

*Tomasz Sosnowski*<sup>\*</sup>

## UWARUNKOWANIA DECYZJI FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* O WYBORZE METODY DEZINWESTYCJI

### 1. WSTĘP

Funkcjonowanie funduszy *private equity* jest w znaczący sposób uzależnione od możliwości przeprowadzenia transakcji wyjścia z inwestycji. Jest to jeden z kluczowych czynników decydujących o możliwości udzielenia wsparcia finansowego przedsiębiorstwu już na etapie analizy przedinwestycyjnej<sup>1</sup>. Wybrane kwestie dotyczące wyjścia z inwestycji regulowane są w umowie inwestycyjnej zawieranej pomiędzy funduszem a spółką<sup>2</sup>.

W zakresie przeprowadzania dezinwestycji można wskazać na trzy główne obszary decyzyjne<sup>3</sup>:

- wybór metody w oparciu o którą zostanie dokonane wyjście z inwestycji,
- wybór optymalnego momentu dokonania dezinwestycji,
- wybór pomiędzy częściowym i całkowitym wyjściem z inwestycji.

Głównym celem artykułu jest identyfikacja czynników wpływających na wybór metody wyjścia z inwestycji funduszy *private equity* oraz wskazanie na dotychczasowe rozmiary i strukturę rynku dezinwestycji tych funduszy w Polsce.

Cel opracowania został zrealizowany zarówno w wyniku analizy bibliografii problemu, jak i podjętych własnych badań empirycznych nad stosowanymi metodami zakończenia współpracy między spółką kapitałową i funduszem.

Dla realizacji celu artykułu wykorzystane zostały dane statystyczne publikowane przez European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA). Jest to organizacja wspierająca funkcjonowanie i rozwój rynku *private*

---

<sup>\*</sup> Mgr, asystent w Katedrze Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa UŁ.

<sup>1</sup> M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, SGH w Warszawie, Warszawa 2006, s. 226.

<sup>2</sup> K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 121.

<sup>3</sup> Por. D. J. Cumming, S. A. Johan, *Venture Capital and Private Equity Contracting. An International Perspective*, Elsevier 2009, s. 584.

*equity*. EVCA zajmuje się także gromadzeniem i analizowaniem danych statystycznych, dotyczących podejmowanych przez fundusze działań inwestycyjnych przede wszystkim w Europie. Od 2007 r. EVCA prezentuje opracowania statystyczne według dwóch układów: w ujęciu *industry*, czyli według siedziby funduszu *private equity* oraz w ujęciu *market*, tj. zgodnie z miejscem prowadzenia działalności przez spółkę portfelową. Te dwa podejścia zostały również wykorzystane w analizie prezentowanych w artykule procesów dezinwestycji. Zasadnicze badania empiryczne obejmują jednak dłuższy okres, tj. lata 2002–2009.

## 2. DEZINWESTYCJA W PROCESIE INWESTYCYJNYM FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

Działalność funduszy *private equity* polega na inwestowaniu zgromadzonych środków finansowych przede wszystkim w papiery wartościowe o charakterze właścicielskim przedsiębiorstw nienotowanych na publicznym rynku, niezależnie od fazy ich rozwoju, aby poprzez budowanie wartości spółek portfelowych, a następnie wyjście z inwestycji, uzyskać ponadprzeciętną stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału<sup>4</sup>.

Rynek *private equity* umożliwia powiązanie kapitałowe pomiędzy podmiotami chcącymi efektywnie zarządzać posiadanymi wolnymi środkami a przedsiębiorstwami potrzebującymi dodatkowego kapitału na rozwój. Rolą funduszy *private equity* jest pośredniczenie pomiędzy inwestorami kapitałowymi a spółkami portfelowymi. Z jednej strony fundusze zapewniają profesjonalne zasady selekcji obiecujących projektów inwestycyjnych, z drugiej strony – gromadzą kapitał i przyciągają dużą liczbę inwestorów, oferując im wpływ na zarządzanie powierzonymi przez nich pieniędzmi, raportowanie i monitoring inwestycji<sup>5</sup>.

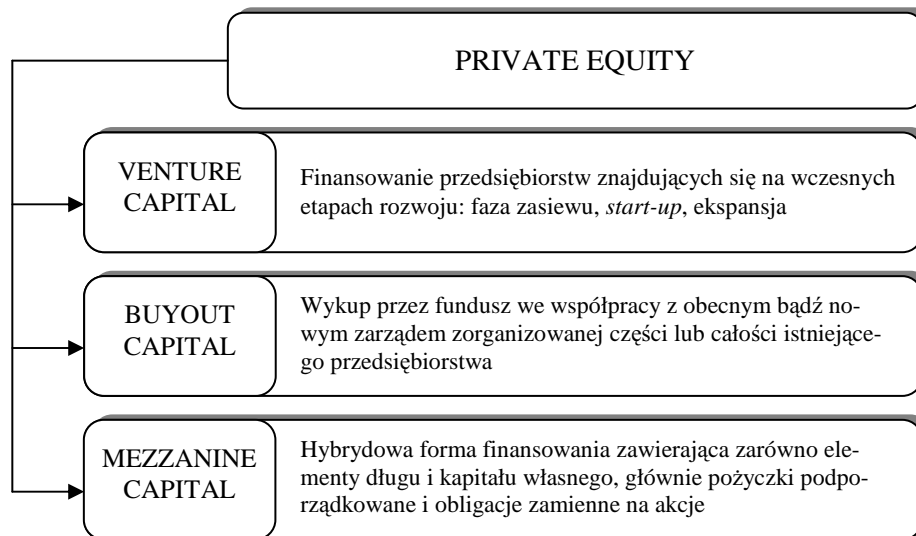
Aktywność działania funduszy *private equity* wyrazić można wieloma kryteriami i miernikami oceny, które wiążą się z rozmiarami, rodzajami i strukturą celowego inwestowania kapitału w określone spółki dla ich późniejszej sprzedaży z zamiarem osiągnięcia zysku kapitałowego.

Fundusze *private equity* są zatem jednostkami inwestującymi określony kapitał finansowy w spółki posiadające i wykorzystujące potencjał wzrostu wartości rynkowej poprzez zaangażowanie trzech podstawowych form inwestycji tego typu: *venture capital*, *buyout capital* oraz *mezzanine capital*<sup>6</sup> (zob. rys. 1).

<sup>4</sup> Por. K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, 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.

<sup>5</sup> M. Panfil, *op. cit.*, s. 87.

<sup>6</sup> A. Kornasiewicz, *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 21; Por. M. J. P. Anson, *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley&Sons, 2002, s. 261.

Rys. 1. Segmenty rynku *private equity*

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Kornasiewicz, *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 21–22; M. Panfil, *Mezzanine jako źródło finansowania przedsiębiorstwa*, „CEO Magazyn Top Menedżerów”, czerwiec 2008, dostęp on-line.

Istotą działania funduszy *private equity* jest terminowe lokowanie kapitału finansowego w przedsiębiorstwa dla podejmowania i realizacji określonych przedsięwzięć rozwojowych, mających na celu wzrost wartości spółki, aby następnie poprzez dezinwestycję zrealizować oczekiwane korzyści kapitałowe. Korzyści te pochodzą z nadwyżki ceny sprzedaży akcji spółki portfelowej w momencie dezinwestycji nad sumą zainwestowanego kapitału.

