

Jacek Nowak

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

SCENARIUSZE DEZINWESTYCYJNE FUNDUSZY VENTURE CAPITAL NA RYNKU EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ

Wprowadzenie

Fundusze podwyższonego ryzyka w związku z charakterystyką działalności muszą odzwierciedlać konieczność odpowiedniego doboru strategii do celów inwestycyjnych. Podmioty będące w obszarze zainteresowania funduszu Venture Capital, powinny reprezentować potencjał, który będzie w stanie wygenerować odpowiednią wartość dodaną w stosunku do pierwotnie inwestowanego przez fundusz kapitału. Wydaje się, że jest to kwestią kluczową dla J. Węclawskiego¹. Otoczenie zmienne stanowi istotne ryzyko dla możliwości realizacji zamierzeń. Także M. Molo oraz M. Bielówka² wskazują, iż elementem kluczowym jest zatem dobór takiej metody zarządzania podmiotem kontrolowanym przez fundusz inwestycyjny oraz dobór takiej formy „wyjścia”, które mogą doprowadzić do uzyskania możliwie jak najwyższej stopy zwrotu. Zatem jednym z elementarnych zadań podejmowanych przez fundusze wysokiego ryzyka jest wykorzystanie możliwie najefektywniejszych dla funduszu metod zbycia inwestycji (odsprzedaży inwestycji). Widoczne zmiany zachodzą w tym względzie od kilkunastu lat w Polsce. Realizowanie zamiarów funduszy Venture Capital jest możliwe w coraz szerszym stopniu, z uwagi na rozwój rynku kapitałowego, rynku dłużnego i świadomości kierownictwa przedsiębiorstw w zakresie współuczestnictwa w procesach dezinwestycyjnych nie tylko jako zarządzających, ale również jako potencjalnych współwłaścicieli. Stopniowo zatem rozszerza się

¹ J. Węclawski: Venture Capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw. PWN, Warszawa 1997.

² M. Molo, M. Bielówka: Przegląd dostępnych źródeł finansowania działalności gospodarczej oraz ocena ich atrakcyjności. W: Finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw. Polska Fundacja Promocji i Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw, Warszawa 2000, s. 46.

paleta możliwości, jak również i struktura właścicielska podmiotów będących potencjalnym celem inwestycji, jak i dezinwestycji, realizowanych przez fundusze Venture.

Przedstawiony materiał stanowi kompendium informacji w zakresie sposobów realizacji planów dezinwestycyjnych przez fundusze podwyższonego ryzyka oraz obrazuje stopień ich wykorzystania, ze zwróceniem uwagi na najbardziej popularne formy. Funkcjonowanie funduszy Venture Capital jest działalnością odbywającą się w środowisku dynamicznym, stąd też przedstawione sposoby realizacji zbycia podmiotów w ramach portfela spółek funduszowych wymagają zastosowania rozwiązań efektywnych, opartych na doświadczeniu zarządzających i dostosowanych do zmieniających się warunków, w tym rynku kapitałowego i dłużnego. Istnieje konieczność przedstawienia sposobów realizacji dezinwestycji jako stanowiących ważny element w realizacji zamierzeń funduszy Venture Capital co do osiągnięcia docelowej stopy zwrotu z inwestycji w zmieniających się warunkach.

1. Spodziewane kryteria realizowania transakcji

Prowadzone przez fundusz Venture Capital badania analityczne rynku w zakresie dogodnego momentu na zbycie akcji spółki wydaje się typowym sposobem stosowanym przez poszukujących sposobu zakończenia inwestycji w danym przedsiębiorstwie. Tak jak zakończenie inwestowania jest naturalną częścią składową procesu finansowania ze strony funduszu inwestycyjnego, tak również ze strony pozostałych właścicieli obniżenie zaangażowania w kapitale własnym i pozbycie się częściowej lub całkowitej kontroli wydaje się momentem, który powinien podlegać dogłębnej analizie. Jednym z kluczowych elementów dla właścicieli przedsiębiorstwa jest, jak się wydaje, osiągnięcie dochodu przez wzrost jego wartości. Przedsięwzięcie traktowane jako inwestycja stanowi tym bardziej podmiot, który powinien generować stosowny do zaangażowania zwrot z zainwestowanego kapitału. Linia czasu inwestowania ze strony funduszu inwestycyjnego jest ograniczona od momentu rozpoczęcia inwestycji, co tworzy jedno z podstawowych założeń strategii funduszu. Ważnym czynnikiem są nie tylko osiągane dochody spółki, lecz przede wszystkim dochód osiągany poprzez finalne zbycie przedmiotu inwestycji. Sformułowanie dezinwestycja tłumaczone jest z języka angielskiego, jako wyjście – divestment (disinvestment, exit), co stanowi formę sprzedaży akcji lub udziałów w spółce³.

