

**Grzegorz Jajuga, Wojciech Mróz**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## **ANALIZA STÓP ZWROTU Z INWESTYCJI W SPÓŁKI, W KTÓRYCH AKCJONARIACIE FUNKCJONOWAŁY FUNDUSZE PODWYŻSZONEGO RYZYKA TYPU *VENTURE CAPITAL/PRIVATE EQUITY***

---

**Streszczenie:** Artykuł ma na celu zbadanie, czy obecność funduszy podwyższonego ryzyka (typu *venture capital/private equity*) w akcjonariacie spółek publicznych wpływa pozytywnie na kształtowanie się wartości tych spółek mierzonej ich kapitalizacją. Autorzy artykułu wskazują, jakie działania podejmują fundusze podwyższonego ryzyka, będąc aktywnymi inwestorami w akcjonariacie spółek. Badania obejmują polskie spółki notowane na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, w których akcjonariacie obecne były fundusze podwyższonego ryzyka. Autorzy analizują stopy zwrotu, uzyskiwane z inwestycji w papiery wartościowe takich spółek w relacji do stóp zwrotu uzyskiwanych z inwestycji w pozostałe spółki notowane na rynku Giełdy Papierów Wartościowych w różnych interwałach czasu.

### **1. Wstęp**

Autorzy zbadali stopy zwrotu z akcji polskich spółek, w akcjonariacie których były fundusze podwyższonego ryzyka, oraz porównali je do stóp zwrotu spółek notowanych na szerokim rynku. Autorzy dodatkowo wskazują, jakie działania podejmują fundusze typu *private equity* oraz *venture capital*, będąc aktywnymi inwestorami w akcjonariacie spółek. Następnie starają się odpowiedzieć na pytanie, czy i w jakim zakresie podejmowane działania mogą wpłynąć na wzrost wartości tych spółek.

Na polskim rynku coraz bardziej aktywnie działają inwestorzy określani mianem funduszy *venture capital* i *private equity*. Inwestorzy ci z zasady swojej działalności nie są tylko pasywnymi inwestorami, którzy przyglądają się rozwojowi spółki. Starają się oni również w sposób mniej lub bardziej aktywny wpływać na wzrost wartości przedsiębiorstw, w które inwestują poprzez ich aktywne wsparcie w różnych obszarach biznesowych. Czy robią to efektywnie i czy ich działalność rzeczywiście może mieć odzwierciedlenie w wyższej wartości ich spółek portfelowych? W niniejszym artykule podsumowaliśmy nasze dotychczasowe badania pol-

skiego rynku funduszy typu *venture capital* i *private equity* pod kątem ich działalności jako aktywnego inwestora w swoich spółkach portfelowych. W pierwszej części artykułu po zdefiniowaniu przez nas badanej grupy funduszy napiszemy, w jaki sposób ich menedżerowie mogą potencjalnie wpływać na wzrost wartości spółek portfelowych. W drugiej części artykułu przedstawimy nasze badania, w których postaramy się potwierdzić lub odrzucić hipotezę, która mówi o tym, że obecność funduszy typu *venture capital* i *private equity* w akcjonariacie spółek publicznych wpływa pozytywnie na kształtowanie się wartości tych spółek mierzonej ich kapitalizacją. Nasze badania ograniczyliśmy wyłącznie do spojrzenia na spółki publiczne, których inwestorami są lub były fundusze *venture capital* lub *private equity*. Wynika to z faktu, że kapitalizacja tych spółek, zgodnie z teorią efektywności rynku, powinna odzwierciedlać ich rzeczywistą wartość na dany moment w czasie. Oczywiście takie podejście do badania ma wiele ograniczeń. Przede wszystkim nie bierzemy pod uwagę wszystkich spółek portfelowych funduszy, a w szczególności tych, które okazały się niepowodzeniem funduszy i które zbankrutowały. Badanie to jest jednak wstępem do prac badawczych, które będą w sposób bardziej szczegółowy szukały argumentów za hipotezą lub przeciw hipotezie mówiącej o tym, czy działalność funduszy *venture capital* i *private equity* ma wpływ na wzrost wartości przedsiębiorstw, w które inwestują. Odpowiedź na postawione pytania może być istotna szczególnie dzisiaj, kiedy okres bessy w dużym stopniu weryfikuje zasadność fundamentalnego budowania wartości przedsiębiorstw.

