

ARTUR ZIMNY

The background of the cover features a close-up, grayscale image of several Euro coins. A prominent 20 Euro coin is visible in the center, with its '20' and 'EURO' markings clearly shown. Other coins are partially visible around it, creating a textured, financial theme. A solid blue horizontal band is overlaid across the middle of the image, containing the title text in white.

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



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

Decyzje na rynkach
Venture Capital / Private Equity



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

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

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

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

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

– 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

Wstęp	11
Rozdział 1. Specyfika finansowania Venture Capital / Private Equity jako podstawa podjętych zagadnień badawczych	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
Rozdział 2. Źródła i determinanty podaży kapitału lokowanego w fundusze VC/PE	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 zyskowość 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
Rozdział 3. Inwestowanie kapitału przez fundusze Venture Capital / Private Equity	129
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
Rozdział 4. Metody wyjścia z inwestycji Venture Capital / Private Equity	193
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
 Rozdział 5. Stopa zwrotu i ryzyko – finansowa specyfika inwestycji Venture Capital / Private Equity	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
 Zakończenie	289
 Bibliografia	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 ujednolicone, 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, rozróżniając 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 zebrany 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 osiąganego z angażowanego 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 następnych 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)¹. 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

¹ 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 oznaczania 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*²). 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

² 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 Database³

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 Yearbook⁴

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 Yearbook⁵

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 Wykupy&Wzrost (*Buyout&Growth*).

³ *ThomsonOne*, baza danych firmy Thomson Reuters, www.thomsonone.com (dostęp: 26.11.2011).

⁴ *NVCA Yearbook 2012*, Appendix A: Glossary, s. 72 i 75.

⁵ *EVCA Yearbook 2011*, Methodology and Definitions, s. 7.

Asian Private Equity 300 / AVCJ Database⁶

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)⁷

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 obciążony 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)⁸

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

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

⁷ *Venture Capital and Later Stage Private Equity*, publikacja nr 5678.0, 2010–11, Australian Bureau of Statistics, www.abs.gov.au (dostęp 11.02.2012).

⁸ *2011 Yearbook Australian Private Equity and Venture Capital Activity Report – November 2011*, AVCAL, 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 zyskiem⁹.

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 podzbioru 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

⁹ 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*-udziałowy¹⁰. 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-

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