

# 2

JAKUB JAWORSKI

## ***Współpraca przedsiębiorstwa z funduszami PE/VC a zdolność kreacji wartości dla właścicieli***

Opiekun naukowy: dr Paweł Mielcarz

**Jakub Jaworski** jest studentem V roku na kierunku finanse i bankowość w Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie. Działał w Zarządzie Samorządu jako przewodniczący oraz organizował Juwenalia Warszawskie 2007. Zdołał zdobyć nagrodę I stopnia w XI edycji konkursu „Przedsiębiorczość, finanse i zarządzanie” organizowanym przez Fundację Edukacyjną Przedsiębiorczości.

Do tej pory zdobywał ciekawe doświadczenia zawodowe m.in. w Dziale Transakcji Finansowych Banku Inicjatyw Społeczno Ekonomicznych S.A. oraz Industrial And Financial Systems Polska Sp. z o.o.

Obecnie pracuje na stanowisku Project Managera w Biurze Zarządzania Procesami i Projektami Departamentu Wsparcia Dystrybucji TUIR Warta S.A. oraz Kredyt Banku S.A. w Warszawie.

## Wstęp

Private Equity (PE) i Venture Capital (VC) to pojęcia, które coraz częściej pojawiają się nie tylko na łamach prasy specjalistycznej, ale również codziennej. Zróżnicowane opinie na temat wpływu tego typu funduszy na rozwój przedsiębiorstw skłaniają do podjęcia próby analizy korzyści i kosztów wynikających z korzystania przez firmy z kapitału pochodzącego od funduszy PE i VC.

W powszechnej opinii fundusze typu PE oraz VC pełnią nie tylko rolę dawców kapitału, ale również zmieniają standardy zarządzania przejmowanymi firmami. Maksymalny wzrost wartości przedsiębiorstwa wiąże się z koniecznością inwestowania zarówno w nowoczesne technologie, pomysły biznesowe, jak również udoskonalania procesów zarządczych wewnątrz firmy. Pozyskanie samego kapitału nie gwarantuje sukcesu w procesie maksymalnego wzrostu wartości dla właścicieli firmy. W świadomości środowisk związanych z funduszami funkcjonuje przekonanie, że firmy VC oraz PE wnosząc poza kapitałem swoje doświadczenie, wiedzę, znajomość nowoczesnych narzędzi zarządzania wpływają zasadniczo także na sposób działania przedsiębiorstw, w które inwestują. Tym samym ułatwiają zdobycie trwałej przewagi konkurencyjnej, tak bardzo istotnej dla procesu kreacji wartości dla właścicieli. Z drugiej jednak strony obserwacje niektórych przypadków firm współpracujących z funduszami wskazują na spadek ich efektywności ekonomicznej. Pojawia się zatem pytanie: czy w praktyce transfer wszystkiego co oferują tego typu fundusze przekłada się na większą niż przeciętna zdolność firm korzystających z kapitałów i doświadczenia PE oraz VC do kreacji wartości dla właścicieli? Czy w związku z tym po wyjściu funduszu z inwestycji korzystające z ich kapitału firmy zachowują zdolność do generowania ponadprzeciętnych wyników na rzecz pozostałych właścicieli? Celem niniejszego artykułu jest znalezienie odpowiedzi na powyższe pytania. Weryfikacja utartych poglądów na temat roli funduszy w procesie tworzenia w sposób trwały wartości przez firmy, w które angażują swoje środki, wydaje się zadaniem istotnym z punktu widzenia właścicieli oraz menedżerów decydujących o strategiach rozwoju firm.

Przeprowadzone prace badawcze obejmują analizę literatury branżowej, a także badanie empiryczne wyników finansowych firm, które w przeszłości współpracowały z funduszami PE lub VC. W celu zobrazowania mechanizmów mogących wpływać na powstawanie długoterminowej zdolności przedsiębiorstw będących przedmiotem inwestycji tego typu funduszy do generowania wartości, w pracy przedstawiono szersze tło funkcjonowania PE i VC.

## **1. Mechanizmy funkcjonowania podmiotów typu VC oraz PE a wzrost efektywności ekonomicznej firm**

Przytaczając za Polskim Stowarzyszeniem Inwestorów Kapitałowych, które jest największym źródłem wiedzy na temat PE i VC w Polsce, Private Equity „to wszelkie inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym, w celu osiągnięcia średnio- długoterminowych zysków z przyrostu wartości kapitału”<sup>1</sup>. Natomiast Venture Capital jest typem Private Equity, który inwestuje w spółki małe, średnie lub nawet w samą ideę. Transakcje na rynku niepublicznym odbywają się poprzez fundusze Private Equity lub Venture Capital, które inwestują pieniądze pozyskane od grupy kapitałodawców instytucjonalnych, rządów bądź też osób fizycznych dysponujących dużym zasobem wolnego kapitału. Nie należy ich mylić z Aniołami Biznesu (Business Angels) – dawcami kapitału wysokiego ryzyka, którzy wyszukują okazji i inwestują własne środki. Fundusze Private Equity można także odróżnić od funduszy Venture Capital po skali dokonywanych inwestycji.

