

---

***CHARAKTERYSTYKA FUNDUSZY  
PRIVATE EQUITY  
ORAZ VENTURE CAPITAL***

---

Paulina Pawelec

07.2017r.

## 1. Czym są fundusze Venture Capital oraz Private Equity

Pierwsze w historii wystąpiło finansowanie typu Venture Capital w USA i Wielkiej Brytanii w latach 40. XX w. Termin ten definiowano wtedy jako inwestowanie udziałowe w młode nienotowane spółki, które miały przynieść wysokie zyski w przyszłości. W latach 80. coraz częściej inwestowano w spółki bardziej rozwinięte. Inwestorzy zaczęli też interesować się nowymi dziedzinami – przejęciami i wykupami lewarowanymi. Pojawiło się określenie Private Equity. Podkreślało ono inwestowanie w spółki nienotowane, a pomijało kwestię ryzyka podjęcia przedsięwzięcia, ponieważ, analizując kolejno: *private* – przeciwieństwo *public*, które dla uproszczenia oznacza „publiczny rynek papierów wartościowych”, *venture* – tu oznacza ryzykowność przedsięwzięcia.

Na przestrzeni lat wykształciły się dwie interpretacje danych sposobów finansowania:

- 1) Private Equity – finansowanie spółek będących na późniejszych etapach rozwoju. Traktowane jako oddzielny od Venture Capital segment, ponieważ VC oznaczały spółki we wczesnej fazie rozwoju innowacyjnych przedsiębiorstw lub projekty w fazie badań;
- 2) traktowanie Venture Capital jako segment nieodrębny, a zawierający się w całym Private Equity ze względu na finansowanie w spółki nienotowane.

**Venture Capital** to kapitał własny, który jest wnoszony przez inwestorów na ograniczony okres do małych i średnich przedsiębiorstw.

Ryzyko tutaj polega na tym, iż wkład finansowy jest przeznaczony dla tych jednostek, które dysponują innowacyjnym produktem, metodą produkcji lub usługą, a więc nie zostały one jeszcze zweryfikowane przez rynek. Jednak w przypadku sukcesu istnieje możliwość osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu zainwestowanego kapitału.

Ostatecznie częściej używana jest interpretacja druga, ze względu na uznawanie jej za najbardziej spójną znaczeniowo.

Definicja Artura Zimnego mówi, że **Private Equity** to kapitał inwestowany w udziały przedsiębiorstw, które nie są notowane na rynku papierów wartościowych. Zysk z wkładu finansowego osiągany jest poprzez przyrost wartości jednostek gospodarczych i odsprzedaż udziałów po upływie z góry przewidzianego okresu. Nie musi to oznaczać konkretnej daty, po upływie której nastąpi sprzedaż, ale bierze się tu pod uwagę głównie spełnienie określonych na początku warunków. Warunkiem takim może być np. osiągnięcie przez spółkę poziomu wystarczającego do sprzedania jej z satysfakcjonującym dla inwestora zyskiem.

Występują oczywiście wyjątki od reguły. Istnieje bowiem możliwość inwestowania przez fundusze Private Equity/ Venture Capital w spółki notowane, natomiast nierzadko celem takiego działania jest wycofanie danej spółki z notowań.

Odnosząc się do tematu referatu – fundusz Private Equity/ Venture Capital to nazwa podmiotu dokonującego inwestycji kapitału PE/VC, jednakże biorąc pod uwagę teorię finansów – fundusz to „wydzielona masa majątkowa nieposiadająca cech podmiotowych”, stąd wniosek, że stwierdzenia takie jak np. „fundusz inwestuje środki” są niepoprawne, ponieważ to fundusz jest inwestowany i zarządzany. Używa się natomiast takich sformułowań w obszarze finansów i mówiąc, że fundusz podejmuje jakieś działanie ma się rozumieć, iż czynności dokonuje instytucja zarządzająca tym funduszem.