## 2. Fundusze *venture capital* i *private equity*

W różnych pracach naukowych nie jest przedstawiana jedna spójna definicja funduszy *venture capital* i *private equity*. W niniejszym artykule chcielibyśmy się powołać na definicję Katarzyny Sobańskiej oraz Piotr Sieradzana [Sobańska, Sieradzana 2004, s. 13]. Jest ona następująca: „Inwestycje *private equity* to średnio- i długoterminowe inwestycje o charakterze udziałowym, zwykle na rynku niepublicznym, połączone ze wsparciem menedżerskim w przedsiębiorstwa, które mają szansę na osiągnięcie ponadprzeciętnego wzrostu wartości w określonym przez inwestora okresie. *venture capital* to natomiast kapitał *private equity*, który jest inwestowany w spółki będące na wczesnych etapach rozwoju bądź dopiero rozpoczynające działalność na rynku”. Na potrzeby niniejszego artykułu i naszego badania będziemy używali skrótu fundusze VC/PE wobec wszystkich tych podmiotów, które:

- angażują się w przedsiębiorstwa poprzez zakup akcji lub udziałów i są znaczącym inwestorem,
- inwestują w charakterze średnio- i długoterminowym, tzn. okres trwania inwestycji jest nie krótszy niż 2 lata,
- deklarują lub deklarowały na swoich stronach internetowych, że są aktywnymi inwestorami wspierającymi przedsiębiorstwa, w które inwestują.

Przyjęta przez nas definicja funduszu VC/PE jest zbieżna z definicją przedstawioną przez Piotra Sieradzana i Katarzynę Sobańską. Posługiwaliśmy się nią w celu wyodrębnienia konkretnych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w których akcjonariacie były fundusze VC/PE. Informacje o notowaniach tych spółek wykorzystaliśmy do naszych badań.

Inwestycje VC/PE charakteryzują się wysokim ryzykiem inwestycyjnym. Wynika ono między innymi z wczesnych etapów rozwoju spółek, w które inwestują, ale również z niepublicznego charakteru wielu przedsiębiorstw. To z kolei w dużym stopniu wpływa na spore ryzyko braku płynności tego typu inwestycji. Osobami zatrudnionymi w funduszach VC/PE są przedsiębiorcy oraz wysoka kadra menedżerska o bardzo szerokich kompetencjach biznesowych. Są to osoby, które często budowały przedsiębiorstwa w różnych branżach gospodarki i swoje wieloletnie doświadczenie mogą przenieść na inne przedsiębiorstwa. Zadaniem tych menedżerów, odpowiedzialnych z ramienia funduszy VC/PE za inwestycję w konkretną spółkę portfelową, są monitoring jej prawidłowego i planowanego rozwoju oraz wspieranie – w miarę potrzeb spółki w bieżącym zarządzaniu. Zazwyczaj w trakcie swojego zaangażowania kapitałowego w przedsiębiorstwo fundusz wykonuje trzy powiązane ze sobą funkcje:

- 1) monitoruje bieżące wyniki działalności przedsiębiorstwa,
- 2) uczestniczy w podejmowaniu decyzji strategicznych,
- 3) współdecyduje oraz prowadzi doradztwo w odniesieniu do newralgicznych problemów jego rozwoju [Sobańska 2005].

### **3. Wpływ zaangażowania funduszy na funkcjonowanie spółek**

O czynnym zaangażowaniu funduszy w funkcjonowanie swoich spółek portfelowych można przeczytać na stronach internetowych poszczególnych funduszy. Też o wnoszeniu dużej wartości do zarządzanych spółek podnoszą również sami zarządzający funduszami. „Fundusz wnosi do spółki znaczną wartość dodaną o dużym znaczeniu dla jej rozwoju i realizacji przez nią założonej strategii biznesowej” [Misztal 2003]. Zakres wsparcia przedsiębiorstw przez poszczególne fundusze jest definiowany przez nie same. Przykładem może być jeden z najbardziej doświadczonych w Polsce inwestorów VC/PE Enterprise Investors, który deklaruje wsparcie projektów na każdym etapie ich rozwoju oraz w różnych obszarach. „Wspieramy firmy od momentu ich powstania, poprzez dynamiczny wzrost aż do wejścia na giełdę w kwestiach: wyboru strategii, doboru menedżmentu, finansowych (fuzje, akwizycje, księgowość, controlling) i prawnych” [www.ei.com.pl]. Co więcej, jak wynika z badań przeprowadzonych przez Jerzego Węclawskiego [Węclawski 2003], to sami przedsiębiorcy również oczekują od funduszy VC/PE silnego wsparcia w zakresie przygotowania koncepcji rozwoju przedsiębiorstwa, analizy rynku, opracowania strategii marketingowej, rozbudowy kanałów dystrybucji, opa-