Pierwsze z nich specjalizują się w przejmowaniu często dużych już istniejących spółek niepublicznych, które są bliskie przekroczenia progu rentowności lub potrzebują kapitału na restrukturyzację, a nie jest nimi zainteresowany żaden inwestor branżowy. Niekiedy wspierają spółkę finansowo w rozwoju technologii, produktów lub w wykupach menedżerskich (Manager Buy-Out - MBO), czyli przejściu firmy przez zarządzającą nim kadrę kierowniczą zachęconą dotychczasowymi sukcesami przedsiębiorstwa i wizją odniesienia kolejnych w przyszłości. Zdarzają się także sytuacje, w których fundusz Private Equity inwestuje w spółki publiczne. Przykładem przedsiębiorstwa, którego akcje fundusz PE skupił na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie jest Zelmer S.A. producent małego sprzętu AGD z Rzeszowa. Z kolei Gamet Sp. z o.o. został przejęty w wyniku wykupu menedżerskiego kierowanego przez ten sam fundusz.

Fundusze Venture Capital skupiają się z kolei na małych i średnich spółkach będących na wczesnym etapie rozwoju. Dostarczają środki na inkubacje pomysłów, czyli tzw. zasiew (seed)<sup>2</sup>. Doskonałym przykładem tego typu inwestycji w Polsce jest obecnie notowana już na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie spółka Travelplanet.PL. Jej założyciele Tomasz Moroz, Piotr Multan oraz Łukasz Bartoszewicz jeszcze kilka lat temu nie mieli nic poza ideą. Dzięki pomocy funduszu MCI Management już w fazie zasiewu, dziś są współwłaścicielami wartej ponad 70 mln PLN spółki zajmującej się sprzedażą usług turystycznych. Na po-

<sup>1</sup> Zob. *Co to jest PE/VC?* Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych: [www.psyk.org.pl](http://www.psyk.org.pl)

<sup>2</sup> Zob. K. Kowalczyk *Wystarczy wizja, a inwestorzy się znajdują*, „Gazeta Prawna” z dnia 17.10.2006.

moc ze strony funduszy Venture Capital mogą liczyć także przedsiębiorstwa potrzebujące kapitału na uruchomienie produkcji (start-up), ekspansję (development/ekspansion), wykupy (buy-out) oraz zamianę udziałowców (replacement). To właśnie dzięki strategii inwestowania Enterprise Investors, funduszu o największym kapitale w Europie Środkowo-Wschodniej, w start-up powstała w lipcu 1997 roku spółka Polish Energy Partners będąca niezależnym wytwórcą energii. Firma zajmuje się również budową odnawialnych źródeł energii elektrycznej i sprzedają jej dla przemysłu na podstawie długoterminowych kontraktów. Walory tej spółki są przedmiotem obrotu na GPW, a jej wartość rynkowa wynosi prawie 650 mln zł. Za przykład finansowania ekspansji przedsiębiorstwa można przedstawić Eldorado S.A. obecnie jedną z największych polskich grup handlowych, sprzedająca artykuły FMCG w supermarketach „Groszek” i „Stokrotka”. Jeszcze w latach 90 była tylko lokalną hurtownią spożywczą, która dzięki pomocy finansowej również Enterprise Investors mogła rozszerzyć swoją działalność zarówno asortymentowo jak i geograficznie. Z kolei wiodący polski producent chemii budowlanej Bolix w 2003 roku został całkowicie sprzedany (buy-out, replacement) przez jej założyciela Romualda Hałabudę funduszowi inwestycyjnemu Advent International.