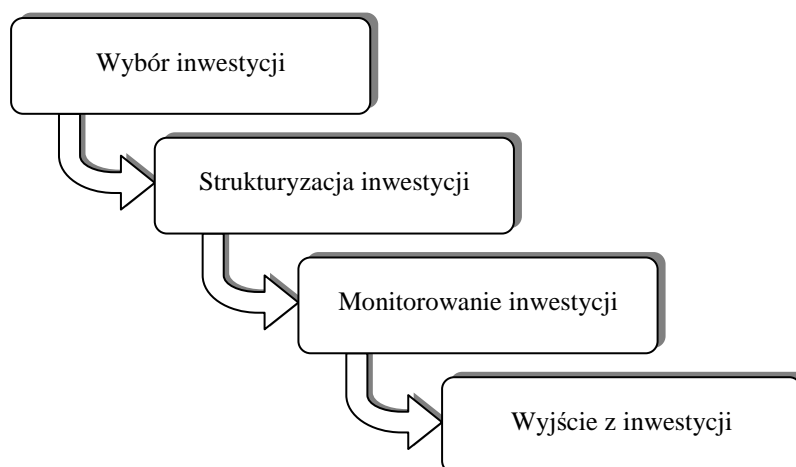
Długość okresu zaangażowania kapitałowego inwestora *private equity* w spółkę będącą przedmiotem inwestycji jest kwestią indywidualną i zależy od wielu czynników. Badania przeprowadzone wśród europejskich inwestorów *venture capital* wskazują, iż planowany okres inwestycji w większości przypadków wynosi od 2 do 5 lat<sup>7</sup>.

Za znamienne dla funduszy *private equity* uznać należy brak występowania korzyści dywidendowych oraz nieobecność wynagrodzenia w formie odsetek za udostępniony kapitał w czasie trwania samego procesu inwestycyjnego<sup>8</sup>. Zasadniczym źródłem dochodów funduszy *private equity* jest przyrost wartości rynkowej zainwestowanego kapitału osiągany podczas rozwoju działalności gospo-

<sup>7</sup> *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, Research Paper EVCA, Zaventem, Belgium 2002, s. 11.

<sup>8</sup> D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture Capital Exits in Canada and United States*, „University of Toronto Law Journal”, Spring 2003, s. 101.

darczej spółek wchodzących w skład portfela inwestycyjnego funduszu. Zysk z inwestycji osiągany jest dopiero z chwilą sprzedaży posiadanych udziałów, np. poprzez giełdę papierów wartościowych. Rozwój rynku kapitału ryzyka, a także dokonywane przez fundusze inwestycje, uzależnione są więc od możliwości późniejszego wyjścia z inwestycji<sup>9</sup> i realizacji oczekiwanej stopy zwrotu.



Rys. 2. Etapy procesu inwestycyjnego funduszy *private equity*

Źródło: opracowanie własne na podstawie G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *The Economics of the Private Equity Market*, „Federal Reserve Bulletin”, January 1996, s. 29.

Proces inwestowania kapitału zgromadzonego przez fundusze *private equity* rozpoczyna się od wyboru projektów inwestycyjnych, których realizacja pozwoli na osiągnięcie w przyszłości wysokiego zwrotu z inwestycji. Na tym etapie przeprowadzana jest wnikliwa analiza przedinwestycyjna oraz rzetelna wycena przedsiębiorstwa ubiegającego się o finansowanie. Po podjęciu decyzji o przystąpieniu do spółki, w drodze negocjacji pomiędzy przedstawicielami funduszu *private equity* a dotychczasowymi właścicielami przedsiębiorstwa, ustalane są szczegółowe warunki transakcji, m. in. forma inwestycji i poziom udziału funduszu w spółce. Etap ten kończy podpisanie umowy inwestycyjnej, która jednocześnie rozpoczyna kolejną fazę procesu inwestycyjnego, a mianowicie okres kiedy strony transakcji podejmują starania mające na celu doprowadzenie do dynamicznego zwiększenia wartości rynkowej przedsiębiorstwa<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge Massachusetts 2006, s. 345.

<sup>10</sup> Zob. M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, Warszawa 2008, s. 31–32.

Etap wyjścia z inwestycji stanowi integralną i zarazem końcową fazę procesu inwestycyjnego<sup>11</sup>. W literaturze przedmiotu określany jest on często w sposób ogólny i traktowany jako wszelkie wysiłki inwestora *private equity* podejmowane w celu sprzedaży części lub całości posiadanych udziałów w spółce portfelowej.

K. Sobańska, P. Sieradzan precyzują pojęcie dezinwestycji, określając je jako działanie podjęte przez inwestora, mające doprowadzić do wycofania się z inwestycji, czyli zbycia na rynku prywatnym lub publicznym, jednemu lub więcej podmiotom, posiadanych udziałów w spółce portfelowej<sup>12</sup>. Zaznaczyć należy jednakże, iż inwestor może zbyć wszystkie posiadane udziały jednocześnie i w ten sposób definitywnie zakończyć zaangażowanie kapitałowe w spółkę (tzw. *full exit*), lub też może sprzedać tylko część posiadanych udziałów pozostając wciąż współwłaścicielem spółki portfelowej (tzw. *partial exit*). Czas owego pozostawania współwłaścicielem spółki uzależniony jest od poziomu asymetrii informacji pomiędzy dotychczasowymi a nowymi właścicielami przedsiębiorstwa i zróżnicowany w zależności od zastosowanej metody wyjścia z inwestycji<sup>13</sup>.

Etap dezinwestycji odgrywa istotną rolę w efektywnym funkcjonowaniu rynku *private equity* z kilku powodów. Poprzez wyjście z inwestycji fundusze realizują oczekiwany zysk z podejmowanych przedsięwzięć, w wyniku czego uzyskują środki niezbędne dla kontynuacji i rozwoju swojej działalności. Środki te mogą one być przeznaczone zarówno na nowe inwestycje w przedsiębiorstwa, mające określony potencjał rozwoju, jak i na spłatę swoich zobowiązań wobec kapitałodawców<sup>14</sup>. Cena, po jakiej została przeprowadzona transakcja wyjścia oraz wielkość osiągniętego zysku pozwalają podmiotom inwestującym w fundusze *private equity* ocenić kwalifikacje zarządzających danym funduszem i ich zdolności do budowania wartości spółek portfelowych<sup>15</sup>. Na przewagę inwestowania poprzez fundusze *private equity* nad bezpośrednimi inwestycjami w przedsiębiorstwa prowadzące działalność gospodarczą ma wpływ posiadana przez kierownictwo funduszy specyficzna wiedza i kompetencje. Atuty te nie mają charakteru uniwersalnego i w różnym stopniu mogą przystawać do występującej w danym momencie sytuacji gospodarczej, a także pojawiających się okazji rynkowych. Poziom rentowności zrealizowanych projektów inwestycyjnych stanowi benchmark pozwalający na ewaluację możliwości generowania

<sup>11</sup> G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *The Economics of the Private Equity Market*, „Federal Reserve Bulletin”, January 1996, s. 29, <http://www.federalreserve.gov>.

<sup>12</sup> K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 112.

<sup>13</sup> 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. 511–548.

<sup>14</sup> P. Ząsepa, *Venture capital – sposoby dezinwestycji*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2010, s. 87.

<sup>15</sup> 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. 245–246.

wysokich zysków z inwestycji w ramach danego funduszu. Dezinwestycja umożliwia transfer środków z funduszy zapewniających mniejszy zwrot z zainwestowanego kapitału do jednostek o wyższym stopniu sprawności operacyjnej<sup>16</sup>.

Fundusze *private equity* mają do dyspozycji wiele bardzo różnorodnych metod zakończenia zaangażowania kapitałowego w spółkę portfelową. Za najbardziej typowe metody dezinwestycji uważane są jednak<sup>17</sup>:

- sprzedaż spółki w drodze oferty publicznej,
- sprzedaż spółki inwestorowi strategicznemu, najczęściej branżowemu,
- wykup menedżerski,
- zbycie udziałów na rzecz innego inwestora finansowego,
- likwidacja spółki.