nowania nowych rynków zbytu, przeciwstawiania pojawiającej się konkurencji czy przygotowania nowych wariantów produktów, usług dla podtrzymania ekspansji [Węclawski 1997, s. 30]. W swojej książce Marek Panfil [Panfil 2005] opisuje wiele innych dodatkowych obszarów, w których aktywne są fundusze VC/PE i które wpływają na wzrost wartości spółek, w które inwestują. Należą do nich m.in.:

- pomoc w rekrutacji kluczowych osób do firmy, tj. prezes zarządu, członek zarządu i rady nadzorczej, przedstawiciele środowiska naukowego,
- pomoc w ekspansji na nowe, często zagraniczne rynki,
- doradztwo strategiczne (budowa planu restrukturyzacji spółki, planu strategicznego spółki),
- dostęp do kontaktów handlowych, kanałów dystrybucji i innych informacji rynkowych,
- doradztwo finansowe (określanie zapotrzebowania na kapitał obrotowy i/lub inwestycyjny spółki na różnych etapach rozwoju).

#### 4. Analiza aktywności funduszy

Wsparcie i monitoring inwestycji fundusze realizują na kilka sposobów. Przede wszystkim poprzez bezpośredni udział w strukturze właścicielskiej swoich spółek posiadają one wszystkie uprawnienia wynikające z zapisów kodeksu spółek handlowych wobec udziałowców i akcjonariuszy spółek z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółek akcyjnych. Uprawnienia te jednak są często zbyt wąskie do tego, żeby będąc właścicielem mniejszościowym, mieć realny wpływ na rozwój przedsiębiorstwa. Dlatego też już w momencie samej inwestycji fundusze podpisują ze spółką oraz jej dotychczasowymi właścicielami umowę inwestycyjną, która szczegółowo reguluje prawa i obowiązki poszczególnych stron. W tym dokumencie fundusz gwarantuje sobie między innymi prawo do mianowania członków rady nadzorczej i prawo do mianowania w szczególnych przypadkach członka zarządu. Dodatkowo fundusz często gwarantuje sobie różnego rodzaju dodatkową decyzyjność i uprawnienia w takich obszarach, jak na przykład:

- zatwierdzanie budżetów operacyjnych spółki,
- zatwierdzanie umów o znacznej wartości zawieranych przez przedsiębiorstwo,
- otwieranie i zamykanie oddziałów i filii przedsiębiorstwa,
- kupno/sprzedaż udziałów lub akcji w innych spółkach,
- podwyższenie lub obniżenie kapitału zakładowego,
- zawieranie i wypowiedzanie umów z kluczowymi menedżerami w spółkach,
- udzielanie przez przedsiębiorstwo pożyczek, poręczeń.

Wszystkie te elementy następnie zostają przeniesione do statutu lub umowy spółki. Należy jednak pamiętać, że fundusze VC/PE nie zarządzają operacyjnie swoimi spółkami portfelowymi. Fundusze nie zarządzają bowiem spółką, ale ją wspierają. Fundusz wspomaga i doradza, ale to zarząd kieruje firmą i odpowiada za

jej wyniki. Fundusz natomiast w przypadku niezadowolenia z pracy zarządu ma często prawo do jego wymiany. Dodatkowymi elementami wsparcia funduszy są również takie elementy, jak przekazywanie ważnych kontaktów biznesowych oraz wsparcie reputacyjne swoich spółek. Dzięki temu przedsiębiorstwa są w stanie rozwijać się szybciej poprzez współpracę z czołowymi kontrahentami lub dodatkowe wsparcie kapitałowe z banków, dla których obecność w strukturze właścicielskiej spółki dużego inwestora VC/PE jest często dodatkową gwarancją bezpieczeństwa spłaty kredytu.