Obiegowa opinia głosi, iż fundusze PE/VC szukają okazji do inwestycji z zakresu wysoko zaawansowanych technologii. Jednak z podanych przykładów widać wyraźnie, że ich zainteresowanie nie ogranicza się tylko do jednego sektora gospodarki. W Polsce dużą uwagę cieszą się przedsiębiorstwa z tzw. tradycyjnych branż, czyli spożywczej, poligraficznej, handlowej, tworzyw sztucznych<sup>3</sup>. Zarządzający funduszami wskazują jednak, że bardziej od sektora liczą się unikalne cechy wyróżniające spółkę na tle konkurencji. Witold Radwański kierujący funduszem Krokus PE twierdzi, że branża nie ma znaczenia, ważni są ludzie prowadzący firmę i ich motywacje<sup>4</sup>. Wydaje się, że nie są to tylko puste słowa. Można się o tym przekonać analizując skład portfela funduszu, w którym znajdują się takie spółki jak Helios (kina w Łodzi), Praterm (ciepłownictwo), Izoterm (budownictwo) i EGB Investment (zarządzanie wierzytelnościami). Menedżer Krokus PE utrzymuje również, że poza jego zainteresowaniami są spółki nieprzejrzyste, działające na styku z szarą strefą, jak branża medyczna, gastronomiczna oraz firmy, których działalność koncesjonowana jest przez rząd. Istnieją jednak również fundusze specjalizujące się w konkretnej branży jak np. Intel Capital inwestujący w branżę informatyczną. Piotr Noceń, dyrektor inwestycyjny w 3TS Capital Partners twierdzi – „z punktu widzenia funduszu Venture Capital warto wspomagać

---

<sup>3</sup> *Ibidem*.

<sup>4</sup> Zob. K. Orłowski *Fundusze Private Equity: inwestor nie dla każdego*, „Nowy Przemysł”, nr 11, 2006.

te spółki, do funkcjonowania których wymagana jest zaawansowana wiedza. Słowa te potwierdza także cytowany już Marcin Hejka – „Chiny i Indie bazują na taniej sile roboczej, ale dla nas, między innymi ze względu na koszty pracy zbliżające się do poziomu krajów rozwiniętych, to nie jest dobra strategia. Lepiej postawmy na wielki potencjał intelektualny tej części Europy”. Tomasz Czechowicz prezes MCI Management podaje jeszcze jedną zaletę firm informatycznych – „przy niewielkich kosztach stałych można na nich zarabiać miliony”.

Warto również zastanowić się jak długi jest okres inwestycji funduszu. Zgodnie z powszechnym przekonaniem chodzi tu o średnią lub długą perspektywę. Według różnych źródeł fundusze PE/VC gotowe są zaangażować kapitał od 2 do 7 lat, a w niektórych sytuacjach ten okres może się wydłużyć<sup>5</sup>. Fundusze wysokiego ryzyka mają także limity zaangażowania kapitałowego. Najmniejsza oferowana pomoc finansowa typu Venture Capital kształtuje się w przedziale od 3 do 5 mln USD. Jest to jednocześnie najpopularniejszy rozmiar inwestycji. Istnienie dolnej granicy uniemożliwia finansowanie projektów wymagających mniejszych środków, co w praktyce oznacza małą ilość inwestycji funduszy w start-up’u. Zaangażowanie od 5 do 15 mln USD to średni poziom zaangażowania. Natomiast powyżej 15 mln USD stanowią największe inwestycje, bardzo rzadko spotykane na polskim rynku<sup>6</sup>.

Mimo dostępności kapitału fundusze napotykają na poważne problemy w procesie poszukiwania dobrych inwestycji. Według Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych ponad połowa zgłaszanych do funduszy aplikacji odpada już po wstępnej analizie, „następne 25 po kilku godzinach krytycznego badania, kolejnych 10 firm nie sprostało pogłębionej analizie”<sup>7</sup>. W wyniku tego na „placu boju” pozostaje tylko kilkanaście spółek, z których zaledwie kilka przejdzie zmundny proces kilkumiesięcznych negocjacji.

Jak już wspomniano, niektóre fundusze specjalizują się w określonych branżach. Dlatego też podmiot poszukujący finansowania powinien na etapie selekcji funduszu sprawdzić, na ile charakter jego działalności jest zgodny z profilem potencjalnego kapitałodawcy<sup>8</sup>. Droga do sukcesu nie jest zamknięta także dla

<sup>5</sup> Źródła podają różne okresy inwestycji, dlatego też w niniejszej pracy został podany najdłuższy horyzont czasu, zob. K. Kowalczyk *Wystarczy... op. cit.*, podaje okres inwestycji od 3 do 5 lat, K. Orłowski *Fundusze... op. cit.*, podaje okres od 2 do 7 lat, R. Koperczak *Nie wahaj się podzielić władzą* Secus podaje okres od 5–7 lat; *Jaki jest horyzont czasowy inwestycji Venture Capital?* Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych podaje okres od 3 do 7 lat.

<sup>6</sup> Zob. L. Waligóra *Fundusze ryzyka, sporego ryzyka* akapit „Polskie początki” „CFO-Magazyn Finansistów” z dnia 24.05.2007.

