

Tomasz Sosnowski*

PROCESY WYJŚCIA Z INWESTYCJI FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* W WARUNKACH ASYMETRII INFORMACJI

1. WSTĘP

Wyjście z inwestycji stanowi finalny etap w cyklu życia każdego przedsięwzięcia kapitałowego realizowanego przez fundusze *private equity*. Jest ono bowiem swoistego rodzaju ukoronowaniem ich starań o realizację określonej rentowności kapitału własnego, ulokowanego uprzednio w niepubliczną spółkę kapitałową rokującą nadzieję na wzrost wartości rynkowej. Cechą charakterystyczną działania funduszy *private equity* jest przeto m. in.:

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

Wymienione trzy fazy procesów realizacji inwestycji funduszy *private equity* cechują się wysokim stopniem ryzyka inwestycyjnego, które wyraźnie wskazują na potrzebę koncentracji analiz efektywności inwestycji tych jednostek gospodarczych na następujących złożonych kwestiach, a mianowicie:

- a) identyfikacji i wyborze przedsiębiorstw do alokacji kapitału przez inwestora – fundusz *private equity*,
- b) alokacji kapitału o określonej wartości i strukturze w spółki w określonym czasie i sytuacji gospodarczo-społecznej,
- c) sprawowaniu funkcji zarządzania spółkami i nadzoru właścicielskiego, zorientowanego na poprawę przez nie wyników ekonomicznych oraz maksymalizację ich wartości rynkowej oraz
- d) wycofaniu swego kapitału ze spółek poprzez sprzedaż posiadanych akcji.

* Mgr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, 90-214 Łódź, ul Rewolucji 1905 r. nr 41.

Ta ostatnia faza działalności funduszy *private equity* określana jest mianem dezinwestycji.

Zasadniczym celem artykułu jest zwrócenie uwagi na dualizm sytuacji funduszy *private equity*, mającej miejsce w procesie inwestycji. Pierwsza sytuacja dotyczy relacji agencji w inwestycjach funduszy *private equity*, druga zaś odnosi się do asymetrii informacji, wykazującej odmienność charakteru i zarazem specyfikę *sui generis* uprzywilejowania funduszy w fazie ich wyjścia z inwestycji. To uprzywilejowanie sprzyja właściwemu wyborowi przez fundusze formy dezinwestycji.

Celem artykułu jest wskazanie wpływu relacji pryncypał – agent oraz asymetrii informacji na przebieg i formy dezinwestycji funduszy *private equity*.

Podjęcie rozważań nad powyższymi kwestiami wynika z potrzeby wypełnienia luki występującej nie tylko w polskiej literaturze przedmiotu. P. Gompers i J. Lerner podkreślają, iż problemy dezinwestycji funduszy *private equity* są rzadko uwzględniane w rozważaniach teoretycznych i brak jest kompleksowych teorii, na gruncie których możliwe byłoby wyjaśnienie działań podejmowanych przez uczestników tego rodzaju transakcji¹. Opracowanie dzieli się na dwie części. W części pierwszej przedstawione została charakterystyka relacji agent – pryncypał w inwestycjach funduszy *private equity*. W części drugiej znalazły się kwestie związku asymetrii informacji z wyborem metod dezinwestycji.

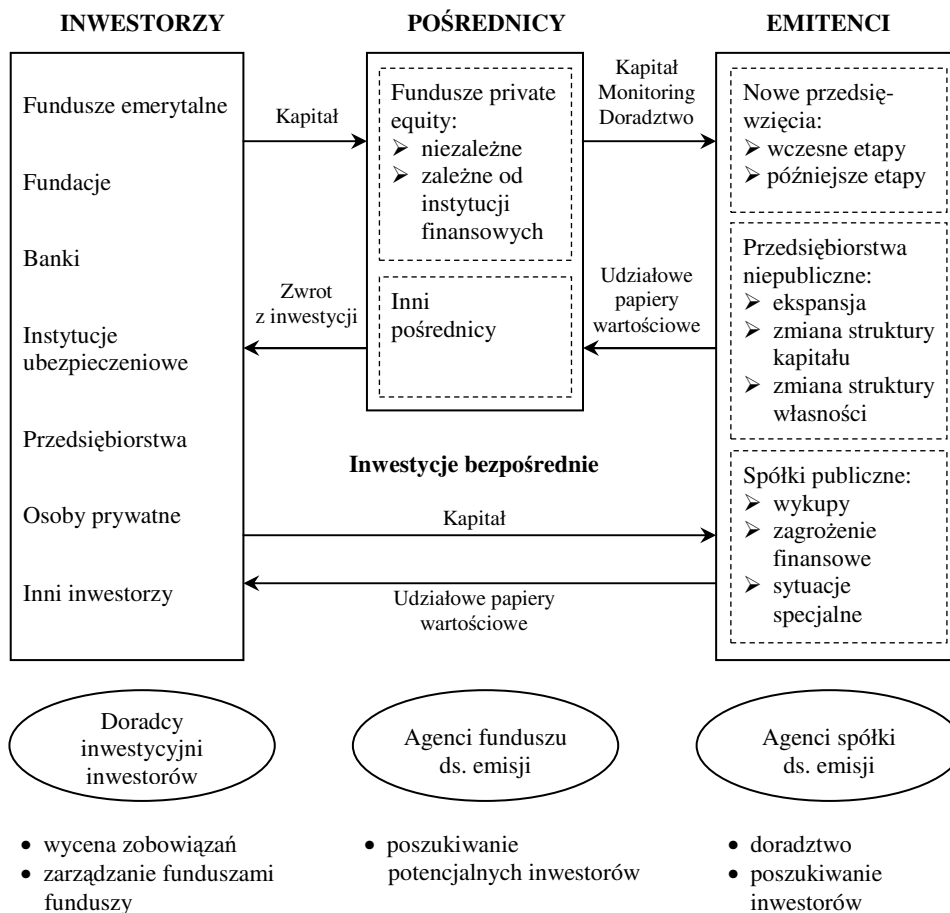
Prezentacja tych dwóch kwestii zmierza do pełniejszego przedstawienia specyfiki roli i znaczenia funduszy *private equity* w kreowaniu przebiegu procesów inwestycyjnych.