Wszystkie te elementy opisane w niniejszym artykule potencjalnie powinny sprawiać, że spółki, w których akcjonariacie są aktywne fundusze VC/PE będą się rozwijały szybciej niż pozostałe spółki z branży, co będzie miało odzwierciedlenie w ich większej wartości fundamentalnej. Stawiamy zatem hipotezę, że akcje spółek, w których akcjonariacie były lub są fundusze VC/PE, będą osiągały wyższą stopę zwrotu niż akcje spółek, w których takie fundusze nie inwestowały. Hipoteza niniejsza jest potwierdzona w badaniach zaprezentowanych przez Christiana von Drathena [Drathen 2007]. Badania te zostały przeprowadzone na próbie 33 przedsiębiorstw w Niemczech, w które inwestowały fundusze *private equity*. Stopa zwrotu zrealizowana z inwestycji w publiczne spółki, w których akcjonariacie były fundusze VC/PE w okresach 1- i 3-letnich była wyższa od stopy zwrotu, jaką można było uzyskać z inwestycji w spółki wchodzące do indeksów DAX. Do podobnych wniosków doszli w swoich badaniach Ruud A.I. van Frederikslust i Roy A. van Geest. Na ich podstawie można potwierdzić postawioną w niniejszym artykule hipotezę dotyczącą rynku w Holandii. Przeprowadzone przez nas badania mają na celu potwierdzenie hipotezy lub zaprzeczenie hipotezie dotyczącej rynku polskiego.

Poniższe badania miały na celu identyfikację istnienia wpływu obecności funduszy typu VC/PE w akcjonariacie spółki na jej wartość. W przypadku istnienia tego efektu stopy zwrotu z inwestycji w takie spółki powinny być znacząco i systematycznie różne od stóp zwrotu z pozostałych spółek. Przy założeniu pozytywnego efektu (dodatniego wpływu na wartość) przeciętne stopy zwrotu powinny być wyższe niż stopy zwrotu z pozostałych spółek.

## 5. Indeks spółek notowanych na GPW

Dla zbadania tego efektu skonstruowano indeks spółek, w których akcjonariacie znajdowały się fundusze typu VC/PE (dalej WIG-PE), i porównano jego zachowanie do wskaźnika WIG-PL, obejmującego akcje większości polskich spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW). Oba wskaźniki są indeksami typu dochodowego, to znaczy uwzględniają zarówno zmiany cen akcji, jak i inne dochody z tytułu posiadania papierów wartościowych, takie jak dywidendy czy prawa poboru akcji nowych emisji. Pakiety akcji spółek w indeksie WIG-PE odzwierciedlały pakiety akcji tych spółek w indeksie WIG-PL, aby za-

pewnić porównywalność obu wskaźników. Można zatem stwierdzić, że indeks spółek z funduszami VC/PE w akcjonariacie jest subindeksem indeksu szerokiego rynku. Warto zaznaczyć, że spółki były usuwane z portfela z indeksu WIG-PE w momencie opuszczenia portfela wskaźnika WIG-PL, pozostawały w nim natomiast, jeśli ich akcjonariat opuścił podmiot typu VC/PE. Wynika to z przyjętego założenia, że efekt wpływu funduszu typu VC/PE na wartość jest trwały.

Kwalifikacja spółki do indeksu WIG-PE odbywała się na podstawie informacji publicznie dostępnych, dotyczących obecności funduszy typu VC/PE w akcjonariacie spółki (prospekty emisyjne, strony internetowe spółek i funduszy, zestawienia prasowe). Autorzy nie mogą wykluczyć możliwości błędnego zaklasyfikowania spółki do indeksu bądź jej pominięcia, ze względu na utrudniony dostęp do danych. Spółki, które zakwalifikowano do indeksu, przedstawiono w tabeli 1.