<sup>7</sup> *Jak zdobyć PE/VC*, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, [www.psik.org.pl](http://www.psik.org.pl)

<sup>8</sup> Zob. *Dla kogo przeznaczony jest Venture Capital?* Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych; L. Waligóra *Fundusze... op. cit.*

firm, które nie mają doświadczenia w tworzeniu profesjonalnych biznesplanów. Fundusze dysponują specjalistami, którzy chętnie wspomogą przy tworzeniu tego dokumentu. Niektórzy kapitałodawcy wymagają bardziej wnikliwych analiz, a inni zadowolają się najprostszymi dokumentami. Ważnym sygnałem dla funduszu jest gotowość zaangażowania własnych środków przez dotychczasowych właścicieli spółki, ponieważ jest to dowodem wiary w przyszły sukces i potencjał firmy. Proces szczegółowych badań przedsiębiorstwa oraz jego otoczenia rynkowego zwany jest due diligence. Po dokonaniu analizy dokumentów przedstawiciele funduszu PE/VC spotykają się przy stole negocjacyjnym, gdzie dyskutowane są warunki transakcji. Mimo, iż od uzyskanych środków nie trzeba płacić odsetek, to kapitałodawcy nie udostępniają środków za darmo. W zamian za kapitał uzyskują oni odpowiednią ilość udziałów. W tym momencie następują przeważnie największe tarcia. Często wiele osób nie może się pogodzić z wizją utraty całkowitej kontroli nad stworzoną przez siebie firmą lub sprzedawany pakiet udziałów wyceniają na wyższą kwotę. Ponadto dyskutowane są także takie kwestie jak prawa i obowiązki przyszłych udziałowców, obsada stanowisk kierowniczych w firmie, sposób nadzoru oraz zasady ewentualnego systemu opcji menedżerskich. W umowie zawarta jest również klauzula mówiąca o okresie inwestycji oraz sposobie wyjścia z niej. Może to być zarówno sprzedaż inwestorowi branżowemu, innej instytucji finansowej, funduszowi emerytalnemu czy inwestycyjnemu, sprzedaż walorów podczas debiutu giełdowego lub pozostałym udziałowcom, a także wykup menedżerski. Dlatego też „związek spółki z funduszem nazywany jest małżeństwem z wpisaną klauzulą rozwodową”<sup>9</sup>.

Warto również wspomnieć, że fundusze PE/VC pomagają zakupionej spółce nie tylko finansowo. Kapitałodawcy często posiadają szerokie kontakty międzynarodowe, które mogą wykorzystać, aby umożliwić firmie dostęp, a także ekspansję na rynkach zagranicznych. Doświadczenie i wiedza pracowników funduszy jest wartością dodaną wnoszoną do firmy. Rzesza najlepszych specjalistów gotowa jest pomóc przedsiębiorstwu w jego restrukturyzacji, ustaleniu strategii rynkowej. Konkludując nowy właściciel/udziałowiec wnosząc do przedsiębiorstwa know-how może pomóc chaotycznie zarządzanej spółce przekształcić się w firmę o przejrzystej strukturze cechującą się wysokim poziomem ładu korporacyjnego z jasno sprecyzowaną strategią działania. Mając takich ludzi fuzje i przejęcia stają się rzeczą znacznie prostszą. Tezę tą potwierdzają badania Roberta I. Aiello oraz Michaela D. Watkina, którzy twierdzą, że w latach 1984-1994 80% przejęć dokonywanych przez inwestorów funduszowych zakończyło się sukce-

<sup>9</sup> Zob. A. T. Borowiec *Fundusze w firmie*, „Puls Biznesu”, z dnia 18.12.2006.

sem<sup>10</sup>. Można zatem stwierdzić, że udane przejęcia są niemal wyłącznie domeną funduszy wysokiego ryzyka. Jeffrey C. Hooke, autor książki „Fuzje i przejęcia”, wyraża się bardziej sceptycznie. Twierdzi, iż 7 z 10 nowych przedsięwzięć PE/VC upada, 2 z 3 pozostałych prosperują na granicy opłacalności. Natomiast ta jedna spółka okazuje się sukcesem, generując kilkudziesięcio lub nawet kilkusetprocentowy zysk. Mimo tych bardziej pesymistycznych statystyk, to Jeffrey C. Hooke również twierdzi, że przejęcia funduszy PE/VC są bardziej efektywne od innych tego typu operacji<sup>11</sup>. Obecność funduszy jako udziałowca w spółce zwiększa także jej wiarygodność, co znacznie ułatwia kontakty zarówno z bankami jak i kontrahentami. Może to zaowocować niższymi marżami i odsetkami od kredytów.