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

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

Sam proces wejścia funduszu VC może mieć również charakter wsparcia dla przedsiębiorstwa. Jedną z form może być sposób podejścia do działalności spółki, nowe spojrzenie na poszczególne segmenty aktywności, a także wykorzystanie wniosków pochodzących z procesu due dilligence. Konkluzje te z dużym prawdopodobieństwem mogą być formułowane w planie zaleceń, które w trakcie pozostawania funduszu VC w spółce. Powinno to podnosić jej wartość tak, by w przyszłości stała się przedmiotem korzystnej odsprzedaży na rynku. Planowanie wyjścia z inwestycji prowadzone jest równoległe z nadzorem nad działalnością spółki. Reprezentanci funduszu Venture Capital muszą na bieżąco mieć wgląd w działalność spółki. Ich funkcjonowanie w radzie nadzorczej wydaje się gwarancją sprawnego dozoru aktywności przedsiębiorstwa oraz uzyskania korzyści po zakończeniu inwestycji funduszu. W etapie poprzedzającym dezinwestycję funduszu VC następuje sporządzenie dokumentu informacyjnego w formie memorandum. Dokument taki stanowi bazę do rozpoznania charakteru działalności oraz potencjalnych możliwości rozwoju dla nowego inwestora. Jest to szczególnie istotne przy realizacji wejścia przez inwestorów branżowych poszukujących potencjalnych celów inwestycyjnych w swojej branży. Memorandum nie wyczerpuje jednak informacji o ewentualnych zagrożeniach, słabościach, jak i możliwościach rozwojowych, stąd prowadzone przez potencjalnych inwestorów rozpoznanie może mieć formę due dilligence, jako szczegółowego badania działalności przez niezależnych audytorów i ekspertów⁵.

⁴ W tym pierwsza oferta publiczna – IPO – Initial Public Offering.

⁵ D. Rankine, M. Bomer, G. Stedman: Due Diligence: Definitive Steps to Successful Business Combinations. Pearson Education Limited, Edinburgh Gate, Prentice Hall, s. 3.

2. Dezinwestycje funduszowe na rynkach Europy Centralnej i Środkowej

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

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

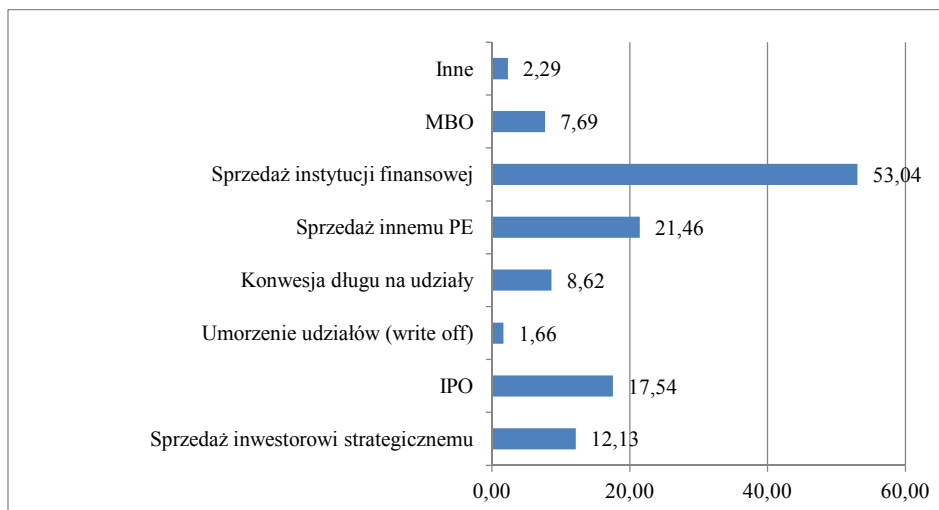
Istnieje możliwość wskazania wielu bodźców determinujących decyzje funduszu Venture Capital w zakresie zakończenia inwestycji⁷, wśród których na wyróżnienie zasługuje m.in. pozycja rynkowa zbywanej spółki i możliwości zainteresowania potencjalnych nabywców, a także ich potencjał finansowy. Jak się wydaje, szczególnie interesujące jest spojrzenie na możliwość realizacji strategii

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

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

dezinwestycji przez wprowadzenie spółki na rynek kapitałowy⁸, zwracając uwagę na zmienność sytuacji na rynku kapitałowym, a w szczególności trend jaki ma miejsce w danej chwili.