**Tabela 1.** Spółki indeksu WIG-PE

PPABANK/FORTISPL	OPOCZNO	ONE2ONE
POLFKUTNO	POLNORD	ATM
COMPUTERLAND/SYGNITY	SFINKS	BAUMA/ULMA
KETY	MISPOL	LSISOFT
ELBUDOWA	TETA	GADUGADU
MOSTOSTAL KRAKÓW	ABPL	ENAP
SANOK	MMPPPL	RADPOL
MOSTOSTAL SIEDLCE/POLIMEXMS	HTLSTREFA	PRONOX
POLAR	PEMUG	MAGELLAN
EMPERIA	TRAVELPL	CPENERGIA
KRUK	JAGO	BIPROMET
TECHMEX	TELL	PEP
VENTUS/HAWE	EUROFILMS/ERGIS	K2INTERNT
PRATERM	BANKIER.PL	HARDEX
HOOP/KOFOLA	ECARD	

Źródło: opracowanie własne.

Badanie przeprowadzono dla dwóch okresów:

- 1) od 16 sierpnia 1995 r. do 11 września 2009 r.,
- 2) od 1 kwietnia 1997 r. do 11 września 2009 r.

Pierwszy przedział czasu obejmuje okres publikacji indeksu WIG-PL. W drugim przedziale czasowym liczba akcji wchodzących w skład indeksu spółek, w których akcjonariacie były fundusze typu VC/PE, przekroczyła 10. Podsumowanie wyników dla obu okresów zamieszczono w tabeli 2. Wartości indeksu WIG-PE przeskalowano, aby ułatwić porównanie.

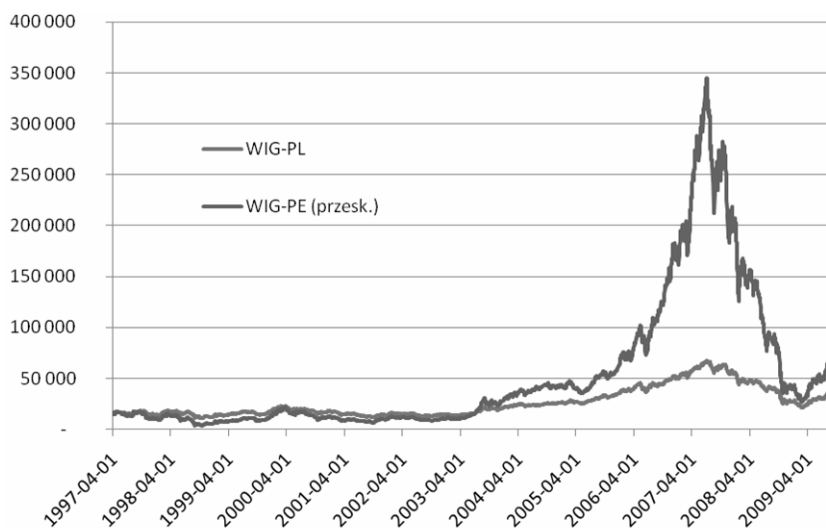
Jak widać, przeciętna stopa zwrotu osiągnięta z inwestycji w opisywane spółki była we wskazanych okresach wyższa od przeciętnej stopy osiągniętej z inwestycji w szeroki rynek polskich akcji. Sugeruje to, że w długim terminie istnieje pozytywny efekt obecności funduszy typu VC/PE na wartość przedsiębiorstwa.

**Tabela 2.** Porównanie stóp zwrotu

Wyszczególnienie	WIG-PL	WIG-PE (przesk.)
Okres 1: 16 sierpnia 1995 r. – 11 września 2009 r.		
Wartość początkowa	8 603	8 603
Wartość końcowa	35 959	162 932
Stopa zwrotu (cały okres)	318%	1794%
Przeciętna stopa zwrotu (roczna)	10,70%	23,25%
Okres 2: 1 kwietnia 1997 r. – 11 września 2009 r.		
Wartość początkowa	16 103	16 103
Wartość końcowa	35 959	71 643
Stopa zwrotu (cały okres)	123%	345%
Przeciętna stopa zwrotu (roczna)	6,66%	12,74%

Źródło: obliczenia własne.

Zmiany badanego indeksu na przestrzeni drugiego badanego okresu (od 1 kwietnia 1997 r.) w relacji do indeksu WIG-PL zaprezentowano na rysunku 1.

**Rys. 1.** Zmiany indeksu WIG-PE w relacji do indeksu WIG-PL

Źródło: opracowanie własne.