VENTURE CAPITAL	PRIVATE EQUITY
<ul style="list-style-type: none"> <li>• inwestuje się go we wczesnych fazach rozwoju innowacyjnych przedsiębiorstw w te spółki, u których prognozuje się wysoką stopę wzrostu;</li> <li>• fundusze dysponujące venture capital nie zmiernają do wykupu jednostki, w którą inwestują – w zamian za to fundusz zostaje udziałowcem firmy, przejmując nie więcej niż 50% udziałów ;</li> <li>• ulubione obszary inwestycyjne: telekomunikacja, Internet, informatyka, biotechnologia;</li> <li>• średnio- lub długoterminowy charakter inwestycji – najczęściej 3-7 lat;</li> <li>• inwestowanie w zdywersyfikowany portfel startupów;</li> <li>• mechanizm działania polega na znalezieniu firmy, która po otrzymaniu odpowiedniej ilości wsparcia finansowego i know-how rozwinię się w jednostkę na wzór np. Google'a;</li> <li>• przykład: Skype inwestor, który włożył 20 mln dolarów na rozwój telefonii internetowej, sprzedał po kilku latach tę spółkę za 2,6 mld dolarów;</li> <li>• zalety: <ul style="list-style-type: none"> <li>- zgadza się na większe ryzyko,</li> <li>- może poczekać dłużej na zwrot z inwestycji;</li> </ul> </li> <li>• główny cel: wzrost wartości przedsiębiorstwa, a następnie odsprzedanie go z zyskiem innemu inwestorowi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• inwestowany jest w późniejszych fazach funkcjonowania przedsiębiorstw, które potrzebują wtedy pieniędzy na sfinansowanie rozszerzenia działalności i działań restrukturyzacyjnych (w tym także transakcji wykupów);</li> <li>• najpopularniejsze branże: technologie informacyjne, media, komunikacja, produkcja przemysłowa i sektor medyczny;</li> <li>• czas trwania inwestycji – ok. 4-7 lat;</li> <li>• minimalna wartość inwestycji to co najmniej kilkanaście milionów euro, górnej granicy nie ma. W praktyce nierzadko spotyka się inwestycje przekraczające 100 mln euro;</li> <li>• przykład: przejęcie operatora logistycznego CTL kosztowało fundusz Bridgepoint ponad 1 mld zł;</li> </ul>

## 2. Strategie działania funduszy

Czym jest inwestowanie kapitału przez fundusze Private Equity/ Venture Capital? Oczywiście jest, iż działania inwestycyjne podejmuje się w celu osiągnięcia jak najwyższej stopy zwrotu. Omawiane fundusze inwestują w te przedsiębiorstwa, które mają potencjał osiągnięcia wysokiej dynamiki wzrostu wartości mimo wysokiego ryzyka inwestycji. Fundusze działają korzystając z różnych strategii.

**A. Strategia specjalizacji** – pozwala na osiągnięcie przewagi konkurencyjnej. Polega na poznaniu konkretnego sektora gospodarki, fazy rozwoju przedsiębiorstwa lub danego obszaru geograficznego. Pozwala to bardziej precyzyjnie podjąć decyzje inwestycyjne i umożliwia sprawne kontrolowanie inwestycji. Strategia ta ma duży wpływ na poziom współpracy między spółką portfelową a funduszem Private Equity/ Venture Capital. Fundusze, które kierują się jej zasadami mają przewagę w pozyskiwaniu inwestycji.

**B. Strategia dywersyfikacji portfela** - inwestowanie w wiele spółek portfelowych przy zminimalizowaniu całkowitego ryzyka poprzez zredukowanie wpływu ryzyka specyficznego każdej ze spółek. Jest ona dość kosztowna z uwagi na ilość spółek w portfelu.