Upublicznienie spółki i sprzedaż jej akcji na giełdzie papierów wartościowych uznaje się za klasyczną formę wyjścia z inwestycji funduszy *private equity*<sup>18</sup>. Z racji na swoje liczne zalety metoda ta uznawana jest za najbardziej pożądaną przez fundusze i w środowisku postrzega się ją jako niemalże „Święty Graal”<sup>19</sup>. Znajduje ona jednak zastosowanie tylko do inwestycji, które osiągnęły znamienity sukces rynkowy i spotkały się z zainteresowaniem wymagających nabywców na publicznym rynku papierów wartościowych. Z kolei sprzedaż spółki inwestorowi strategicznemu, polegająca na zbyciu akcji lub udziałów spółki portfelowej innemu przedsiębiorstwu, które nie jest investorem finansowym, uznaje się za metodę o wiele bardziej uniwersalną. Może być ona wykorzystywana również do mniejszych przedsiębiorstw, na przykład niespełniających wymogów kapitałowych stawianym spółkom publicznym, jak i dużych podmiotów, które z różnych przyczyn nie będą zainteresowane debiutem giełdowym. W licznych przypadkach, jeżeli inne fundusze *private equity* widzą potencjał do dalszego dynamicznego wzrostu wartości przedsiębiorstwa, mogą one stać się nowymi właścicielami danej spółki portfelowej. Natomiast przedsiębiorstwa, które posiadają stabilną sytuację finansową, aczkolwiek nie odniosły spektakularnego sukcesu, często zbywane są dotychczasowemu zarządowi<sup>20</sup>. Ta forma dezinwestycji nie zapewnia funduszom wysokich stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału. Umożliwia ona jednak zamknięcie pozycji inwestycyjnej bez poniesienia strat lub je minimalizując. Tymczasem likwidacja spółki ma miejsce w sytuacji, kiedy inwestycja zakończyła się niepowodzeniem<sup>21</sup>.

<sup>16</sup> *Ibidem*, s. 255–256.

<sup>17</sup> Por. K. Sobańska, P. Sieradzian, *op. cit.*, s. 115; P. Zasepa, *op. cit.*, s. 90–91.

<sup>18</sup> J. Węclawski, *Venture capital: nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997, s. 181.

<sup>19</sup> J. Wall, J. Smith, *Better Exits*, Price Waterhouse Corporate Finance for EVCA, 1997, s. 8.

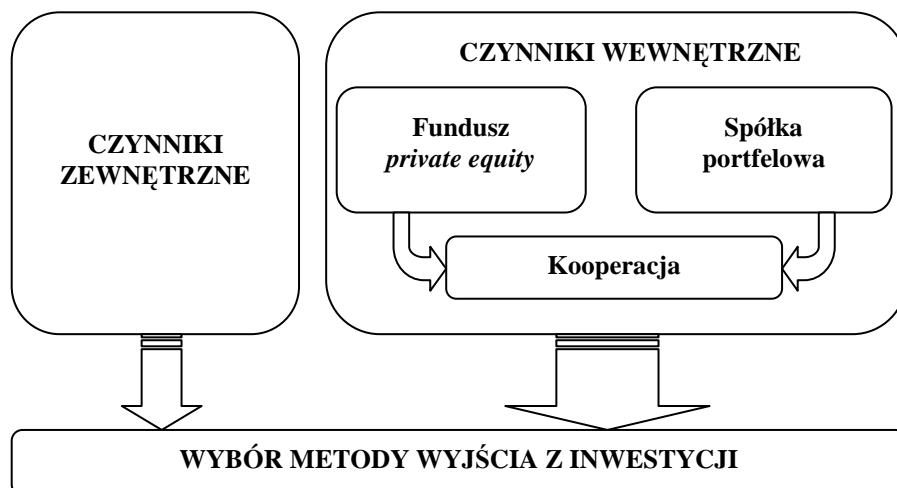
<sup>20</sup> K. Sobańska, P. Sieradzian, *op. cit.*, s. 150.

<sup>21</sup> *Ibidem*, s. 151–155.

### 3. CZYNNIKI WPLYWAJĄCE NA WYBÓR METODY DEZINWESTYCJI

Decyzja o wyborze metody wyjścia z inwestycji, jako najlepszej drogi do realizacji interesów zarówno funduszu *private equity* jak i spółki portfelowej, jest jedną z najtrudniejszych w całym procesie dezinwestycji. Każda transakcja na rynku *private equity* posiada indywidualny, niepowtarzalny charakter i nie ma jednego wzorca postępowania, który wskazałby najlepsze rozwiązanie dla wszystkich zainteresowanych stron.

Od wielu lat badacze zajmujący się strategiami dezinwestycji funduszy *private equity* starają się zidentyfikować motywy i czynniki, które mają wpływ na podejmowane decyzje o sposobie zakończenia współpracy pomiędzy obiema stronami. Mimo specyficznego charakteru każdej transakcji udało się dotychczas zidentyfikować szereg bodźców, które mogą oddziaływać na wybór określonej metody dezinwestycji. Znacząca część badań w tym zakresie koncentruje się na pierwszej ofercie publicznej i sprzedaży spółki portfelowej inwestorowi strategicznemu, jako wiodącym metodom dezinwestycji<sup>22</sup>.



Rys. 3. Klasyfikacja czynników wpływających na wybór metody dezinwestycji funduszy *private equity*

Źródło: opracowanie własne.

Na wybór określonej metody dezinwestycji oddziałują:

– uwarunkowania zewnętrzne, które wynikają z ogólnych warunków prowadzenia działalności w danym otoczeniu gospodarczym oraz

<sup>22</sup> Zob. C. Bienz, T. E. Leite, *A Pecking Order of Venture Capital Exits*, April 2008, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=916742>.

– uwarunkowania wewnętrzne, które są pochodną specyficznych cech podmiotów uczestniczących w danej transakcji oraz relacji zachodzącej pomiędzy tymi jednostkami (zob. rys. 3).

W ramach wewnętrznych uwarunkowań wyodrębnić można trzy rodzaje czynników, a mianowicie: czynniki wynikające ze specyfiki funduszu *private equity*, czynniki mające genezę w spółce portfelowej, a także grupa czynników wynikająca z charakteru współpracy pomiędzy funduszem *private equity* i spółką portfelową<sup>23</sup>.

### 3.1. Uwarunkowania zewnętrzne wyboru metody dezinwestycji

Jednym z kluczowych czynników mających wpływ na wybór określonej strategii wyjścia z inwestycji przez fundusze *private equity* jest poziom rozwoju rynku kapitałowego. Możliwość sprawnego wprowadzenia akcji spółki portfelowej do publicznego obrotu jest jedną z podstawowych kwestii, w sytuacji kiedy rozważane są różne opcje wyjścia z inwestycji w sytuacji, kiedy zostały zrealizowane zamierzone cele strategiczne.

B. S. Black, R. J. Gilson podkreślają istotność poziomu rozwoju rynku kapitałowego zarówno w kontekście strategii dezinwestycji, jak i możliwości rozwoju całego rynku inwestycji *private equity*<sup>24</sup>. Ich zdaniem, dobrze rozwinięty rynek papierów wartościowych daje możliwość sprawniej realizacji zysków z inwestycji poprzez ofertę publiczną. Ze względu na skalę korzyści dla wszystkich uczestników procesu inwestycyjnego, poziom rozwoju rynku kapitałowego może być uznawany za konieczny warunek dynamicznego rozwoju rynku kapitału ryzyka w ogóle. Warto zauważyć, iż badania empiryczne wskazują na pozytywny związek pomiędzy napływem kapitału przeznaczanego na inwestycje a liczbą debiutów giełdowych spółek korzystających ze wsparcia funduszu *private equity*<sup>25</sup>.

Poza stopniem rozwoju rynku giełdowego w danym kraju za bardzo istotne przy wyborze metody dezinwestycji z pewnością należy również uznać warunki i nastroje na nim panujące. E. Ball, H-H. Chiu i R. Smith przeanalizowali rynek dezinwestycji w Stanach Zjednoczonych pod kątem wpływu nastrojów na NASDAQ a liczbą debiutów giełdowych i przejęć spółek portfelowych funduszy *private equity*<sup>26</sup>. Ich zdaniem, w okresach wzrostów na rynku zauważalny był wzrost liczby pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity*. Zjawiska tego jednak nie zaobserwowano w przypadku przejęć,

<sup>23</sup> Por. J. C. Brau, B. Francis, N. Kohers, *The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence*, „Journal of Business” 2003, Vol. 76, No. 4, s. 583–584.