Z racji tej, że proces dezinwestycji jest nieunikniony, fundusz może mieć zamiar sprzedaży spółki na giełdzie. Dlatego też, mariaż z tego typu kapitałodawcą może wiązać się z szybkim wejściem firmy na parkiet. W tym wypadku ponownie wielką rolę odgrywa doświadczenie specjalistów pracujących dla funduszu, którzy pomogą w przeprowadzeniu emisji. Kolejną przewagą tego typu finansowania nad kredytem bankowym jest brak potrzeby ustanawiania zabezpieczeń oraz spłaty rat. Fundusz gotowy jest również zainwestować extra środki, gdy spółka jest zagrożona niewypłacalnością lub jeśli widzi, że przełoży się to na wzrost wartości przedsiębiorstwa. Tomasz Czechowicz próbuje obalać mity na temat rynku PE/VC – Nasz biznes nie jest prostą transakcją typu „tanio kupić, drogo sprzedać”. Ponadto CEO funduszu MCI Management przedstawia zalety inwestycji PE względem giełdy – My wyceniamy przyszłość, giełda wycenia wyniki. Jeśli spółka nie spełnia bieżących oczekiwań inwestorów, to jej kurs spada, zaś fundusz Venture Capital może poczekać na efekty nieco dłużej. Zresztą jestem sceptyczny w kwestii wchodzenia na giełdę przez małe spółki. Rozwijają się lepiej, gdy najpierw mogą dojrzeć z pomocą Venture Capital<sup>12</sup>. Wtórkuje mu Tomasz Moroz, prezes Travelplanet.PL – Kapitał zewnętrzny jest bardzo dobrym rozwiązaniem. W tej chwili są zupełnie inne warunki niż w momencie, kiedy startowaliśmy. Łatwiej jest pozyskać kapitał. Nawet bardzo słabe projekty zyskują finansowanie przez giełdę. Giełda nie jest dobrym pomysłem dla bardzo małych firm<sup>13</sup>.

Mając na uwadze statystyki mówiące o ilości udanych inwestycji, a także koszty doradców i specjalistów, którzy pomagają spółce „wyjść na prostą”, nasu-

<sup>10</sup> Zob. R.J. Aiello, M.D. Watkins *Harvard Business Review*. *Fuzje i przejęcia* rozdział *Od informacji do transakcji – pięć etapów udanego przejęcia*, wydanie I, Gliwice 2006; L. Waligóra *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, „CFO–Magazyn finansistów”, z dnia 30.03.2007.

<sup>11</sup> Zob. J.C. Hooke *Fuzje i przejęcia*, Liber, Warszawa 2002.

<sup>12</sup> Zob. K. Garski *Kosiarze pomysłów*, „Manager Magazin” z dnia 1.02.2007.

<sup>13</sup> Zob. K. Orłowski *Fundusze... op. cit.*

wa się pytanie jak się to może funduszowi opłacać? Wydaje się, że przedstawienie przykładu inwestycji MCI Management w firmę One-2-One wyjaśnia wszystko. Fundusz zainwestował w spółkę organizującą serwisy i konkursy SMS dla mediów czyli głównie telewizji i rozgłośni radiowych osiągając po 5 latach stopę zwrotu 5873% sprzedając swoje udziały podczas debiutu na GPW<sup>14</sup>. Jest to tym bardziej niesamowite i godne podziwu, gdyż według statystyk tylko 10% projektów PE/VC może poszczycić się 10-krotnym mnożnikiem zysku<sup>15</sup>.

Z punktu widzenia dotychczasowego właściciela mariaż z funduszem wiąże się przeważnie z koniecznością odsprzedaży większościowego pakietu udziałów, a co za tym idzie utraty całkowitej kontroli nad firmą. Wprowadzenie jakichkolwiek nowych pomysłów, strategii będzie możliwe tylko za zgodą nowego udziałowca. Współpraca z funduszem często komplikuje również prace zarządu. Fundusz zgodzi się tylko na takie inwestycje, które mają szansę przerodzić się w wzrost wartości spółki w czasie, w którym będzie on jej właścicielem. Dlatego też przeciwnicy koncepcji PE, twierdzą, że fundusze wysokiego ryzyka blokują podjęcie inwestycji długoterminowych. Ponadto nowy właściciel często wprowadza do zarządu i/lub rady nadzorczej firmy swoich specjalistów, którzy potrafią zasadniczo zmienić pracę tych organów. Kolejną wadą współpracy z funduszem Private Equity jest fakt, że kapitałodawca ma konkretne plany, co do spółki, dlatego od zarządu wymaga się osiągnięcia odpowiednich wyników ekonomicznych i finansowych w określonym czasie. W przypadku nie zrealizowania tych zamierzeń zarząd może zostać zdymisjonowany. Tego typu sytuacja stała się ostatnio typowa dla rynku niemieckiego, gdzie inwestorzy funduszowi stali się prawdziwą „zmorą” prezesów zarządów tamtejszych koncernów. Paul Maloney, działacz GMB, czyli centrali związkowej z Wielkiej Brytanii zarzuca funduszom, że „odzierają te firmy z aktywów i potem sprzedają w stanie „przeżyciowym, z niewielkimi możliwościami na prowadzenie działalności i dawanie pracy. (...) GMB często wspiera biznes poprzez doradztwo, partnerstwo, popieramy inwestorów, którzy przysparzają firmom dochodów, podnoszą ich wydajność. Nasze doświadczenie z Private Equity dowodzi jednak, że fundusze te niszczą brytyjskie firmy bez poszanowania interesu pracowników i gospodarki”<sup>16</sup>. Przeciwnicy porównują również spółki, których właścicielem jest fundusz do konia wyścigowego, który jest „karmiony oszczędnie, ostro trenowany, ma wygrać najbliższy wyścig, nieważne, że potem padnie”<sup>17</sup>. Profesor finansów ESSEC Business School Jose Miquel Gaspar uważa, że „przejrzystość firm Private Equity wymaga poprawy”, ponieważ pojawiają