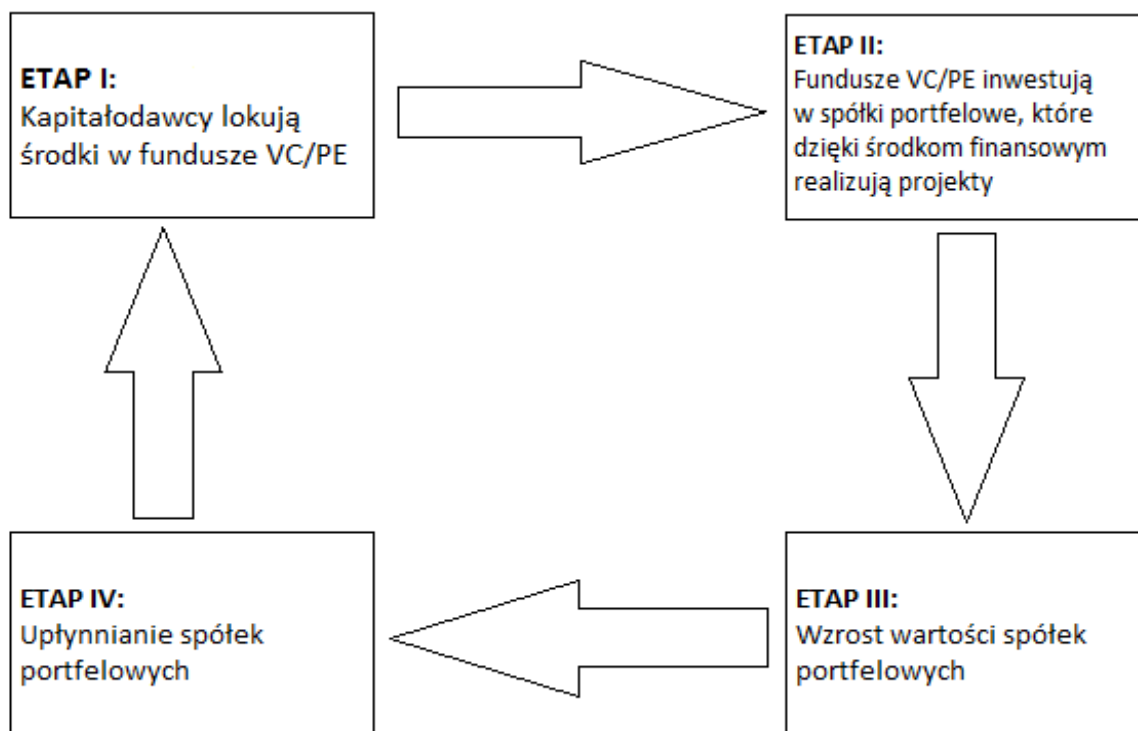
**Dywersyfikacja portfela** - najpopularniejsza i uznawana za jedną z najefektywniejszych metod ograniczania ryzyka. Polega na podziale portfela na różne rodzaje inwestycji np. z wyodrębnieniem rodzaju rynku (m.in. surowce, waluty, akcje, obligacje) i rodzaju działalności lub zasięgu geograficznego, które obejmują dane podmioty. Celem jest więc wybór inwestycji, które różnią się między sobą określonymi cechami, by jak najbardziej zmniejszyć ryzyko utraty zainwestowanych pieniędzy.

Fundusze VC/PE często wybierają strategię specjalizacji. Inwestują w konkretne fazy rozwoju przedsiębiorstwa - we wcześniejsze fazy cyklu życia przedsiębiorstwa i to niesie ze sobą większe ryzyko, co również wiąże się z większym potencjałem zysku. Kapitałodawcy, którzy nie chcą podejmować wysokiego ryzyka, inwestują w późniejsze etapy rozwoju przedsiębiorstwa.

Spory problem dla funduszu VC/PE stanowi dobra selekcja, dlatego też przyjmuje on postawę inwestora i monitoruje, analizuje rynek przedsiębiorstw, by dokonać odpowiedniego wyboru. Jest to trudne zadanie, ponieważ niewiele spółek stanowi dobry fundament pod inwestycję. Fundusz analizuje więc m.in. informacje prasowe, telewizyjne, ponadto uczestniczy w konferencjach, targach.

### 3. Cykl obiegu kapitału

Pierwszym etapem obiegu kapitału jest **angażowanie środków pieniężnych inwestorów w fundusze VC/PE**. Następnie zgromadzony **kapitał inwestuje się w spółki portfelowe**. Tutaj sprawdza się czy wielkość kapitału wpływa na skłonność do ryzyka przy jego inwestowaniu. Trzeci etap polega na **zwiększaniu wartości spółki**. Etap czwarty – ostatni - to **zwrot kapitału inwestorom z wygenerowanym zyskiem lub stratą**. Tu realizuje się stopa zwrotu z inwestycji, którą można rozpatrywać jako pojedynczą transakcję, cały fundusz lub grupę funduszy wyodrębnionej pod względem specjalizacji/ regionu. Stopy zwrotu grupy funduszy są publikowane i na ich podstawie określa się atrakcyjność inwestycji. Zmienność stóp w finansach opisywana odchyleniem standardowym od średniej w długim okresie wyraża ryzyko danej klasy aktywów. Parametry te porównuje się ze wskaźnikami giełd – m.in. na tej podstawie inwestorzy decydują o lokowaniu środków i inwestowanie w dane aktywa.