<sup>24</sup> B. S. Black, R. J. Gilson, *op. cit.*, s. 243–277.

<sup>25</sup> *Ibidem*.

<sup>26</sup> E. Ball, H-H. Chiu, R. Smith, *Exit Choices of Venture-Backed Firms: IPO v. Acquisition*, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1301288>.



gdzie korelacja była na niskim poziomie<sup>27</sup>. Wyniki te są zbieżne z badaniami J. Lerner oraz P. Gompersa, którzy analizując inwestycje w spółki z sektora biotechnologicznego zauważyli, iż fundusze *venture capital* decydują się na wprowadzenie akcji spółki portfelowej do publicznego obrotu w okresach szczytu hossy na giełdach<sup>28</sup>. Dodatkowo warto zauważyć, iż w okresach tzw. „gorącego rynku”, tzn. w okresach wzmożonej aktywności pierwszych ofert publicznych, wraz ze zwiększającą się liczbą nowych spółek na giełdach papierów wartościowych rośnie ilość debiutów spółek portfelowych funduszy *private equity*. Zjawisko to tłumaczyć można zwiększającym się optymizmem inwestorów i ich skłonnością do akceptacji wyższej wyceny ofert publicznych w tym czasie<sup>29</sup>.

System prawny, w jakim funkcjonują przedsiębiorstwa, odgrywa znaczącą rolę w kreowaniu zachowań na rynku kapitału ryzyka. D. Cumming, G. Fleming i A. Schwienbacher dokonali analizy wpływu ogólnych regulacji prawno-finansowych na wybór metody dezinwestycji<sup>30</sup>. Główną przesłanką do podjęcia badań w tym kierunku było stwierdzenie, iż panujący porządek prawny jest bezpośrednio związany z ochroną inwestora, co poprzez wpływ na rozwój całego rynku kapitałowego w danym kraju, określa możliwości sprawnego przeprowadzenia procesu dezinwestycji przez fundusz *private equity*. Badaniu poddane zostały inwestycje w 468 spółek korzystających ze wsparcia funduszu *venture capital* z 12 krajów rejonu Azji Pacyficznej: Australii, Chin, Hong-Kongu, Indii, Indonezji, Malezji, Nowej Zelandii, Filipin, Singapuru, Korei Południowej, Tajwanu i Tajlandii. Tworząc indeks opisujący poziom uwarunkowań prawnych danego kraju, autorzy ci wzięli pod uwagę takie czynniki jak rodzaj systemu prawnego (prawo zwyczajowe a cywilne), efektywność systemu sądownictwa, przestrzeganie prawa, poziom korupcji, ryzyko wywłaszczenia, ryzyko odmowy niewypełnienia zobowiązań umownych oraz uprawnienia akcjonariuszy. W wyniku przeprowadzonych badań wskazani autorzy wykazali, iż wzrost jakości systemu prawnego w danym kraju zwiększa prawdopodobieństwo wyboru pierwszej oferty publicznej jako sposobu wyjścia z inwestycji w stosunku do pozostałych metod<sup>31</sup>. Odpowiednie regulacje zawarte w systemie prawnym pozwalają zmniejszyć niebezpieczeństwo pojawienia się negatywnych konsekwencji wynikających z teorii agencji i asymetrii informacji pomiędzy dotychczasowymi i nowymi właścicielami spółki portfelowej.

Wybór strategii wyjścia z inwestycji jest również powiązany z dostępnością kapitału na rynku. R. Nahata wskazuje, iż spółki które uzyskały finansowanie z funduszy *private equity* w momencie, gdy kapitał na inwestycje był łatwy do

<sup>27</sup> *Ibidem*.

<sup>28</sup> P. Gompers, J. Lerner, *The Venture...*, *op. cit.*, s. 375.

<sup>29</sup> E. Ball, H-H. Chiu, R. Smith, *op. cit.*; Por. J. C. Brau, B. Francis, N. Kohers, *op. cit.*, s. 592.

<sup>30</sup> D. Cumming, G. Fleming, A. Schwienbacher, *Legality and Venture Capital Exits*, „Journal of Corporate Finance” 2006, Vol. 12, s. 214–245.

<sup>31</sup> *Ibidem*.

pozyskania, mają mniejsze prawdopodobieństwo debiutu giełdowego niż przejęcia<sup>32</sup>. Można to tłumaczyć tym, iż w okresach w których fundusze mają większe trudności z pozyskaniem kapitału na inwestycje, z większym pietyzmem dokonują wyboru przedsiębiorstw będących przedmiotem inwestycji, zwracając większą uwagę na jakość i perspektywy rozwoju potencjalnych spółek portfelowych.

### 3.2. Charakterystyka funduszu *private equity* a metoda dezinwestycji

Poszczególne fundusze *private equity* różnią się pomiędzy sobą pod wieloma względami. Jednym z nich jest rodzaj inwestorów udostępniających kapitał niezbędny do inwestowania. Środki na inwestycje *private equity* pozyskiwane są z wielu, bardzo zróżnicowanych źródeł. Inwestorami mogą być podmioty o różnym profilu działania i strukturze własności, zarówno wchodzące w skład systemu finansowego, jak i spoza niego<sup>33</sup>. Głównymi dawcami kapitału są na ogół banki, fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, przedsiębiorstwa i korporacje, agencje rządowe, instytucje publiczne, instytuty naukowe, osoby prywatne oraz fundusze funduszy<sup>34</sup>. To zróżnicowanie ma wpływ na wybór strategii dezinwestycji.

W przeprowadzonych badaniach empirycznych D. Cumming i S. Johan wykazali istnienie związku między typem kapitałodawców funduszu *private equity* a stosowaną metodą dezinwestycji<sup>35</sup>. Na potrzeby opracowania fundusze *private equity* zastały podzielone na trzy główne grupy: fundusze niezależne, fundusze korporacyjne oraz fundusze korzystające ze środków publicznych.

Fundusze działające jako spółki zależne od dużych korporacji (ang. *corporate VCs*) częściej niż inne wybierały akwizycję jako metodę dezinwestycji. Ten typ funduszy charakteryzuje się ograniczoną autonomią w zakresie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Przedsiębiorstwa wchodzące w skład portfela inwestycyjnego wybierane są między innymi pod kątem przydatności opracowywanej technologii dla korporacji będącej założycielem danego funduszu *private equity*. Rozwiązania technologiczne, będące efektem współpracy spółki i funduszu, często nabywane są przez daną korporację lub inne podmioty z nią współpracujące. Z kolei, z działalnością niezależnych funduszy *private equity* związane są w podobnym stopniu zarówno wyjścia z inwestycji poprzez giełdy papierne-

<sup>32</sup> R. Nahaata, *Venture Capital Reputation and Investment Performance*, „Journal of Financial Economics”, November 2008, Vol. 90, Issue 2, s. 127–151.

<sup>33</sup> M. Pietraszewski, *Proces inwestycyjny realizowany przez fundusze private equity*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna we Włocławku, Włocławek 2007, s. 50.

<sup>34</sup> K. Sobańska, P. Sieradzian, *op. cit.*, s. 33.

<sup>35</sup> Badania dotyczyły wyjść z inwestycji z 518 spółek zrealizowanych w Kanadzie w latach 1991–2004. Zob. D. Cumming, S. Johan, *Information Asymmetries, Agency Costs and Venture Capital Exit Outcomes*, „Venture capital” 2008, Vol. 10, No. 3, s.197–231.

rów wartościowych, jak i w drodze sprzedaży przedsiębiorstwa inwestorowi strategicznemu. Natomiast w przypadku funduszy, w których dominującym inwestorem są instytucje państwowe zdecydowanie częściej stosowanymi metodami wyjścia z inwestycji były sprzedaż spółki dotychczasowemu zarządowi, zbycie udziałów innemu funduszowi lub likwidacja spółki. Wiąże się to z mniejszą efektywnością działalności funduszy wspieranych ze środków publicznych, wynikającą poniekąd z rozwiązań organizacyjnych tego typu jednostek.