Według badań European Private Equity & Venture Capital z 2009 roku, najbardziej powszechną metodą realizacji dezinwestycji funduszy Venture Capital na rynku Europy Środkowo-Wschodniej była sprzedaż na rzecz instytucji finansowych, co stanowiło około 43% całości rynku. Wartość realizowanych w ten sposób strategii zbycia w 2009 roku kształtowała się na poziomie około 54 mln euro (rys. 1). Kolejną istotną kategorią realizacji dezinwestycji funduszowych było zbycie spółki do innego funduszy VC, przy czym wart zauważenia jest fakt realizacji zbycia przez upublicznienie na giełdzie stanowiący ponad 14% ogółu dezinwestycji na rynku Europy Środkowo-Wschodniej. Dla porównania na rynku europejskim kategoria ta stanowi zaledwie nieco ponad 6% dezinwestycji ogółem⁹.



Rys. 1. Wartościowe ujęcie kluczowych form realizacji strategii wyjścia kapitałowego funduszy Venture Capital na rynku Europy Środkowo-Wschodniej w 2009 roku w mln euro

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Central and Eastern Europe Statistics 2009, EVCA Special Paper. July 2010, EVCA Central and Eastern Europe Task Force, s. 15.

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

⁹ Central and Eastern Europe Statistics 2009. EVCA Special Paper. July 2010, EVCA Central and Eastern Europe Task Force, s. 15.

Celowe wydaje się również odnotowanie, iż na rynku europejskim realizacja dezinwestycji ma w największym stopniu miejsce przez likwidację spółki lub umorzenie udziałów (określane z języka angielskiego mianem „write-off”). Tego rodzaju strategia „wyjścia” była realizowana w ponad 35% przypadków w 2009 roku. Dla porównania w krajach Europy Środkowo-Wschodniej rodzaj ten stanowi margines, określany w badaniach na poziomie nieco ponad 1,5%. Porównywalny jest natomiast poziom realizacji strategii zbycia spółek przez fundusze VC w formie wykupu menadżerskiego. Tak w Europie Środkowo-Wschodniej, jak i na kontynencie europejskim jako całości MBO stanowi około 6% w porównaniu do pozostałych sposobów dezinwestycji (w krajach Europy Środkowo-Wschodniej wskaźnik ten wynosi 6,2%, a w Europie 5,3%).

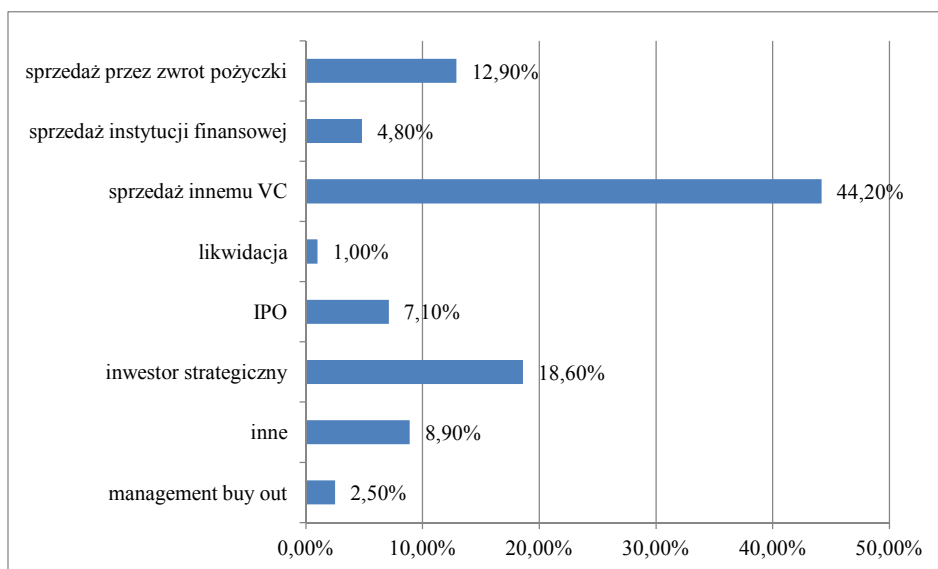
Dokonując analizy dezinwestycji funduszy VC w ostatnich latach w Polsce można wskazać, iż miały one charakter zróżnicowany. W 2001 roku zakończenie inwestycji funduszowych odnotowano w przypadku 38 spółek w sumarycznej kwocie 153 mln zł¹⁰. W kolejnym roku liczba dezinwestycji dotyczyła 30 spółek, na kwotę 306 mln zł, a w 2003 roku sześćdziesięciu przedsiębiorstw na kwotę 506 mln zł. Dla przykładu, do najpowszechniejszych form dezinwestycji należały w 2003 roku:

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

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

O ile na początku XXI wieku w Polsce można było zaliczyć do kluczowych sposobów wyjścia funduszy Venture Capital sprzedaż inwestorowi branżowemu, jak również zbycie z zastosowaniem oferty publicznej, o tyle koniec pierwszego dziesięciolecia jest odmienny. Można wskazać, iż zmianie ulega w pewnym stopniu rola inwestorów strategicznych, na rzecz zbycia spółek do kolejnych zainteresowanych funduszy wysokiego ryzyka (rys. 2).

¹⁰ Venture Capital – szansą dla przedsiębiorczych. Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Departament Przedsiębiorczości, Warszawa 2005, s. 28.



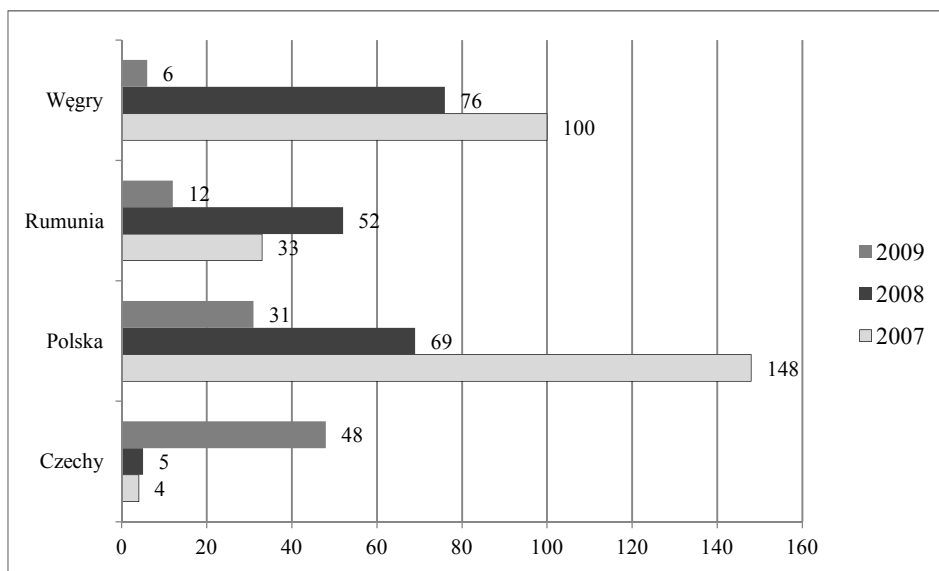
Rys. 2. Procentowe ujęcie kluczowych form realizacji strategii wyjścia kapitałowego funduszy Venture Capital w Polsce w 2009 roku

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

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

Porównując poziom dezinwestycji funduszy Private Capital w całej Europie Środkowo-Wschodniej w ostatnich latach można wskazać, że wartość dezinwestycji systematycznie spada od 2007 roku. Wartość zrealizowanych dezinwestycji w 2007 roku wyniosła 453 mln euro, natomiast rok później była niższa o 47%, a w kolejnym 2009 roku spadek ten wyniósł 48% rok do roku. Wartościowo w 2009 roku dezinwestycje funduszy PE oszacowano na 124 mln euro, podczas gdy w 2008 roku było to prawie 240 mln euro. O ile wartości te

można mimo spadków w poszczególnych latach uznać za znaczące, to jednak ich porównanie do rynku europejskiego jako całości wskazuje, iż stanowią one raptem niecałe 2% na tle rynku europejskiego¹¹.



Rys. 3. Wartościowe ujęcie kluczowych form realizacji strategii wyjścia kapitałowego funduszy Venture Capital w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2007-2009 w mln euro

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Central and Eastern Europe..., op. cit.