#### 4. Kto inwestuje i w jakim celu

Kapitałodawcami inwestującymi w fundusze Venture Capital/ Private Equity mogą być:

- banki,
- firmy ubezpieczeniowe,
- fundusze emerytalne,
- przedsiębiorstwa niefinansowe,
- osoby prywatne,
- agencje rządowe,
- fundacje,
- instytucje akademickie,
- fundusze funduszy,
- rynki kapitałowe,
- firmy zarządzające majątkami rodzinnymi,
- inne podmioty zarządzające aktywami,
- państwowe fundusze majątkowe,
- inne.

Dodatkowe źródło środków pieniężnych może stanowić zrealizowany zysk.

Najczęściej to firma zarządzająca występuje z propozycją udziału inwestorów w funduszu i w ten sposób pozyskuje pieniądze. W USA, Wielkiej Brytanii czy Australii najpopularniejszą formą funduszu jest *limited partnership*, w której firma zarządzająca przyjmuje rolę reprezentanta, ponosi odpowiedzialność decyzyjną, natomiast kapitałodawcy mają ograniczoną odpowiedzialność. Przedstawiciele funduszu znajdują warte zainwestowania spółki, które po zainwestowaniu stają się spółkami portfelowymi. Istotny jest tutaj fakt, iż w tej formie zazwyczaj kapitał nie jest wpłacany odgórnie. Na początku inwestorzy składają jedynie zobowiązania do przekazania kapitału, dopiero później wzywa się ich do wniesienia gotówki.

Dla większości inwestorów głównym celem podjęcia inwestycji jest osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu.

Dla banków finansowanie Venture Capital/ Private Equity stanowi alternatywę wobec kredytu w sposobie udzielenia kapitału przedsiębiorstwu. Jest to ważne zważywszy na wzrost konkurencji na rynku finansowym i wiąże się z pozyskaniem jak największej ilości potencjalnych klientów kredytowych na przyszłość, „wygrywając” z konkurencją. Ponadto instytucje takie jak banki szukają nowych możliwości osiągania dochodu i oferują takie produkty, jak np. leasing, factoring czy prowadzenie rozliczeń. Dodatkową korzyścią z inwestycji Venture Capital/ Private Equity jest tu z pewnością umacnianie wizerunku i pozycji banku na rynku.

Fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe pozyskują środki finansowe poprzez ściąganie składek od swoich klientów. Wypłacają je w momencie, gdy klient otrzymuje do nich prawo. Istnieje możliwość lokowania tych środków, aby ich wartość stopniowo się zwiększała, co jest zalecanym rozwiązaniem. Ze względu na wysokie ryzyko udział finansowania Venture Capital/ Private Equity w portfelu tych instytucji musi być ograniczony, jednak wysoka zyskowność sprawia, że jest to bardzo dobry instrument, który służy dywersyfikacji ich portfeli inwestycyjnych. Należy również pamiętać tu o takim czynniku, jak: długoterminowy charakter inwestycji, ponieważ umożliwia to szukanie tych przedsięwzięć, które przyniosą wysoki zysk w perspektywie długoterminowej. Szczególnie istotne jest to dla funduszy emerytalnych posiadających długoterminowe zobowiązania o okresie zapadalności nawet do 40 lat.

W przypadku osób prywatnych fundusze Venture Capital/ Private Equity są lepszym rozwiązaniem niż inwestowanie indywidualnie. Jest tak, ponieważ w funduszu kapitałodawca uczestniczy w dużo większej masie kapitałowej, umożliwiając dywersyfikowanie ryzyka, a fakt, iż jest to instytucja oznacza, że inwestor ma większe możliwości oceny projektów. Pojawia się tutaj bardzo duża chęć zysku – inwestowanie przez osoby prywatne może mieć na celu wejście w posiadanie własnych przedsiębiorstw lub też wnoszenie udziałów do jednostek na pewien okres czasu, w którym kapitałodawca osiągnie satysfakcjonujący poziom zysku. Dodatkowymi korzyściami z inwestycji w fundusze są z pewnością: zdobywanie doświadczenia, poszerzanie znajomości

biznesowych, wzrost prestiżu danej osoby i spełnienie jednej z głównych ludzkich potrzeb – samorealizacji.