Wybór metody dezinwestycji jest również mocno powiązany ze sposobem, w jaki dany fundusz *private equity* jest postrzegany wśród innych uczestników rynku kapitału wysokiego ryzyka i jego otoczenie. Kształtowanie odpowiedniego wizerunku funduszu i podnoszenie jego reputacji w oczach potencjalnych inwestorów umożliwi w dalszym okresie jego funkcjonowania pozyskiwanie nowych środków na rozwój działalności inwestycyjnej. Jako najskuteczniejszy sposób sygnalizowania otoczeniu zdolności funduszu do kreowania wzrostu wartości spółek portfelowych uznaje się wprowadzenie spółki do publicznego obrotu<sup>36</sup>.

P. Gompers twierdzi, wskazując na wyniki badań przeprowadzonych w oparciu o próbę 339 debiutów giełdowych spółek korzystających z funduszy *venture capital* w Stanach Zjednoczonych w latach 1978–87, iż fundusze *private equity*, które uznaje się za stosunkowo młode (poniżej 6 lat), są bardziej skłonne do wykorzystywania debiutów giełdowych jako środka budowania reputacji, skracając jednocześnie okres zaangażowania funduszu w spółkę (ang. *grandstanding*)<sup>37</sup>. Podobna analiza została również przeprowadzona w Wielkiej Brytanii<sup>38</sup>. Przeanalizowano pierwsze oferty publiczne z udziałem funduszy *venture capital* w latach 1992–99 na London Stock Exchange, a wnioski płynące z tych badań w tej kwestii są zbieżne.

### 3.3. Wybór metody dezinwestycji a właściwości spółki portfelowej

Czynniki o charakterze zewnętrznym wobec spółek będących przedmiotem inwestycji funduszy wysokiego ryzyka z pewnością odgrywają istotną rolę w procesie wyboru metody dezinwestycji. Sama jednak decyzja podejmowana jest w drodze konsultacji pomiędzy przedsiębiorcą a inwestorem, często już we wstępnych etapach procesu inwestycyjnego<sup>39</sup>.

<sup>36</sup> P. Gompers, J. Lerner, *The Venture...*, *op. cit.*, s. 379.

<sup>37</sup> P. Gompers, *Grandstanding in the Venture Vapital Industry*, „Journal of Financial Economics” 1996, Vol. 42, s. 133–156.

<sup>38</sup> E. Barnes, Y. McCarthy, *Grandstanding in the UK Venture Capital Industry*, EFMA 2002 London Meetings. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=313935>, DOI: 10.2139/ssrn.313935.

<sup>39</sup> K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 113.

Inwestycje funduszy *private equity* mają w znacząco wysokim stopniu zindywidualizowany charakter. Każda spółka jest inna, a jej specyficzne cechy z pewnością mogą mieć wpływ na wybór sposobu zakończenia współpracy pomiędzy stronami transakcji. Sposób przeprowadzenia dezinwestycji zależy głównie od potencjału wzrostu wartości rynkowej spółki i osiąganych przez nią wyników finansowych. Wybrana zostanie metoda, która pozwoli na maksymalizację korzyści dla właścicieli w długim okresie. W przypadku inwestycji, które nie osiągnęły oczekiwanego wyniku finansowego i generują straty, dojdzie prawdopodobnie do likwidacji przedsiębiorstwa. Jednakże w przypadku inwestycji odnoszących sukcesy rynkowe wachlarz metod, które mogą być zastosowane do zrealizowania zysku z inwestycji przez fundusz *private equity* jest o wiele szerszy. Sprzedaż spółki inwestorowi strategicznemu wydaje się być stosunkowo uniwersalną metodą, która znajduje zastosowanie zarówno do przedsiębiorstw, które osiągają świetne wyniki, jak i tych, które osiągają umiarkowane rezultaty. Wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu, a następnie ich sprzedaż przez giełdę zarezerwowana jest dla inwestycji będących ewidentnym sukcesem rynkowym. Związane to jest zarówno z wysokimi oczekiwaniami inwestorów giełdowych co do oferowanych im akcji, jak i wysokimi kosztami przeprowadzenia oferty publicznej.

C. Bienz oraz T. Leite stwierdzili, że z grupy inwestycji, które odniosły sukces rynkowy, na giełdę papierów wartościowych trafiają spółki, które osiągają relatywnie wyższą rentowność w stosunku do innych spółek<sup>40</sup>. Udałe inwestycje, które jednakże charakteryzują się mniejszą rentownością prowadzonej działalności gospodarczej zbywane są poprzez sprzedaż inwestorowi strategicznemu. Spostrzeżenie to związane jest z tym, iż spółki osiągające lepsze wyniki finansowe nie wymagają nadmiernej kontroli, a ta zapewniana przez publiczny rynek i rozproszony akcjonariat jest wystarczająca<sup>41</sup>. W przypadku spółek o niższym stopniu rentowności niezbędny jest mocniejszy nadzór ze strony nowych właścicieli, który może być zapewniony chociażby przez inwestora branżowego<sup>42</sup>. Również A. Schwienbacher wskazuje, iż w przypadku spółek odznaczających się wyższym stopniem innowacyjności i rentowności wzrasta prawdopodobieństwo wyjścia z inwestycji w drodze oferty publicznej<sup>43</sup>.

Natomiast D. Cumming, S. Johan wskazują, iż spółki wobec których zastosowana została pierwsza oferta publiczna były z reguły większe niż inne przedsiębiorstwa wchodzące w skład portfela inwestycyjnego<sup>44</sup>. Fakt ten można po-

<sup>40</sup> C. Bienz, T. Leite, *A Pecking-Order of Venture Capital Exit*, Norwegian School of Economics and Business Administration. *SSRN Working Paper*, Available at: <http://ssrn.com/abstract=916742>, s. 14–15.

<sup>41</sup> *Ibidem*.

<sup>42</sup> *Ibidem*.

<sup>43</sup> A. Schwienbacher, *Innovation and Venture Capital Exits*, „The Economic Journal”, 2008, Vol. 118, Royal Economic Society, s. 1911.

<sup>44</sup> D. Cumming, S. Johan, *Information Asymmetries...*, *op. cit.*, s. 197–231.

niekąd łączyć z wymogami kapitałowymi stawianymi podmiotom, które wyrażają chęć zadebiutowania na giełdzie papierów wartościowych. Ciekawym spostrzeżeniem wynikającym z tych badań wydaje się być również, że niepowodzenie inwestycji i jej likwidacja dotyczyły stosunkowo mniejszych przedsięwzięć.

Fundusze *private equity* udostępniają kapitał przedsiębiorstwom będącym na różnym etapie rozwoju, poczynsz od finansowania wczesnych faz takich jak zasiew, *start-up* przez ekspansję, aż do udostępniania kapitału dojrzałym spółkom<sup>45</sup>. S. R. Das, M. Jagannathan i A. Sarin przeprowadzili badania na grupie 23 208 amerykańskich przedsiębiorstw mające na celu ustalenie wpływu owego etapu rozwoju spółki portfelowej w momencie inwestycji na wybór metody wyjścia z inwestycji<sup>46</sup>. Autorzy ci wykazali, iż prawdopodobieństwo wykorzystania pierwszej oferty publicznej jako metody dezinwestycji zwiększa się dla spółek będących w fazie ekspansji w porównaniu do inwestycji znajdujących się na wcześniejszym etapie rozwoju<sup>47</sup>. Sprzedaż spółki inwestorowi strategicznemu dla tej grupy spółek była stosowana w mniejszym stopniu. Ta metoda dezinwestycji znajduje szersze zastosowanie dla inwestycji w spółki znajdujące się na późniejszym etapie rozwoju.