<sup>14</sup> Zob. K. Garski *Miliardy za telefon*, „Manager Magazin” z dnia 1.02.2007.

<sup>15</sup> *Ibidem*.

<sup>16</sup> Zob. *Private Equity: Changing Europe For The Better?*, European Business Forum.

<sup>17</sup> Zob. K. Orłowski *Fundusze... op. cit.*



się często nieuzasadnione oskarżenia takie jak francuskiej gazety Liberation, która oskarżyła Private Equity o „sianie zniszczenia” w społeczeństwie, a prezydent Chirac sugerował, aby fundusze PE dzieliły się zyskiem z pracownikami firm<sup>18</sup>. Najlepiej współpracy z funduszem nie wspominają również właściciele firmy kurierskiej Stolica, którzy pozwali fundusz Enterprise Investor o działanie na szkodę przejętej spółki. Konflikt spowodował, że firma straciła pozycję lidera w swojej branży i po długim okresie sporów jedynym ratunkiem dla niej było przejęcie jej przez międzynarodową spółkę Masterlink. Fundusze straciły także na inwestycjach w tak dobrze znaną markę na polskim rynku jak Alpinus czy lokalną firmę kurierską Prolog z Wrześni, a także spółkę Biprogeo, która miała oferować produkty związane z dotąd niewprowadzonym podatkiem katastralnym. Enterprise Investors nie udało się również stworzyć sieci sklepów wyposażenia wnętrz Dekorator. Innova Capital stracił kapitał inwestując w sieć stacji obsługi samochodów Carman, a Krokus PE traci obecnie na udziałach w spółce Logotec. Dyrektor Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych Barbara Nowakowska niepowodzenia inwestycji Private Equity tłumaczy następująco – o niepowodzeniu decyduje to samo, co w każdym innym wypadku w biznesie – od siły wyższej po błędy ludzkie<sup>19</sup>. Odpowiedzi na pytanie, co poszło nie tak, trzeba szukać na poziomie poszczególnych spółek. Natomiast Monika Nachyła z Innova Capital przyczyn chybionych inwestycji doszukuje się w niemożności przeniesienia na rynek polski koncepcji, która sprawdzała się w USA, „poza tym bardzo trudno jest się odnaleźć funduszowi Private Equity w branżach, gdzie produkt jest skierowany do konsumenta oraz tam, gdzie są regulowane ceny i regulator ma prawo decydować o wysokości marży”<sup>20</sup>.

## 2. Rynek VC i PE w Polsce

Historia funduszy Private Equity w Polsce ma już prawie 20 lat. Pierwsze z nich, za pomocą niewielkich kapitałów, miały wspierać w tworzeniu małych firm. W 1990 r. w Polsce pojawił się Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości dysponujący kapitałem rządu 240 milionów USD. Zaraz po nim w regionie wschodnioeuropejskim zaczęły inwestować: Duński Fundusz dla Europy Centralnej i Wschodniej, Towarzystwo Inicjatyw Społeczno-Ekonomicznych i Caresbac-Polska. Następnym etapem rozwoju było powstanie regionalnych funduszy w Białymstoku, Lublinie, Łodzi oraz Katowicach. Dynamicznie również wzrastała