2. CHARAKTERYSTYKA RELACJI AGENT – PRYNCYPAŁ W INWESTYCJACH FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

Przyjęte i akceptowane nieomal powszechnie poglądy o ważnej stymulującej roli funduszy *private equity* w rozwoju przedsiębiorstw i gospodarki oraz o ponoszeniu przez nie bardzo wysokiego ryzyka wskazują na kilka ważnych ich cech. Z jednej strony działają one na rynku kapitału podwyższonego ryzyka przedsięwzięć inwestycyjnych zmierzających do wprowadzenia niepublicznej spółki kapitałowej na giełdę papierów wartościowych i wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Z drugiej strony – zasadniczym celem ich funkcjonowania i rozwoju jest osiągnięcie ponadprzeciętnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału przez dezinwestycję¹. Cały proces inwestycyjny funduszy *private equity* poprze-

¹ Por. K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 13; M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 23; M. Panfil, *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 19.

dzony jest poszukiwaniem i analizą kandydatów do inwestycji oraz znalezieniem spółek o wysokim potencjale wzrostu wartości rynkowej. Właściwy proces inwestycji rozpoczyna się w momencie alokacji kapitału przez fundusz *private equity* w działalność niepublicznych spółek posiadających określony potencjał wzrostu wartości, a kończy się z chwilą sprzedaży obejmowanych w zamian akcji.



Rys. 1. Struktura rynku kapitału podwyższonego ryzyka

Źródło: G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *The Economics of the Private Equity Market*, Working Paper No. 168, Board of Governors of the Federal Reserve System, Waszyngton 1995, s. 4.

Tego rodzaju działalność przedsiębiorstw, mająca miejsce na tzw. rynku kapitału podwyższonego ryzyka, umożliwia zatem powiązanie kapitałowe pomiędzy podmiotami chcącymi efektywnie zarządzać posiadanymi wolnymi środkami finansowymi, a przedsiębiorstwami potrzebującymi dodatkowego kapitału na rozwój. Rolą funduszy *private equity* jest stworzenie warunków skutecznego przepływu kapitału pomiędzy inwestorami a spółkami portfelowymi². Fundusze *private equity* działają zatem jako pewnego rodzaju pośrednicy inwestujący zgromadzone środki w wybrane przedsięwzięcia biznesowe posiadające i wykorzystujące potencjał wzrostu wartości rynkowej (zob. rys. 1).

Chociaż rynek kapitału podwyższonego ryzyka nie należy do grupy rynków regulowanych to posiada on właściwą sobie strukturę, która różni się w poszczególnych krajach w zależności od rozwiązań systemu prawnego i struktury instytucjonalnej, płynności i architektury rynku kapitałowego oraz doświadczenia inwestorów w budowaniu wartości przedsiębiorstw³. Przyjmuje się, iż na rynku kapitału podwyższonego ryzyka działają następujące trzy główne grupy uczestników:

- inwestorzy – podmioty o różnym profilu działania i strukturze własności, udostępniające kapitał na inwestycje⁴,
- pośrednicy – organizacje typu *private equity*,
- emitenci – przedsiębiorstwa, będące przedmiotem inwestycji, które z reguły działają w dynamicznie rozwijających się sektorach gospodarki oraz odznaczają się wysokim poziomem aktywności innowacyjnej i posiadają wysoki potencjał wzrostu wartości rynkowej (zob. rys. 1)⁵.