Stopy zwrotu z obu indeksów w poszczególnych latach kalendarzowych, a także liczbę spółek w indeksie WIG-PE na koniec każdego roku przedstawiono w tabeli 3. Pogrubiono lata dotyczące stopy zwrotu z indeksu spółek, w których akcjonariacie były fundusze typu VC/PE i których wartość była wyższa od stopy zwrotu z indeksu WIG-PL.

**Tabela 3.** Stopa zwrotu z indeksów w kolejnych latach kalendarzowych (w %)

	Stopa zwrotu z WIG-PL	Stopa zwrotu z WIG-PE	Liczebność WIG-PE
1995*	-11,82	-42,41	2
<b>1996</b>	89,07	397,60	5
1997	2,27	-0,21	7
1998	-12,77	-43,98	9
<b>1999</b>	41,33	116,69	9
2000	-1,31	-3,58	8
2001	-21,99	-22,37	8
<b>2002</b>	3,19	4,74	8
<b>2003</b>	44,95	170,75	7
<b>2004</b>	27,44	56,39	9
<b>2005</b>	32,92	43,76	11
<b>2006</b>	41,02	163,00	19
<b>2007</b>	9,23	19,76	36
2008	-50,62	-80,39	36
<b>2009*</b>	32,36	80,34	33

\* 1995 r.: od 16 sierpnia do końca roku, 2009 r.: od początku roku do 11 września.

Źródło: opracowanie własne.

## 6. Podsumowanie

Spośród 15 okresów w dziewięciu z nich indeks WIG-PE okazywał się lepszy od szerokiego rynku. Od 2002 r. tylko w zeszłym roku osiągnął gorszy wynik. Przedstawione dane pozwalają spostrzec pewną zależność. W latach o ujemnych stopach zwrotu indeks opisywanych spółek zachowywał się znacząco gorzej od szerokiego indeksu, natomiast przy rynku wzrostowym zdecydowanie lepiej. Sugeruje to różnice w poziomie ryzyka tych dwóch możliwości inwestycyjnych. Zbadanie tej zależności, w celu eliminacji wpływu ryzyka na osiągnięte wyniki, jest z pewnością zagadnieniem wartym dalszej analizy.

Podczas badań zakładano, że efekt wpływu na wartość jest trwały, co znaczy, iż podczas obecności funduszu w akcjonariacie spółka „uczy się” kreowania wartości i wykorzystuje to w późniejszym okresie (po wyjściu funduszu z inwestycji). Można to założenie skorygować i poddać analizie długość trwania tego efektu. Jest to z pewnością temat do dalszych badań.

## Literatura

- Drathen Ch. von, *The performance of private equity backed initial public offerings in Germany*, London Business School Working Paper, December 2007.
- Frederikslust R.A.I. van, Geest R.A. van, *Initial returns and long run performance of private equity backed initial public offerings on the Amsterdam Stock Exchange*, EFMA 2001, Lugano Meetings 2001.



- Miształ P., *Riverside – budowanie wartości*, I forum Venture Capital, Warszawa, 11.06.2003.
- Panfil M., *Fundusze private equity – wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005.
- Sobańska K., Sieradzan P., *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004.
- Sobańska K., *Wartość dodana przez fundusz do spółki podczas trwania inwestycji. Odpowiedzialne partnerstwo biznesowe*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005, nr 7–8.
- Węclawski J., *Decyzje inwestycyjne funduszy venture capital*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 974, Akademia Ekonomiczna, Wrocław 2003.
- Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
- [www.ei.com.pl](http://www.ei.com.pl)
- [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)
- [www.gpwinfostrefa.pl](http://www.gpwinfostrefa.pl)
- [www.mci.pl](http://www.mci.pl)

## **ANALYSIS OF THE IMPACT OF ACTIVITY OF VC/PE INVESTORS IN PUBLIC COMPANIES ON THE VALUATION OF THESE COMPANIES**

**Summary:** This paper tries to analyze the impact of activity of VC/PE investors in public companies on the valuation of these companies compared to other public companies. Activities of such investors include both financing and support in areas of strategic and operating management. The authors point out different management tools that are used to support the growth of portfolio companies. The research analyzes Polish companies listed on WSE. The authors compare rates of return on investments in such companies to wide market rates of return.