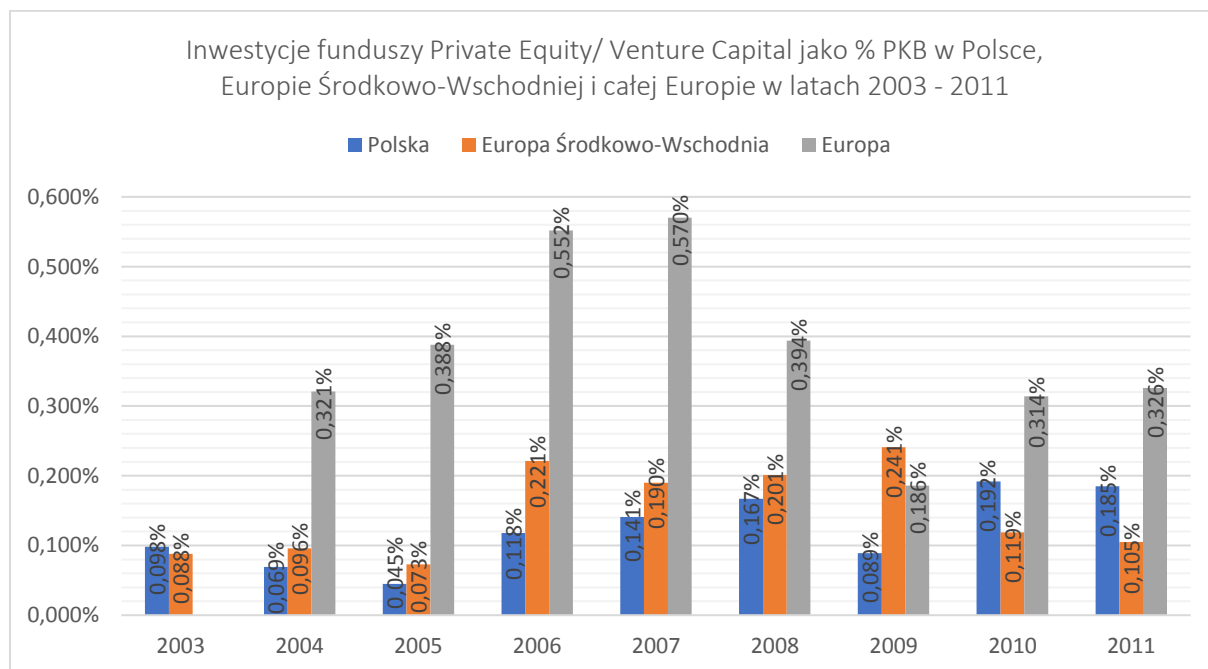
Z kolei chęć osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu ma mniejsze znaczenie dla przedsiębiorstw, które traktują inwestowanie Venture Capital/ Private Equity jako możliwość dywersyfikacji w ramach podejmowanych przez nie decyzji inwestycyjnych. Korporacje chcą identyfikować gałęzie przemysłu w kontekście pojawiających się, rokujących pozytywnie oraz zanikających. Przedsiębiorstwa mają w dużej mierze na celu zwiększenie innowacyjności przez co stają się bardziej konkurencyjne, a to prowadzi do zwiększania rentowności z działalności podstawowej.

Instytucje publicznie nie są z definicji nastawione na zysk, więc to nie on kieruje nimi, gdy podejmują się inwestowania na omawianym rynku. Cele jakie sobie przyjmują to m.in. aktywizacja gospodarcza społeczeństwa oraz stymulowanie gospodarki. Korzyści jakie osiągają z inwestycji Venture Capital/ Private Equity to z pewnością rozwój gospodarczy i wzrost dobrobytu społecznego, jak również zwiększanie konkurencyjności przedsiębiorstw krajowych. Instytucje naukowe jako dodatkowe cele stawiają sobie promocję i komercjalizację pomysłów i wyników badań oraz stymulację pracowników do rozpoczęcia działalności gospodarczej.