Obok tych jednostek na rynku kapitału podwyższonego ryzyka działają liczne podmioty realizujące funkcje wspomagające, których zadaniem jest zwiększanie zasobów informacji posiadanych przez uczestników rynku, na rzecz których świadczą usługi. Należą do nich:

- doradcy inwestycyjni inwestorów,
- agenci funduszu ds. emisji,
- agenci spółki ds. emisji (zob. rys. 1)⁶.

Specyficzna struktura funkcjonowania rynku *private equity* rodzi pewne konsekwencje dla relacji występujących pomiędzy stronami transakcji. Relacje te odnoszą się nie tylko do zakończenia współpracy pomiędzy określoną spółką portfelową a funduszem *private equity*, lecz także do całego procesu inwestycyjnego. Zwracając uwagę przede wszystkim na analizę postępowania uczestników

² G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *The Economics of the Private Equity Market*, Working Paper No. 168, Board of Governors of the Federal Reserve System, Waszyngton 1995, s. 3–5.

³ D. Cumming, G. Fleming, J-A. Suchard, *Venture Capitalist Value-added Activities, Fundraising and Drawdowns*, „Journal of Banking & Finance” 2005, Vol. 29, s. 297.

⁴ M. Pietraszewski, *Proces inwestycyjny realizowany przez fundusze private equity*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna we Włocławku, Włocławek 2007, s. 50.

⁵ G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *op. cit.*, s. 3–5.

⁶ *Ibidem*, s. 5.

procesu dezinvestycji w warunkach asymetrii informacji wskazać należy na zasadność wyjaśnienia działalności funduszy *private equity* z perspektywy teorii agencji, która powszechnie uznawana jest za dominujący paradygmat w literaturze z zakresu ładu korporacyjnego⁷.

Teoria agencji powstała w odpowiedzi na spostrzeżenia, iż w rosnącej liczbie przedsiębiorstw wraz z ich rozwojem dochodziło do rozdzielenia prawa własności i funkcji zarządczych⁸. To rozdzielenie własności od zarządzania i tym samym powstanie relacji między właścicielem przedsiębiorstwa a zarządzającym tą jednostką wskazuje, iż jedna ze stron, określane jako agent, działa w imieniu i na rzecz drugiej strony, określanej jako pryncypał⁹. Agent podejmuje, realizuje i kontroluje decyzje, których skutki są odczuwalne nie tylko przez niego samego, ale także przez pryncypała i pozostałych interesariuszy. Skala i siła odczuwalności efektów rozdzielenia własności od zarządzania zależą m. in. od *spreadu* maksymalizowanych przez nich własnych funkcji użyteczności oraz predyspozycji do rozwiązywania powstałego problemu agencji.

Cechami charakterystycznymi dla problemu agencji jest nie tylko występowanie rozbieżności interesów między pryncypałem i agentem, lecz także istnienie:

- a) niepewności,
- b) niemożliwości obserwacji wszystkich zachowań agenta przez pryncypała,
- c) kosztów zawarcia oraz wykonania kontraktów oraz
- d) asymetrii informacji pomiędzy stronami transakcji¹⁰.

Problemy teorii agencji i towarzyszącej jej asymetrii informacji odzwierciedlają m. in. występowanie dwóch zjawisk: pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*) oraz negatywnej selekcji (ang. *adverse selection*).

Określenie „pokusza nadużycia” związane jest z oportunistycznymi działaniami agenta. Jest to sytuacja, w której agent podejmuje działania, mające na celu jak najlepsze zaspokojenie własnych interesów, nawet gdy są one sprzeczne z interesem pryncypała¹¹. Pryncypał nie posiada wystarczającej i adekwatnej wiedzy oraz obiektywnej informacji nie tylko o postępowaniu agenta, lecz także o sytuacji i warunkach działania przedsiębiorstwa. Co więcej, jego reakcje mogą być spóźnione i nie wynikając z systemu wczesnego ostrzegania, mogą wytwo-

⁷ Zob. J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010, s. 147.

⁸ A. A. Berle, G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York, 1932, s. 110–111.

⁹ K. M. Eisenhardt, *Agency Theory. An Assessment and Review*, „The Academy of Management Review” 1989, Vol. 14, No. 1, s. 58.

¹⁰ M. Gorynia, *Przedsiębiorstwo w nowej ekonomii instytucjonalnej*, „Ekonomista” 1999, nr 6, s. 780.

¹¹ R. Müller, J. R. Turner, *The Impact of Principal-agent Relationship and Contract Type on Communication between Project Owner and Manager*, „International Journal of Project Management” 2005, Vol. 23, s. 399.

rzyć pryncypałowi wiele strat finansowych i/lub społecznych. Agent, wykorzystując przewagę informacyjną, zwiększać może osiągnane dla siebie korzyści kosztem strat ponoszonych przez pryncypała. Te straty pryncypała mają miejsce także wówczas, gdy podejmuje i realizuje on decyzje bez posiadania odpowiedniej wiedzy. Gdy zaś agent w takiej sytuacji posiada prywatne informacje wówczas występujące zjawisko negatywnej selekcji wzmacniać może smak „cytryny Akerlofa”¹².