---

<sup>18</sup> Zob. *Private... op. cit*

<sup>19</sup> Zob. K. Orłowski *Fundusze... op. cit.*

<sup>20</sup> Zob. *Ibidem.*

liczba powstających funduszy komercyjnych, a także wartość kapitałów przez nie zarządzanych. Do pierwszych z nich należały Polski Prywatny Fundusz Kapitałowy I i II dysponujące kapitałem ok. 150 mln USD, „Poland Partners (65 mln USD), Pionier Poland Fund (40 mln USD), czy Poland Investment Fund, Renaissance Capital, White Eagle Industries oraz Poland Growth Fund”. W okresie od 1992 do 2007 roku ich liczebność wzrosła do 31, a wartość zarządzanego kapitału przekracza obecnie 8 mld USD<sup>21</sup>. Jednak w porównaniu do krajów Europy Zachodniej rynek Private Equity w Polsce cechuje wciąż niski poziom rozwoju. Roczne inwestycje funduszy wysokiego ryzyka w Polsce sięgają 1 mld USD, co stanowi tylko 0,05% PKB. Dla porównania przeciętna w Europie wynosi 0,4% PKB<sup>22</sup>. Liderami w tym rankingu jest Dania, gdzie tego typu inwestycje stanowią 1,22% PKB oraz Hiszpania – 0,47%. Również na tle państw przyjętych do Unii Europejskiej w 2004 roku Polska ustępuje Węgrom (0,16%)<sup>23</sup>.

Z badań przeprowadzonych przez firmę audytorską Deloitte opublikowanych w raporcie Central European Private Equity Confidence Survey jasno wynika, że menedżerowie optymistycznie patrzą na prognozy wzrostu na rynku Private Equity w Europie Środkowo-Wschodniej. W porównaniu do 2005 roku aż, o 13% czyli do 56%, wzrosła ilość profesjonalistów z branży spodziewających się poprawy klimatu dla nowych inwestycji PE/VC w naszym regionie<sup>24</sup>. Tomasz Czechowicz prognozuje – Rozwój rynku jest pewny. Zastanawiamy się tylko, czy będzie on rósł szybko, czy bardzo szybko. Natomiast Marcin Hejka twierdzi – Między Bałtykiem, a Bułgarią powstał najszybciej rozwijający się obszar na świecie<sup>25</sup>. Ponadto w naszym regionie sytuacja jest dość nietypowa, gdyż można inwestować według standardów zbliżonych do zachodnich jednocześnie osiągając stopy zwrotu charakterystyczne dla rynków rozwijających się.

### 3. Wpływ funduszy PE i VC na rozwój ekonomiczny państw

Badania wydają się dowodzić, że gospodarki korzystają z wysokiego poziomu rozwoju rynku Private Equity. Według badań przeprowadzonych na zlecenie European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) w latach 2000-2004, dzięki funduszom wysokiego ryzyka powstało 630 tys. nowych miejsc pracy na terenie Europy. Warte odnotowania jest również dynamika wzrostu zatrudnienia w spółkach z udziałem funduszy Venture Capital, gdzie wynosiła ona 5,4% rocz-

<sup>21</sup> Zob. L. Waligóra *Fundusze... op. cit.*

<sup>22</sup> Zob. K. Kowalczyk *Wystarczy... op. cit.*

<sup>23</sup> Zob. K. Garski *Kosiarze... op. cit.*

<sup>24</sup> Zob. *Central European Private Equity Confidence Survey*, Deloitte, czerwiec 2006.

<sup>25</sup> Zob. K. Garski (1.02.2007), *op. cit.*

nie, w stosunku do średniej dla krajów Unii Europejskiej wynoszącej w tych latach zaledwie 0,7%<sup>26</sup>. Zwiększająca się liczba nowych przedsiębiorstw przekłada się również na wzrost dochodów Skarbu Państwa z podatków. Pierwsza pomoc w rozwoju funduszy VC i PE zaferowała administracja amerykańska, która zauważyła, że w sumie bardziej wydajne pod względem innowacji są małe firmy niż wielkie ośrodki badawcze i potrzebują na to dużo mniej środków. Dlatego duże państwowe ośrodki zostały zobowiązane do przekazywania 2% swojego budżetu na wsparcie programu rozwoju start-upów. Ponadto, jeśli małe przedsiębiorstwo osiągnie sukces, jest zwolnione ze spłaty zobowiązania. Na Starym Kontynencie również można znaleźć przykłady wsparcia dla funduszy wysokiego ryzyka. W Rumunii programiści, bo to najczęściej w ich spółki inwestują fundusze VC, zwolnieni są z obowiązku płacenia podatku dochodowego. W wyniku tego ponad 3 tysiące rumuńskich spółek informatycznych eksportuje dziś swoje rozwiązania.<sup>27</sup> W Polsce natomiast ustawa z dnia 4 marca 2005 powołała do życia Krajowy Fundusz Kapitałowy dysponujący środkami rządu 180 mln EUR, który ma za zadanie wspierać kapitałowo fundusze Venture Capital inwestujące w małe i średnie firmy.