Rynki Venture Capital i Private Equity są charakteryzowane przez cztery wielkości statystyczne:

- 1) ilość zebranych środków,
- 2) liczbę i wartość inwestycji,
- 3) liczbę i wartość dezinwestycji,
- 4) całkowity kapitał pod zarządem, czyli wartość aktywów funduszy na dany moment.

Ilość zgromadzonego w ciągu roku kapitału jest jednym ze wskaźników jego podaży na rynku Venture Capital/ Private Equity. Jest to bardzo ważna informacja, ponieważ pokazuje w jakim stopniu inwestorzy skłonni są inwestować w dany segment rynku kapitałowego. Często przedstawia się ją w odniesieniu do PKB, co interpretujemy następująco - im wyższy udział sektora Private Equity w PKB, tym wyższy jest poziom zaawansowania jego rozwoju w badanym państwie. Dla przykładu tabela poniżej.



Biorąc pod uwagę wartość wskaźnika udziału inwestycji Venture Capital/ Private Equity w PKB, to w 2010r. Polska znalazła się na 14. miejscu w Europie i na 2. w Europie Środkowo-Wschodniej.

Czynnik publiczny może wesprzeć kapitałowo sektor Venture Capital/ Private Equity. Natomiast wsparcie to różni się od innych form głównie tym, że aby je otrzymać należy wydzielić konkretne środki finansowe. Można przyjąć trzy formy angażowania publicznych środków w omawiany sektor:

- aktywne – organy lub agencje państwowe bezpośrednio nadzorują wykorzystywanie swoich środków,
- pasywne – państwo udziela kapitału innym podmiotom, nie ma przy tym bezpośredniego wpływu na wydatkowanie go,
- gwarancyjne – zwykle dotyczy poniesienia strat przez instytucje Venture Capital/ Private Equity, ponieważ udziela środków wyłącznie wtedy, gdy nastąpią okoliczności, które obejmuje gwarancja.

Wsparcie kapitałowe przez czynnik publiczny istnieje po to, aby zmniejszać tzw. lukę kapitałową, przy tym ma sprzyjać powstawaniu nowych i rozwojowi młodych firm, a stymulowanie przedsiębiorczości ma przynosić korzyść na rzecz ogólnego rozwoju gospodarczego. Wiąże się to jednak m.in. z nadmierną biurokratyzacją i dekomercjalizacją działalności podmiotów. Procedura pozyskania wsparcia przez czynnik publiczny jest trudna i często zniechęca przedsiębiorców, w dodatku proces ten jest długotrwały, a przedstawienie dokumentacji o innowacyjnym projekcie instytucji rozdzielającej środki finansowe stanowi zagrożenie ujawnienia informacji przed konkurencją.

Jako ciekawostkę można podać, że w 2003r. wykonano badanie, z którego wynika, iż w okresie od 1990r. do 1994r. fundusze Venture Capital/ Private Equity pozyskały 697 mln euro kapitału, w latach 1995-1997 – 871 mln euro kapitału, natomiast w okresie 1998-99 aż 1 mld 577 mln euro kapitału na inwestycje w Polsce i innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Od 2000r. do 2011r. fundusze w Polsce pozyskały prawie 4 mld euro na inwestycje. Źródła pochodzenia kapitału pozyskanego przez fundusze VC/PE w Polsce w latach 1999 – 2011 były następujące:

- fundusze funduszy (średnio 22%),
- banki (średnio 17%),
- fundusze emerytalne (średnio 12%),
- towarzystwa ubezpieczeniowe (średnio 10%),
- agencje rządowe (średnio 10%),
- inwestorzy korporacyjni (średnio 6%),
- inwestorzy indywidualni (średnio 6%).

Działalność inwestycyjna funduszy Venture Capital/ Private Equity ma bardzo duże znaczenie dla gospodarki – pobudzają wzrost gospodarczy i rozwój eksportu. Dzięki funduszom wprowadzanych jest wiele innowacji, co tworzy nowe miejsca pracy i przyczynia się do wzrostu kwalifikacji pracowników przedsiębiorstw. Kapitał VC/PE jest nierzadko jedynym źródłem środków pieniężnych finansujących innowacje dla przedsiębiorstw. Jest to spowodowane brakiem zainteresowania ze strony banków i zbyt niskim kapitałem własnym. Obecność funduszu wśród udziałowców spółki trwa zazwyczaj od 3 do 5 lat. Po tym okresie fundusz zaczyna szukać innego funduszu, inwestora branżowego zainteresowanego inwestycjami na większą skalę. Istnieje tu również możliwość debiutu na giełdzie.