Chociaż teoria agencji skupiała się pierwotnie na analizie relacji pomiędzy właścicielami przedsiębiorstwa a jego menedżerami, to ma ona charakter uniwersalny i znajduje również zastosowanie do analizy związków pomiędzy różnymi grupami interesariuszy w przedsiębiorstwie¹³.

Wydaje się, że sytuacja, określana mianem asymetrii informacji, odnosi się nieomal do wszystkich zdarzeń i procesów mających miejsce w działalności gospodarczej i społecznej. Jest ona wykreowana przez zbiór okoliczności oraz warunków funkcjonowania i rozwoju sprzyjających osiągnięciu korzyści przez jedną ze stron w wyniku zdobywania, gromadzenia, przetwarzania i wykorzystania pełniejszej, szybszej, wiarygodniejszej i cenniejszej informacji. Z reguły taką informacją dysponuje agent.

Problemy agencji w przypadku inwestycji *private equity* mają charakter wielopłaszczyznowy i wielowymiarowy. W. A. Sahlman zauważa, iż można wskazać na trzy podstawowe relacje agent – pryncypał zachodzące pomiędzy pierwotnymi inwestorami funduszu, funduszem *private equity* oraz spółką portfelową¹⁴ (zob. rys. 2).

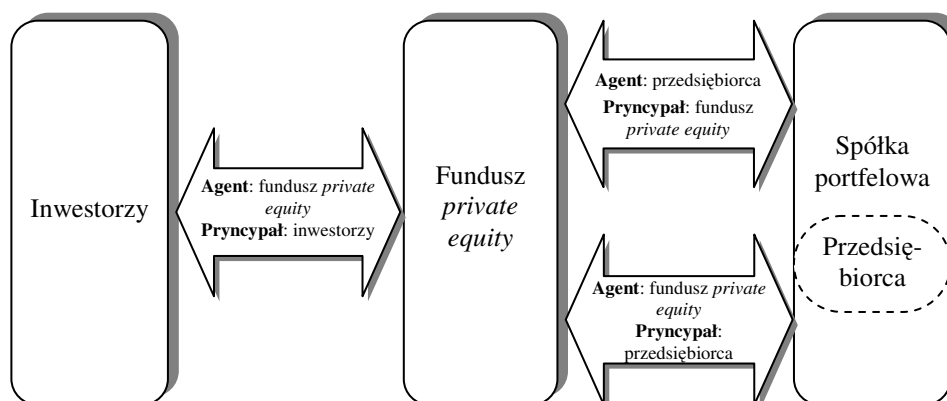
W pierwszym przypadku mamy do czynienia z sytuacją, w której fundusz *private equity*, działając jako agent, może przedkładać własny interes ponad korzyści podmiotów, które, znajdując się w sytuacji pryncypała, udostępniają posiadany kapitał na inwestycje. W tej relacji ma miejsce wysoki poziom asymetrii informacji. W procesie inwestycyjnym fundusz jest wysoce aktywnym uczestnikiem rynku *private equity*, czynnie zarządzając posiadany portfelem inwestycyjnym, w którego skład wchodzi z reguły różne spółki o odmiennych przedmiotach i rynkach działania, posiadanej technice i realizowanej technologii oraz programach i strategiach rozwoju swojej działalności. Podmioty, które udostępniły kapitał na inwestycje nie mają możliwości bezpośredniego nadzorowania działalności poszczególnych spółek portfelowych. Na ich oczekiwania odnoszące się do uzyskania określonej stopy zwrotu z inwestycji bezpośredni wpływ

¹² G. A. Akerlof, *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, „The Quarterly Journal of Economics” 1970, Vol. 84, No. 3, s. 488–500.

¹³ S. A. Ross, *The Economic Theory of Agency. The Principal's Problem*, „American Economic Review” 1973, Vol. 63, No. 2, s. 134.

¹⁴ W. A. Sahlman, *Structure of Venture-capital Organizations*, „Journal of Financial Economics” 1990, Vol. 27, s. 473–521; Por. M. Meuleman, M. Wright, S. Manigart, A. Lockett, *Private Equity Syndication: Agency Costs, Reputation and Collaboration*, „Journal of Business Finance & Accounting”, June/July 2009, Vol. 36(5)&(6), s. 616–644.

wywiera efektywność zarządzania spółkami portfelowymi funduszy *private equity* (zob. też rys. 1).



Rys. 2. Relacje agencji w inwestycjach funduszy *private equity*¹⁵.

Źródło: opracowanie własne na podstawie W. A. Sahlman, *Structure of Venture-capital Organizations*, „Journal of Financial Economics” 1990, Vol. 27, s. 473–521.