#### 3.4. Relacja między funduszem *private equity* i spółką portfelową a wybór metody wyjścia z inwestycji

Proces inwestycyjny funduszy *private equity* jest niezwykle złożony i różni się w zależności od charakteru spółki i inwestora. Można wyróżnić dwa podstawowe rodzaje zaangażowania funduszu w zarządzanie spółką portfelową: podejście aktywne (ang. *hands-on*) oraz podejście pasywne (ang. *hands-off*)<sup>48</sup>.

Pierwsze rodzaj zaangażowania polega na bliższej współpracy pomiędzy inwestorem i przedsiębiorcą. Przedstawiciele funduszu na ogół są członkami rady nadzorczej spółki lub wchodzi w skład jej zarządu. Stosowane są też większe wymagania dotyczące obowiązku przedstawiania raportów z prowadzonej działalności. W podejściu pasywnym natomiast sytuacja przedstawia się w odmienny sposób. Rola funduszu sprowadza się przede wszystkim do biernego obserwatora działalności spółki. Kontrola rozwoju spółki ogranicza się głównie do przedstawiania wyłącznie raportów wynikających bezpośrednio z umowy

<sup>45</sup> Por. J. Grzywacz, A. Okońska, *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, SGH w Warszawie, Warszawa 2005, s. 69–80.

<sup>46</sup> S. R. Das, M. Jagannathan, A. Sarin, *Private Equity Returns: An Empirical Examination of the Exit of Venture-backed Companies*, „Journal of Investment Management” 2003, Vol. 1, No. 1, s. 1–26.

<sup>47</sup> Por. P. A. Gompers, J. Lerner, *The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities*, „NBER Working Paper” 1998, No. 6725, <http://www.nber.org/papers/w6725.pdf>.

<sup>48</sup> M. Panfil, *op. cit.*, s. 110–111.

inwestycyjnej. Analiza literatury z zakresu stosowanych modeli współpracy pomiędzy funduszem a spółką portfelową sugeruje, iż inwestycje *private equity* w przeważającej liczbie opierają się na podejściu aktywnym<sup>49</sup>.

A. Schwienbacher, analizując różnice między działalnością funduszy wysokiego ryzyka w Europie i Stanach Zjednoczonych wskazał, iż zwiększenie obowiązku częstego składania raportów z działalności spółki jest negatywnie skorelowane z prawdopodobieństwem wykorzystania pierwszej oferty publicznej jako sposobu wyjścia z inwestycji<sup>50</sup>. Autor sugeruje, iż dodatkowe wymagania odnośnie raportowania bieżącej działalności przedsiębiorstwa mogą prowadzić do ograniczenia wysiłków przedsiębiorcy mających na celu wprowadzenie spółki do publicznego obrotu. Z drugiej strony badania jednakże wykazały, iż obecność przedstawicieli funduszu we władzach spółki portfelowej nie miała wpływu na wybór metody dezinwestycji.

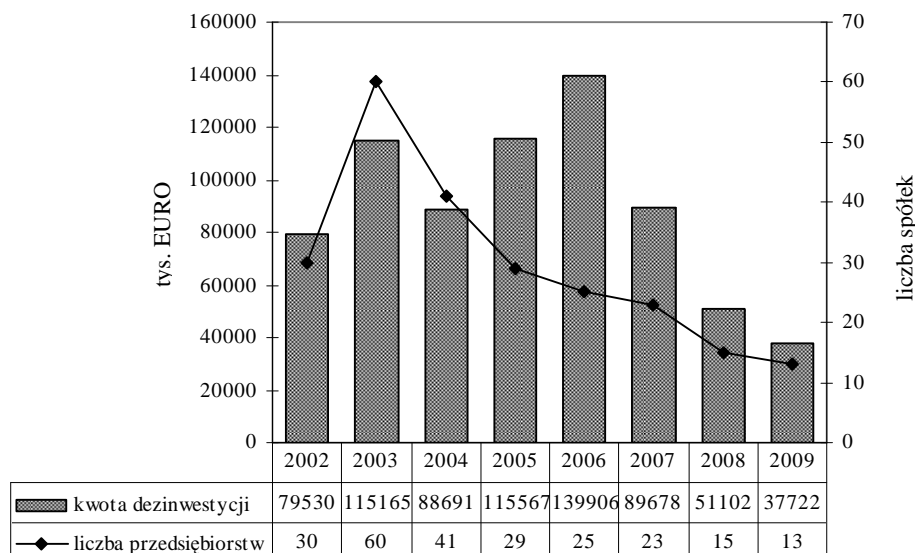
#### 4. STRATEGIE WYJŚCIA Z INWESTYCJI W WARUNKACH POLSKIEGO RYNKU *PRIVATE EQUITY*

Polski rynek *private equity* wydaje się być stosunkowo niewielki w porównaniu z analogicznymi rynkami w krajach rozwiniętych. Według danych EVCA w 2009 r. inwestycje funduszy *private equity* w krajowe przedsiębiorstwa wynosiły zaledwie 0,089% produktu krajowego brutto. Pomimo to fundusze działające w Polsce podejmują aktywne działania w zakresie dezinwestycji, dążąc do realizacji założonego zysku z przeprowadzonych uprzednio inwestycji. W latach 2002–2009 krajowe fundusze *private equity* przeprowadziły transakcje wyjścia z 236 spółek, w które zainwestowały łącznie ponad 717 mln EURO. Pod względem wartości dezinwestycji<sup>51</sup> rekordowy był 2006 r., kiedy to łączna wartość zrealizowanych dezinwestycji wynosiła prawie 140 mln EURO, co stanowiło 19,5% transakcji zrealizowanych w tym okresie. Natomiast pod względem liczby przedsiębiorstw, wobec których fundusze *private equity* dokonały dezinwestycji najlepszy był 2003 r. (zob. rys. 4).

<sup>49</sup> T. L. Campbell II, M. B. Frye, *Venture Capitalist Monitoring: Evidence from Governance Structures*, „The Quarterly Review of Economics and Finance” 2009, Vol. 49, s. 267–268.

<sup>50</sup> A. Schwienbacher, *An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and United States*, EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper, 2005 <http://ssrn.com/abstract=302001> or DOI: 10.2139/ssrn.302001.

<sup>51</sup> Wartość dezinwestycji mierzona jest sumą kapitału zainwestowanego w dane przedsiębiorstwo, a nie kwotą otrzymaną w wyniku realizacji transakcji wyjścia z inwestycji.

Rys. 4. Dezinwestycje funduszy *private equity* w Polsce w latach 2002–2009 – ujęcie *industry*

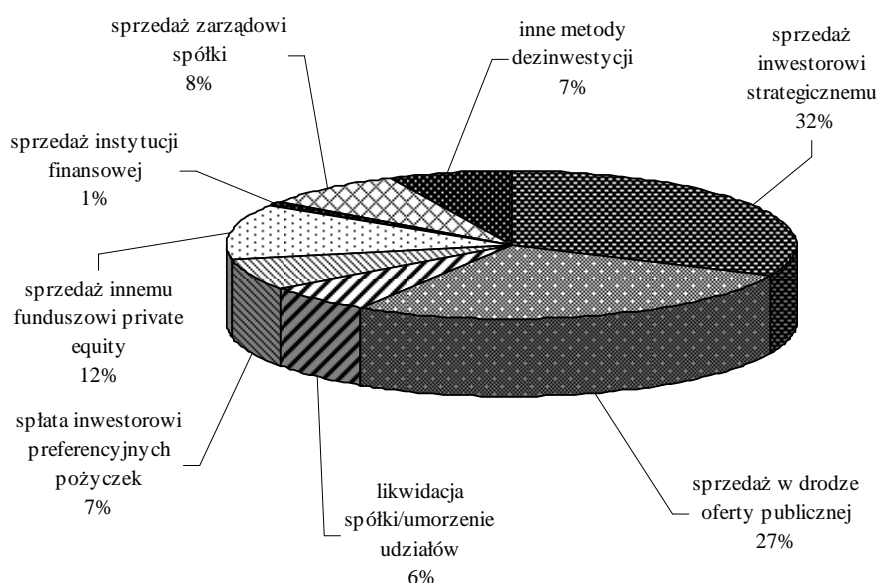
Źródło: opracowanie własne na podstawie „EVCA Yearbook” 2003–2010.

