating in Poland for several years pursuing divestment scenarios are increasingly using a wide range of ways to implement the intended policy in this matter. Forms of execution are the subject of analysis in this article.

Keywords: venture capital, private equity fund, divestment, capital market, initial public offering.

Translated by Jacek Nowak

JACEK NOWAK

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

e-mail: j.nowak@ue.katowice.pl

<http://www.ue.katowice.pl/>