Uwidocznione na rys. 2 relacje agencji w inwestycjach funduszy *private equity* wskazują także, iż relacja między funduszem *private equity* a spółką portfelową ma charakter dualny. Z jednej strony przedsiębiorca, rozumiany jako pierwotny posiadacz praw własności do spółki portfelowej, występuje w roli agenta, a fundusz znajduje się w sytuacji pryncypała. Jednakże można wskazać sytuacje, w których to właśnie fundusz *private equity* może mieć skłonność do podjęcia i realizacji działań sprzecznych z najlepiej pojętym interesem przedsiębiorcy i to on będzie w tej sytuacji występował w roli agenta.

Pomiędzy funduszem *private equity* a przedsiębiorcą występuje również asymetria informacji. Choć jej skala i poziom z reguły są mniejsze niż pomiędzy funduszem a jego inwestorami, to ma ona znaczący wpływ na podejmowane i realizowane decyzje o celach, które przecież nie zawsze są wspólne.

¹⁵ Termin „przedsiębiorca” posiada w opracowaniu swoistą treść i nie jest on w pełni przystający do ogólnie przyjętego znaczenia tego pojęcia, spotykanego chociażby na gruncie prawa, ekonomii czy psychologii. Używany jest on do określenia osoby, która była pomysłodawcą i założycielem określonego przedsiębiorstwa, a także pozostaje właścicielem jego części po przystąpieniu do spółki funduszu *private equity*. Por. J. Duraj, M. Papiernik-Wojdera, *Przedsiębiorczość i innowacyjność*, Difin, Warszawa 2010, s. 9–18.

Szczególnie istotnym wymiarem problemu agencji w procesie dezinwestycji wydaje się być kwestia relacji między funduszem a dotychczasowym zarządem spółki portfelowej. Problem ten wiąże się z metodami dezinwestycji przeprowadzanych przez fundusze *private equity*. A. Bascha i U. Walz oraz S. Gifford wskazują, że z różnymi metodami dezinwestycji związane są odmienne korzyści osiągane zarówno przez fundusz, jak i dotychczasowych właścicieli¹⁶. Wyjście z inwestycji przez sprzedaż spółki inwestorowi strategicznemu zwykle wiąże się ze zbyciem wszystkich albo przeważającej części udziałów posiadanych przez fundusz i pierwotnych właścicieli spółki¹⁷. Przedsiębiorca, który był inicjatorem i założycielem danego przedsiębiorstwa traci wówczas przywileje związane z pełnieniem w niej funkcji kierowniczych. Obok tych strat ma miejsce występowanie u tego rodzaju przedsiębiorcy społeczne koszty utraty więzi ze spółką¹⁸. W wielu bowiem przypadkach rozstaje się on z przedsiębiorstwem dotychczas kierowanym przez niego. W związku z tym dotychczasowy zarząd spółki będzie dążył do przeprowadzenia dezinwestycji w drodze publicznej sprzedaży akcji, nawet gdy nie będzie to zapewniało najwyższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Z kolei, można zwrócić uwagę na sytuację, w której fundusz *private equity* może nie być zainteresowany ponoszeniem wysokich kosztów emisji i wprowadzenia papierów wartościowych do obrotu giełdowego, czy też godzenia się na poniesienie dodatkowego kosztu niedowartościowania akcji w ofercie publicznej. Giełda papierów wartościowych nie zawsze umożliwia uzyskanie najwyższej wyceny przedsiębiorstwa. Inwestor strategiczny, który będzie beneficjentem korzyści skali wynikających z akwizycji może zaoferować zdecydowanie lepsze warunki transakcji nabycia akcji przy jednocześnie znacznie niższych kosztach jej przeprowadzenia. Ponadto w sytuacji występowania co najmniej dwóch podmiotów zainteresowanych nabyciem oferowanej do sprzedaży spółki portfelowej fundusz może uzyskać dodatkową premię. Przedstawiciele funduszu będą więc w określonych okolicznościach skłonni do podejmowania działań zmierzających do sprzedaży spółki inwestorowi strategicznemu.

Wskazana relacja agencji występująca pomiędzy funduszem a przedsiębiorcą również generuje koszty agencji¹⁹. D. J. Cumming, J. G. MacIntosh podkre-

¹⁶ A. Bascha, U. Walz, *Convertible Securities and Optimal Exit Decisions in Venture Capital Finance*, „Journal of Corporate Finance” 2001, Vol. 7, s. 289–290; S. Gifford, *The Allocation of Limited Entrepreneurial Attention*, Kulwer Academic Publisher, Boston 1998, s. 11.

¹⁷ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *A Cross-country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits*, „Journal of Banking & Finance” 2003, Vol. 27, s. 515.

¹⁸ O. Bayar, T. J. Chemmanur, *IPOs versus Acquisitions and the Valuation Premium Puzzle: A theory of Exit Choice by Entrepreneurs and Venture Capitalists*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)”, August 2010, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=966004>, s. 6.