Przedsiębiorstwa, które korzystają z tego sposobu finansowania mają ułatwioną możliwość rozwoju i prowadzenia badań ze względu na ilość środków pieniężnych, dlatego fundusze VC/PE mają duży wpływ na przyspieszenie postępu technologicznego. Ponadto niosą za sobą takie korzyści jak wzrost przedsiębiorczości, efektywności alokacji zasobów i innowacyjności.

## **5. Venture Capital i startup:**

### **5. 1. Struktura**

Jeśli chodzi o strukturę Venture Capital, to składa się ona z trzech podmiotów tj. funduszu venture capital, startupu i pierwotnego inwestora. Fundusz łączy pozostałych dwóch uczestników transakcji, a ponadto udziela usług doradczych i informacyjnych dla tych stron. W związku z integrowaniem owych uczestników stosuje się dwie formy finansowania:

- a) lokowanie pieniędzy pierwotnych inwestorów w funduszu, który inwestuje je w kilka wybranych przedsiębiorstw, co umożliwia zmniejszenie ryzyka transakcji
- b) łączenie pierwotnego inwestora z konkretnym projektem (typ transakcji podobny do działań podejmowanych przez tzw. aniołów biznesu).

## 5.2. Fundusz VC a Anioł Biznesu

Gdy Anioł Biznesu inwestuje w przedsiębiorstwo, to wiąże się z tym uzyskanie mentora, który dość znacząco angażuje się w sprawy jednostki, natomiast w przypadku współpracy z funduszem firma otrzymuje szereg doradców, którzy przekazują wiedzę niezbędną do osiągnięcia jak najwyższej stopy wzrostu. Jednak może się okazać, że nie jest to dobra cecha funduszu, ponieważ ze strony Anioła Biznesu możemy oczekiwać większego stopnia zaangażowania w inwestycję, a w przypadku wielu doradców sprawy jednostki są rozproszone na kilka kierunków, co może prowadzić do niższej efektywności. Dzięki Aniołowi Biznesu firmom łatwiej wejść na rynek, ponieważ młode przedsiębiorstwa potrzebują dużej wiedzy merytorycznej z zakresu zarządzania, marketingu i finansów, aby zaistnieć na rynku i utrzymać na nim swoją pozycję. Dodatkowymi benefitami tego rodzaju współpracy są również kontakty biznesowe.

Należy jednak pamiętać, że przy wsparciu ze strony funduszu jednostka musi wdrożyć inwestora, czyli pełnoprawnego udziałowca. Ma on prawo do głosu w procesach decyzyjnych, jednak ingeruje w sprawy firmy mniej niż Anioł Biznesu.

## 5.3. Analiza due diligence czy biznesplan

Fundusze VC wymagają od firmy przeprowadzenia analizy *due diligence*, czyli „należytej staranności”. To szczegółowa analiza sytuacji organizacyjnej, finansowej i prawnej przedsiębiorstwa. Celem tego jest dostarczenie inwestorowi wiadomości na temat statusu prawnego startupu (umowy, zezwolenia, patenty, zaciągnięte zobowiązania i inne), danych o sytuacji finansowej. Ponadto badanie to ma za zadanie ustalić czy zastosowane technologie i rozwiązania są właściwe, czy też należy dokonać zmian. Dzięki temu również dokonuje się pomiaru ryzyka inwestycyjnego i ma to dodatkowo pomóc w wycenie jednostki.

Analiza jest skomplikowana i dość kosztowna, co może stanowić niepotrzebny koszt dla firmy, która dopiero wchodzi na rynek. Najczęściej jednak jest wymagana, gdy inwestycja dotyczy rozwiniętej firmy. Startupy przeważnie muszą przedstawić swój biznesplan lub tworzą „okrojona” analizę *due diligence*.

## 6. Bibliografia:

1. Izabela Lulek „Rozwój rynku venture capital/private equity w Polsce”
2. Artur Zimny „Decyzje na rynkach Venture Capital/ Private Equity”
3. <http://www.bankier.pl/>
4. <https://www.forbes.pl/>
5. <http://www.pi.gov.pl/>
6. <https://wethecrowd.pl/>