Jak wskazano w danych rynkowych EVCA z 2009 roku, dezinwestycje zrealizowane przez fundusze wysokiego ryzyka są najwyższe w Republice Czeskiej, stanowią około 40% rynku w tym zakresie. Natomiast dezinwestycje polskich funduszy VC realizujących w 2009 roku strategię „wyjścia” stanowią około 25% wartości rynku Europy Środkowo-Wschodniej¹². Jednocześnie porównując dezinwestycje w poszczególnych krajach można wskazać, iż największe wartościowo dezinwestycje realizowane w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w 2009 stanowiły około 48 mln euro i były realizowane w Czechach. W 2008 roku najistotniejsze wartościowo dezinwestycje miały miejsce na Węgrzech i wyniosły 76 mln euro, a 2007 roku największe co do wartości dezinwestycje funduszy VC były realizowane w Polsce, a ich wartość wyniosła 148 mln euro (rys. 3).

¹¹ Central and Eastern Europe Statistics 2009, EVCA Special Paper. July 2010, EVCA Central and Eastern Europe Task Force, s. 15.

¹² Ibid.

Zakończenie

Kluczową kwestią wymagającą uwagi w realizacji przez fundusz Venture Capital strategii „wyjścia” – dezinwestycji – jest złożone środowisko umożliwiające zastosowanie wybranych sposobów realizacji transakcji. Wymaga podkreślenia faktu efektywnego przeprowadzenia dezinwestycji, jako jednego z kluczowych warunków powodzenia procesu inwestycyjnego funduszu wysokiego ryzyka. Ryzyko, które jest związane ze zmieniającymi się warunkami transakcji, warunkuje konieczność wyboru możliwie najbardziej skutecznego sposobu dezinwestycji dla realizacji intencjonalnej stopy zwrotu.

Ważkim elementem problematyki dotyczącej sposobów realizacji dezinwestycji w funduszach wysokiego ryzyka jest, co należy uwypuklić, złożoność procesu zakończenia inwestycji. Zauważyć należy, iż strategia funduszu w tym zakresie powinna obejmować analizę pozycji rynkowej przedsiębiorstwa na rynku oraz dane sektorowe i prognozy, jakie mogą poskutkować zainteresowaniem potencjalnych nabywców, motywację kierownictwa co do nabycia akcji lub udziałów w przedsiębiorstwie. Do istotnych zaliczać można również etap działalności na jakim spółka jest w momencie rozważanego zbycia w kontekście strategii rozwoju i przyjętego harmonogramu. Wskazując na upublicznienie¹³, należy równocześnie rozważyć możliwości rynku kapitałowego, na którym miałyby spółka być upubliczniona. Bardzo istotnym czynnikiem jest jednak, jak się wydaje, kondycja rynku ogółem, w tym zakresie bowiem sukces dezinwestycji funduszu Venture Capital bezpośrednio zależy od nastrojów inwestorów, niezależnie od rynku, na którym dezinwestycja ma nastąpić.

Literatura

- Central and Eastern Europe Statistics 2009. EVCA Special Paper. July 2010, EVCA Central and Eastern Europe Task Force.
- EVCA Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity 2009. EVCA Yearbook 2010.
- Grzywacz J., Okońska A.: Venture Capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw. SGH, Warszawa 2005.
- Lerner J., Hardyman F.: Venture Capital and Private Equity – A Casebook: Volume II. John Wiley & Sons, Inc., New York 2002.
- Molo M., Bielówka M.: Przegląd dostępnych źródeł finansowania działalności gospodarczej oraz ocena ich atrakcyjności. W: Finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw. Polska Fundacja Promocji i Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw, Warszawa 2000.

¹³ Udział dezinwestycji przez IPO w Europie w 2009 roku wyniósł 5,6%. EVCA 2009..., op. cit.

- Rankine D., Bomer M., Stedman G.: Due Diligence: Definitive Steps to Successful Business Combinations. Pearson Education Limited, Edinburgh Gate, Prentice Hall.
- Sobańska K., Sieradzan P.: Inwestycje private equity/Venture Capital. Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004.
- Venture Capital – szansą dla przedsiębiorczych. Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Departament Przedsiębiorczości, Warszawa 2005.
- Węclawski J.: Venture Capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw. PWN, Warszawa 1997.

VENTURE CAPITAL FUNDS DIVSTITURE STRATEGIES ON THE EASTERN AND CENTRAL EUROPEAN MARKET

Summary

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

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