¹⁹ Zob. E. F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics” 1983, Vol. 26, No. 2, s. 304.

ślają, iż poprzez przeprowadzenie dezinwestycji w drodze oferty publicznej możliwe jest ich zmniejszenie²⁰.

Wprowadzenie spółki na giełdę nie jest równoznaczne z natychmiastowym wycofaniem się funduszu *private equity* ze spółki portfelowej. Akcje znajdujące się w portfelu inwestycyjnym funduszu z reguły zbywane są w późniejszym terminie. Upublicznienie spółki umożliwia włączenie do systemu wynagrodzeń kadry zarządzającej instrumentów związanych z rynkiem kapitałowym, takich jak chociażby opcje na akcje. Redukcja kosztów agencji w tym przypadku pozwoli funduszowi w przyszłości zrealizować wyższą stopę zwrotu z inwestycji. Co więcej, w wyniku wprowadzenia spółki na giełdę, działania zarządu spółki będą poddawane kontroli nie tylko przez przedstawicieli funduszu, ale również innych uczestników rynku kapitałowego, co w konsekwencji również prowadzi do obniżenia kosztów agencji.

Sposób, w jaki fundusz *private equity* jest postrzegany przez otoczenie i ocena jego działalności stanowią niezwykle istotny czynnik sukcesu ekonomicznego na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Dobra reputacja umożliwia funduszowi pozyskiwanie nowych inwestorów skłonnych do udostępnienia posiadanych zasobów kapitału, ułatwia współpracę pomiędzy funduszami nad realizacją określonych projektów, a także jest kluczowa w procesie lokowania nowych spółek do portfela inwestycyjnego²¹. Proces dezinwestycji może być wykorzystywany przez fundusz *private equity* jako okazja do wykreowania wizerunku funduszu na rynku jako jednostki odpowiedzialnej społecznie, rozwijającej kapitał społeczny, a w konsekwencji znacząco umacniającej posiadaną pozycję konkurencyjną.

Wprowadzenie akcji spółki portfelowej do obrotu giełdowego jest dobrym sposobem przekazania otoczeniu informacji o sprawności funduszu w kreowaniu wartości podmiotów wchodzących w skład portfela inwestycyjnego²². Udany debiut giełdowy w większym stopniu niż inne metody dezinwestycji wzmacnia reputację i wiarygodność funduszu, gdyż informacja o sukcesie trafia do zdecydowanie większego grona odbiorców²³. W proces sprzedaży spółki inwestorowi branżowemu, finansowemu czy dotychczasowemu zarządowi zaangażowanych jest zdecydowanie mniejsza liczba inwestorów, a informacje o transakcji znacznie rzadziej przekazywane są do publicznej wiadomości, chociażby poprzez prasę czy telewizję.

²⁰ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture-capital Exits in Canada and United States*, „University of Toronto Law Journal” 2003, Vol. 53, s. 104.

²¹ B. S. Black, R. J. Gilson, *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets*, „Journal of Financial Economics” 1998, Vol. 47, s. 254.

²² P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge Massachusetts 2006, s. 379.

²³ A. Bascha, U. Walz, *op. cit.*, s. 292.