Za zdecydowanie niepokojący symptom krajowego rynku wyjść z inwestycji należy uznać stały spadek wartości transakcji i liczby przedsiębiorstw poddanych procesowi dezinwestycji w ostatnich latach. Związane to może być z kryzysem gospodarczym, który w tym okresie dotknął wiele krajów. Ograniczenie dostępności finansowania zewnętrznego spowodowało utrudnienia w dynamicznym rozwoju spółek portfelowych. Decyzja o przeprowadzeniu transakcji wyjścia z inwestycji niejednokrotnie była przekładana na przyszłość. Ponadto potencjalni nabywcy oferowanych akcji i udziałów, zarówno na rynku publicznym i prywatnym, ze względu na otaczającą ich niepewną sytuację gospodarczą odznaczają się większą skłonnością do zaniżania wyceny proponowanych im aktywów.

Analiza praktyki dezinwestycji polskich firm zarządzających funduszami *private equity* wskazuje, iż najczęściej stosowanymi metodami zakończenia współpracy pomiędzy spółką kapitałową a funduszem są sprzedaż spółki inwestorowi branżowemu oraz zbycie posiadanych udziałów w drodze emisji publicznej (zob. rys. 5).

W latach 2002–2009 najczęściej stosowaną metodą dezinwestycji przez fundusze *private equity* mające siedzibę w Polsce była sprzedaż spółki inwestorowi strategicznemu. Tą ścieżkę wyjścia z inwestycji zastosowano w przypadku 32% ogółu wszystkich dezinwestycji w tym okresie. Sprzedaż akcji spółki

w drodze oferty publicznej w warunkach polskiego rynku odgrywa również istotną rolę, gdyż w ten sposób przeprowadzona została ponad jedna czwarta wszystkich dezinwestycji w tym okresie. Pozostałe metody dezinwestycji były stosowane przez polskie firmy zarządzające w znacznie mniejszej skali. Na szczególne podkreślenie zasługuje również fakt, iż likwidacja spółki stanowiła zaledwie 6% wszystkich wyjść z inwestycji w tym okresie, co świadczyć może o wysokiej skuteczności przeprowadzanych inwestycji.



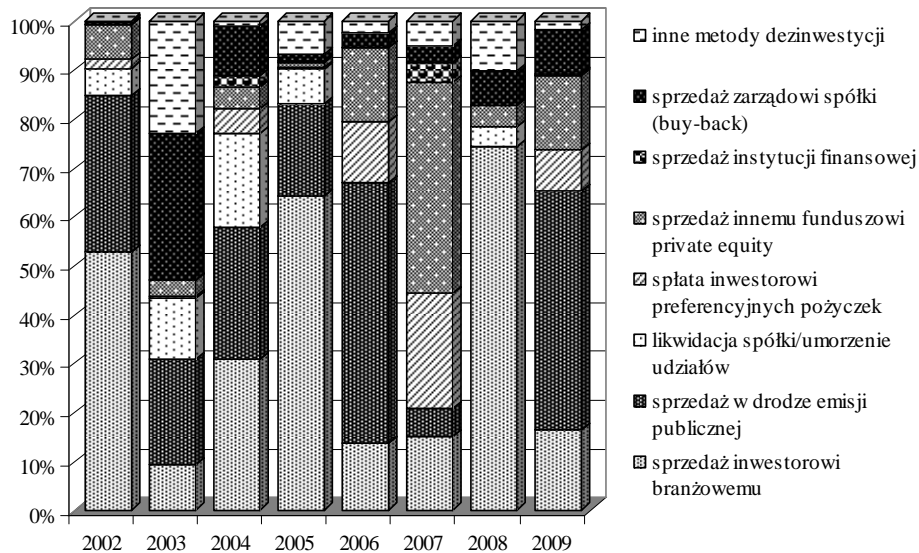
Rys. 5. Udział poszczególnych metod wyjścia z inwestycji w sumie dezinwestycji funduszy *private equity* w latach 2002–2009 – ujęcie *industry*

Źródło: jak do rys. 4.

W analizowanym okresie udział poszczególnych metod zakończenia współpracy pomiędzy funduszem a spółką portfelową nie miał charakteru stałego i zmieniał się w poszczególnych latach (zob. rys. 6).

Analizując zastosowanie poszczególnych metod dezinwestycji wobec krajowych spółek portfelowych można zauważyć pewne różnice pomiędzy inwestycjami typu *venture capital* a transakcjami typu *buyout*. Wyciąganie wiążących wniosków dotyczących wpływu tego czynnika na wybór metody wyjścia z inwestycji byłoby zbyt daleko idącym uogólnieniem, gdyż dane statystyczne w takim przekroju dostępne są dopiero od 2007 r. i mogą stanowić wyłącznie wstępne rozpoznanie diagnostyczne.





Rys. 6. Dezinwestycje funduszy *private equity* według metody wyjścia z inwestycji w latach 2002–2009 – ujęcie *industry*

Źródło: jak do rys. 4.

Wśród wyjść z inwestycji *venture capital* można zauważyć, iż we wszystkich analizowanych okresach dominującą metodą ze względu na udział w ogólnej kwocie dezinwestycji była sprzedaż spółki innemu funduszowi *private equity* (zob. tab. 1). Znajduje ona zastosowanie przede wszystkim w przypadku dwóch sytuacji: do spółki wprowadzany jest kolejny inwestor *private equity* i wspólnie inwestycja jest kontynuowana lub kiedy określony fundusz wyczerpie możliwości kreowania dodatkowej wartości w danej spółce posiadającej nadal duży potencjał, a inny ze względu na posiadane specyficzne cechy będzie potrafił to wykorzystać. Drugą metodą dezinwestycji pod względem udziału w ogólnej kwocie wyjść z inwestycji była sprzedaż przedsiębiorstwa inwestorowi strategicznemu, a trzecią publiczna oferta sprzedaży akcji.

W przypadku dezinwestycji z segmentu *buyout capital* obraz rynku wyjść z inwestycji jest bardziej zróżnicowany.

Tabela 1

Zastosowanie metod dezinwestycji w segmencie *venture capital* w latach 2007–2009 – ujęcie *market*

Wyszczególnienie	2007				2008				2009		
	kwota tys. EURO	udział [%]	liczba spółek	kwota tys. EURO	udział [%]	liczba spółek	kwota tys. EURO	udział [%]	liczba spółek		
Sprzedaż inwestorowi strategicznemu	6358	25,4	5	710	16,0	1	150	14,6	1		
Sprzedaż w drodze oferty publicznej	2532	10,1	5	200	4,5	1	124	12,1	2		
Likwidacja spółki/umorzenie udziałów	0	0,0	0	479	10,8	1	0	0,0	0		
Splata inwestorowi preferencyjnych pożyczek	2067	8,3	1	0	0,0	0	0	0,0	0		
Sprzedaż innemu funduszowi <i>private equity</i>	13590	54,3	2	2499	56,4	3	585	57,0	2		
Sprzedaż innej instytucji finansowej	0	0,0	0	0	0,0	0	47	4,6	1		
Sprzedaż zarządowi spółki	197	0,8	1	474	10,7	3	0	0,0	0		
Inne metody dezinwestycji	303	1,2	5	66	1,5	1	121	11,8	1		
<b>Razem</b>	<b>25047</b>	<b>100,0</b>	<b>19</b>	<b>4428</b>	<b>100,0</b>	<b>9</b>	<b>1027</b>	<b>100,0</b>	<b>3</b>		

Źródło: opracowanie własne na podstawie „EVCA Yearbook” 2008–2010.