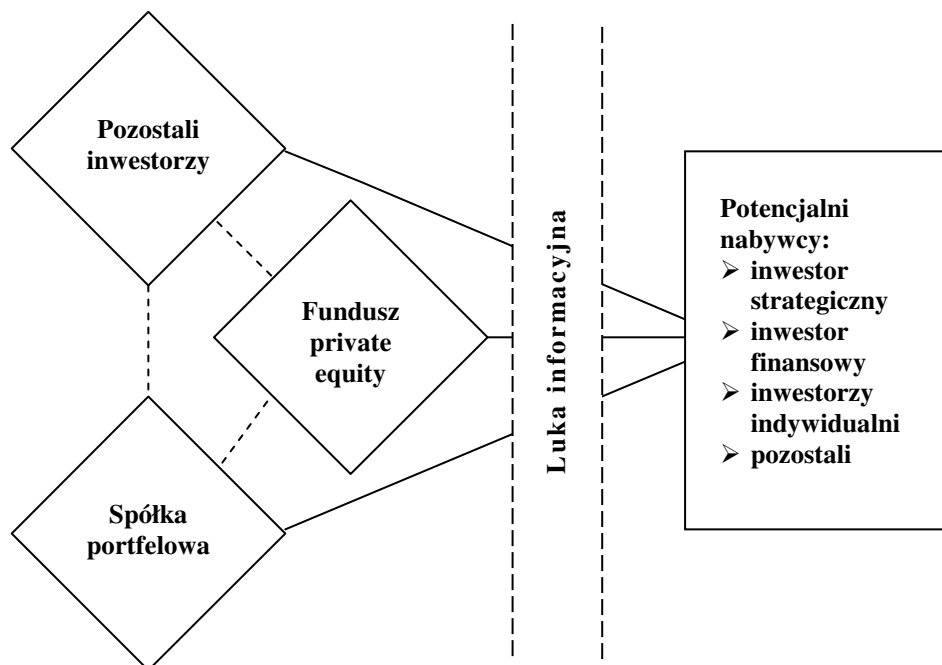
Aprecjacja kapitału reputacji funduszu *private equity*, osiągnięta poprzez wprowadzenie spółki do obrotu giełdowego, jest na tyle atrakcyjna, iż działania funduszu mogą nie być w zgodzie z interesem spółki portfelowej i jej pierwotnych właścicieli. P. Gompers zauważył, iż zwłaszcza stosunkowo nowe fundusze, które nie mają jeszcze ugruntowanej pozycji na rynku, wykazują się większą skłonnością do wykorzystywania debiutów giełdowych spółek portfelowych w celu budowania reputacji²⁴. Ze stosowaniem takiej praktyki wiąże się konieczność poniesienia dodatkowych kosztów. Mianowicie na giełdę wchodzi spółki, które nie są jeszcze odpowiednio przygotowane i nie wszystkie możliwości kreowania wzrostu ich wartości zostały właściwie wykorzystane. Zbyt wczesne wyjście z inwestycji rodzi dla funduszu konsekwencje w postaci niższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Co więcej, aby sprzedaż akcji w ofercie publicznej zakończyła się sukcesem oferowane są one po cenie niższej od tej, jaką nowi inwestorzy byliby skłonni zapłacić w „normalnych” warunkach. Efektem takiego działania jest wyższy stopień niedowartościowania akcji sprzedawanych w trakcie pierwszej oferty publicznej. Fundusze, które cieszą się uznaniem wśród uczestników rynku kapitałowego wykazują znacznie mniejszą skłonność do wykorzystywania tego typu kosztownych narzędzi promocji.

3. ASYMETRIA INFORMACJI A WYJŚCIE Z INWESTYCJI

Na gruncie teorii agencji zwraca się uwagę na relacje pomiędzy inwestorami funduszu, funduszem *private equity*, spółką i jej pierwotnym właścicielem w procesie dezinwestycji. W momencie wyjścia funduszu z inwestycji, w większości przypadków bierze udział jeszcze jedna strona transakcji, a mianowicie podmiot, który stanie się nowym właścicielem praw własności zbywanych przez fundusz. W takiej sytuacji dezinwestycja związana jest również ze zjawiskiem asymetrii informacji.

Podczas dezinwestycji fundusz *private equity* jest stroną uprzywilejowaną w stosunku do nabywcy spółki portfelowej w zakresie dostępu do informacji i możliwości jej oceny. Poprzez długotrwałe zaangażowanie kapitałowe posiada on z reguły szerszy dostęp do informacji o przedsiębiorstwie, sposobie jego funkcjonowania, otoczeniu oraz perspektywach dalszego rozwoju. Podmiot, który nabywa udziały w takiej spółce nie ma możliwości uzyskania tak szerokiego i skutecznego dostępu do informacji.

²⁴ P. Gompers, *Grandstanding in the Venture Capital Industry*, „Journal of Financial Economics” 1996, Vol. 42, s. 133–156.



Rys. 3. Asymetria informacji w procesie dezinwestycji

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Eckermann, *Venture Capitalists' Exit Strategies under Information Asymmetry. Evidence from the U.S. Venture Capital Market*, Deutscher Universität-Verlag, Wiesbaden 2006, s. 13.

D. J. Cumming, J. G. MacIntosh podkreślają, iż konsekwencją nierównego dostępu do informacji może być akceptowanie przez nabywcę niższej ceny akcji sprzedawanego przedsiębiorstwa, co znajdzie wyraz chociażby we wzroście poziomu stopy dyskontowej podczas szacowania przyszłych przepływów pieniężnych²⁵. Możliwość rozwiązania problemu asymetrii informacji zależy od sposobu wyjścia z inwestycji, gdyż różne metody dezinwestycji skierowane są do różnych grup nabywców, w różnym stopniu zdolnych do poradzenia sobie z faktem występowania nierównego dostępu do informacji²⁶. Pozycje dotychczasowego zarządu, strategicznego inwestora branżowego czy indywidualnego inwestora giełdowego będą w tym zakresie skrajnie odmienne (zob. rys. 4). No-

²⁵ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture-capital exits...*, *op. cit.*, s. 103–104.

²⁶ D. Cumming, S. Johan, *Information Asymmetries, Agency Costs and Venture Capital Exit Outcomes*, „Venture capital” 2008, Vol. 10, No. 3, s. 198.

wi inwestorzy, którzy nie mają możliwości wpływu na zmniejszenie asymetrii informacji pomiędzy stronami transakcji, będą skłonni zaoferować znacznie niższą cenę za nabywane udziały, ze względu na duże ryzyko inwestycyjne wywołane luką informacyjną.