Tabela 2

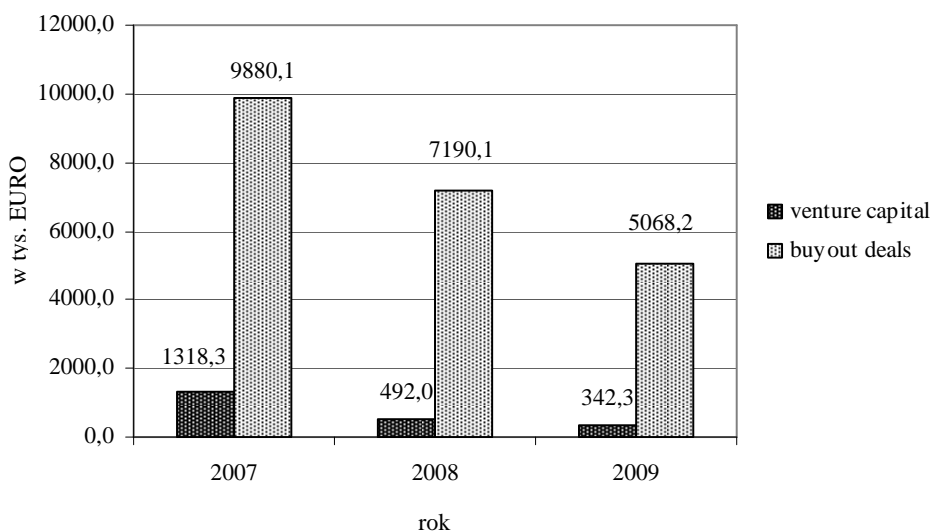
Zastosowanie metod dezinwestycji w segmencie buyout capital w latach 2007–2009 – ujęcie *market*

Wyszczególnienie	2007				2008				2009			
	kwota tys. EURO	udział [%]	liczba spółek	kwota tys. EURO	udział [%]	liczba spółek	kwota tys. EURO	udział [%]	liczba spółek	kwota tys. EURO	udział [%]	liczba spółek
Sprzedaż inwestorowi strategicznemu	7592	5,5	2	15917	24,6	2	6115	20,1	2			
Sprzedaż w drodze oferty publicznej	3378	2,4	2	0	0,0	0	14150	46,5	2			
Likwidacja spółki/umorzenie udziałów	0	0,0	0	1600	2,5	1	0	0,0	0			
Spłata inwestorowi preferencyjnych pożyczek	20350	14,7	1	0	0,0	0	0	0,0	0			
Sprzedaż innemu funduszowi <i>private equity</i>	83001	60,0	4	24496	37,9	1	0	0,0	0			
Sprzedaż innej instytucji finansowej	0	0,0	0	0	0,0	0	9934	32,7	1			
Sprzedaż zarządowi spółki	3226	2,3	1	3150	4,9	2	0	0,0	0			
Inne metody dezinwestycji	20775	15,0	4	19548	30,2	3	210	0,7	1			
<b>Razem</b>	<b>138322</b>	<b>100,0</b>	<b>14</b>	<b>64711</b>	<b>100,0</b>	<b>9</b>	<b>30409</b>	<b>100,0</b>	<b>6</b>			

Źródło: jak w tab. 1.

W 2007 r. najczęściej stosowaną metodą dezinwestycji, podobnie jak w przypadku *venture capital*, była sprzedaż spółki innemu inwestorowi *private equity*. W ten sposób zakończono inwestycje o początkowej wartości przekraczającej 83 mln EURO, czyli 60% wszystkich zrealizowanych transakcji. Takie metody jak sprzedaż inwestorowi strategicznemu, czy zbycie akcji poprzez giełdę papierów wartościowych stanowiły niewielki udział w sumie wykonanych dezinwestycji. W kolejnym roku dominującą pozycję ponownie utrzymała sprzedaż spółki innemu funduszowi *private equity*, aczkolwiek jej udział zmniejszył się do niespełna 38%. Natomiast znacząco wzrósł udział sprzedaży spółki inwestorowi strategicznemu – z 5,5% rok wcześniej do 24,6%. W 2008 r. żadna spółka z tego segmentu inwestycji *private equity* nie zadebiutowała na giełdzie. Natomiast w 2009 r. największy udział wśród wszystkich transakcji wyjść z inwestycji miała właśnie sprzedaż akcji spółki w drodze oferty publicznej, ponad 46% ogólnej sumy dezinwestycji. Kolejne miejsca zajęły sprzedaż innej instytucji finansowej oraz sprzedaż inwestorowi strategicznemu, z odpowiednim udziałem 32,7% oraz 20,1%.

Warto również zauważyć, iż średnia wartość dezinwestycji przypadająca na jedno przedsiębiorstwo różni się znacząco dla obu analizowanych segmentów rynku *private equity* (zob. rys. 7).



Rys. 7. Średnia wartość dezinwestycji przypadająca na jedną spółkę portfelową w latach 2007–2009 – ujęcie market

Źródło: opracowanie własne na podstawie „EVCA Yearbook” 2008–2010.

W ramach transakcji wykupów średnia wartość dezinwestycji była wielokrotnie większa niż w przypadku wyjść z inwestycji w segmencie *venture capital*. Jednakże w obu przypadkach widać wyraźny trend malejący. Oznacza to, że fundusze *private equity* zamykają posiadane pozycje inwestycyjne w spółkach, w których w przeszłości inwestowały stosunkowo coraz mniejsze środki.

## 5. ZAKOŃCZENIE

Ostatnim etapem procesu inwestycyjnego funduszy *private equity* jest wyjście z inwestycji i realizacja oczekiwanego z niej zysku. Dostępnych jest wiele metod przeprowadzenia tego typu transakcji, a każda z nich posiada swoje wady i zalety oraz stwarza odmienne szanse na sukces finansowy. Decyzja w jaki sposób zakończyć zaangażowanie kapitałowe funduszu w spółkę portfelową jest jedną z kluczowych, jakie muszą zostać podjęte na tym etapie współpracy.

O wyborze danej metody dezinwestycji decyduje wiele, bardzo różnorodnych czynników. Część z nich nie ma bezpośredniego związku z określoną transakcją i wynika z ogólnych uwarunkowań prowadzenia działalności biznesowej na danym rynku, natomiast inne są z nią bezpośrednio związane. Indywidualne właściwości uczestników procesu inwestycyjnego funduszy *private equity* i ich wzajemne relacje odgrywają również istotną rolę w określaniu strategii wyjścia z inwestycji.

Przedstawione w pracy dane statystyczne wskazują, iż fundusze *private equity* mające swoją siedzibę w Polsce najczęściej decydują się na wyjście z inwestycji poprzez sprzedaż spółki inwestorowi strategicznemu, bądź zbycie jej akcji za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych. Ważną rolę w warunkach polskiego rynku odgrywa również możliwość odsprzedaży posiadanych udziałów innemu funduszowi *private equity*. Abstrahując od metody dezinwestycji warto zauważyć niezwykle niepokojący trend spadkowy wartości dezinwestycji ogółem. Może to oznaczać, iż kryzys finansowy dotknął rynek inwestycji *private equity* mocniej niż można było tego oczekiwać.

*Tomasz Sosnowski*

### THE FACTORS AFFECTING THE CHOICE OF EXIT STRATEGY BY PRIVATE EQUITY FUNDS

The main goal of the study is to identify factors influencing the choice of various divestment methods, which are used by private equity funds. Based on analysis of the literature, these factors were divided into two main groups: internal and external factors. The main external factors are the level of capital market development and investors' sentiment, the amount of capital available for

new investment and quality of the legal system. Internal factors were further divided into three groups:

- dependent on the private equity fund: the type of investor and fund's reputation,
- dependent on a portfolio company: profitability, degree of innovation, asset size, industry,
- arising from the deal specific: the type of cooperation, allocation of control rights.

Based on statistics published by the EVCA, the predominant method of divestment on the Polish private equity market is a trade sale and initial public offerings.

**Key words:** private equity, exit routes, divestments process.