Rys. 4. Metody dezinwestycji a asymetria informacji

Źródło: S. Povaly, *Private Equity Exits: Divestment Process Management for Leveraged Buyouts*, Springer, Berlin, Heidelberg, New York 2007, s. 140

W interesie inwestora *private equity* będzie zatem dążenie do minimalizacji asymetrii informacji. Efekt ten może być osiągnięty chociażby przez wydłużenie okresu zaangażowania kapitałowego funduszu w spółkę²⁷. Dezinwestycja nie ma charakteru jednorazowego wydarzenia, lecz jest rozłożonym w czasie ciągiem działań. Podejście procesowe ma szczególnie istotne znaczenie w przypadku wyjścia z inwestycji za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych. Poprzez dalsze zaangażowanie kapitałowe funduszu *private equity* w spółkę portfelową po wprowadzeniu jej akcji do publicznego obrotu, otoczeniu przekazywany jest sygnał, iż dany podmiot posiada potencjał wzrostu wartości rynkowej. W ten sposób fundusz dokonuje niejako transferu własnej reputacji i doświadczenia na

²⁷ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture Capital Investment Duration in Canada and the United States*, „Journal of Multinational Financial Management” 2001, Vol. 11, s. 446.

spółkę portfelową. Rezultatem wydłużonego czasu trwania inwestycji będzie zatem wzmocnienie pozytywnej opinii otoczenia o spółce²⁸.

Późniejsze wyjście z inwestycji pozwala na redukcję kosztów asymetrii informacji, a w konsekwencji sprzyjać może sprzedaży spółki portfelowej po cenie zbliżonej do jej wartości godziwej. Z drugiej strony działanie takie związane jest z koniecznością ponoszenia znaczących kosztów utraconych korzyści, wynikających z braku możliwości reinwestowania kapitału ulokowanego w niezakończoną inwestycję²⁹. Optymalna strategia dezinwestycji, umożliwiająca maksymalizację stopy zwrotu z inwestycji, wymaga znalezienia równowagi pomiędzy malejącymi w czasie kosztami asymetrii informacji a rosnącymi kosztami utraconych możliwości. Wydłużenie okresu zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* będzie miało miejsce, gdy rozwiązanie problemów wynikających z asymetrii informacji staje się trudniejsze.

4. ZAKOŃCZENIE

Cechą charakterystyczną inwestycji *private equity* jest ich ograniczony okres trwania. Cały proces inwestycyjny kończy dezinwestycja umożliwiająca realizację zysku, a relacje zachodzące pomiędzy podmiotami biorącymi w niej udział mają istotny wpływ na przebieg tego procesu. Ze względu na długofalowy charakter decyzji podejmowanych na etapie wyjścia z inwestycji, rozpoznanie interakcji będących wynikiem asymetrii informacji oraz problemów agencji jest niezwykle ważne z punktu widzenia interesariuszy zaangażowanych w określonej inwestycję.

Możliwości rozwiązania konfliktu agencji pomiędzy funduszem *private equity* a pierwotnym właścicielem spółki portfelowej oraz minimalizacja stopnia asymetrii informacji pomiędzy stronami transakcji wpływają na długość okresu zaangażowania kapitałowego funduszu w spółkę, wybór sposobu dezinwestycji, a także cenę, po jakiej dana inwestycja zostanie zakończona. Czynniki te stanowią zarazem kluczowe determinanty efektywności funkcjonowania funduszy *private equity*.

²⁸ W. L. Megginson, K. A. Weiss, *Venture Capitalists Certification in Initial Public Offerings*, „Journal of Finance” 1991, Vol. 46, s. 879–903.

²⁹ W. Neus, U. Walz, *Exit Timing of Venture Capitalists in the Course of an Initial Public Offering*, „Journal of Financial Intermediation” 2005, Vol. 14, s. 254.

*Tomasz Sosnowski***PRIVATE EQUITY DIVESTMENT PROCESSES UNDER INFORMATION ASYMMETRY TERMS**

The primary purpose of this paper is to draw attention to the duality of the situation of private equity funds, which takes place in the process of investment. The first situation concerns the agency problem in private equity investments, while the latter refers to the information asymmetry. Furthermore this article points to the impact of principal – agent relationship and asymmetric information on the process of divestment. These two issues help to better understand and comprehensively present the specifics of private equity investment processes.

Possibility of resolving the agency dilemma and ability to minimize the degree of information asymmetry between the parties to the transaction affect the length of the fund's capital commitment in the portfolio company, the choice of method of divestment and the price at which the investment is completed. These factors are also key determinants of the efficiency of the private equity funds.

Key words: private equity, venture capital, information asymmetry, principal-agent problem, agency theory, divestment.