#### **4. Wpływ funduszy PE i VC na zdolność firm do kreowania wartości dla właścicieli – badanie empiryczne**

Biorąc pod uwagę, że priorytetem dla funduszy jest maksymalizacja wartości firmy, podjęto próbę zbadania, czy spółki będące w przeszłości własnością lub współwłasnością funduszy typu PE lub VC osiągają lepsze wyniki niż spółki, które nie korzystały z tego rodzaju finansowania. Wydaje się, że wyniki badania powinny być oczywiste biorąc pod uwagę, że dawcy kapitału wysokiego ryzyka zachęcają do współpracy kusząc specjalistycznym doradztwem oraz know-how z dziedziny zarządzania i finansów. Od współpracy z funduszem oczekuje się również stworzenia trwałych fundamentów do zbudowania długotrwałej przewagi konkurencyjnej, co z kolei powinno zostać odzwierciedlone w dodatkowych przepływach pieniężnych dla właścicieli. Konsekwencją takiego sposobu myślenia jest oczekiwanie, że firmy korzystające z kapitałów pochodzących od PE oraz VC powinny osiągać lepsze wyniki finansowe i wyższe wyceny niż przedsiębiorstwa z tej samej branży, które nie współpracowały z tego typu funduszami na żadnym etapie rozwoju.

Na warszawskim parkiecie notowanych jest wiele spółek, które korzystały z kapitałów funduszy PE/VC. Do badania wybrano te spośród nich, które zostały sprzedane przez fundusz wysokiego ryzyka do końca trzeciego kwartału 2006

<sup>26</sup> Zob. *Annual Survey 2005* European Private Equity & Venture Capital Association.

<sup>27</sup> Zob. K. Garski (1.02.2007).

roku. Ten warunek czasowy był konieczny, gdyż do badania został przeanalizowany półtoraroczny okres po sprzedaży spółki przez fundusz PE/VC na giełdzie. Wyniki finansowe, a także wyceny tych spółek zostały porównane z wynikami i wycenami osiąganymi w identycznym okresie przez przedsiębiorstwa z tych samych branż, ale niekorzystających z finansowania funduszy.

Tabela 1 przedstawia spółki, sektory, w których operują oraz fundusz sprzedający firmę i datę dokonanej transakcji.

Dotychczas na GPW pojawiły się 33 spółki, które korzystały z finansowania typu Private Equity. Z badania zostały wykluczone Zelmer S.A., Eurofilms S.A., Bankier PL S.A., Travel Planet S.A., Pronox S.A., Nowa Gała S.A., One2One S.A., ponieważ są to firmy, w których wciąż znaczącym udziałowcem są fundusze wysokiego ryzyka. Natomiast w przypadku Zetkama S.A., Mercor S.A., a także LSI Software S.A. nie został spełniony warunek sześciu pełnych obserwacji (obserwacje kwartalne). Spółki te zadebiutowały na parkiecie dopiero w pierwszym kwartale 2007 roku. Trzecią grupę firm, które nie zakwalifikowały się do naszego badania są przedsiębiorstwa, które z nieznanых przyczyn nie są chętne do publikowania na swoich stronach internetowych faktu współpracy w przeszłości z funduszem, daty jego zakończenia lub po prostu nie udostępniają swoich sprawozdań finansowych z okresu, który byłby potrzebny do analizy (Mieszko S.A., Budimex S.A.). Do tych spółek należy opisywana w wielu artykułach sztandarowa inwestycja PE w Budimex S.A. Natomiast w przypadku Instal Kraków udział Trinity Management wynosił zaledwie 9%, dlatego też ciężko w tym wypadku mówić o realnym wpływie na zarządzanie i strategię spółki. Sytuacja była również o tyle nietypowa, że fundusz nie inwestował własnych środków, lecz zarządzał Narodowym Funduszem Inwestycyjnym Jupiter, który był w posiadaniu mniejszościowego pakietu akcji wspomnianej już spółki budowlanej. Często również w artykułach opisujących sukcesy inwestycyjne funduszy PE/VC za przykład podaje się Polfę Kuno oraz Lukas Bank. Spółki te nie weszły w skład próby badawczej, gdyż zostały przejęte przez inwestorów branżowych i wycofane z GPW, czyli przestały spełniać podstawowy wymóg niniejszego badania (notowanie akcji na giełdzie w Warszawie), a co za tym idzie brak dla nich rzetelnych informacji o cenie walorów i wynikach ekonomiczno-finansowych. W obu przypadkach sprzedającym był Enterprise Investors. Lukas Bank został przejęty przez Credit Agricole, natomiast Polfa Kutno przez Tewę. Po przeprowadzeniu powyższej selekcji z 33 pozostało 17 spółek.

**Tabela 1.** Spółki będące w przeszłości własnością funduszu PE/VC debiutujące na GPW do końca III kwartału 2006

Lp.	Nazwa spółki	Sektor	Data sprzedaży przez fundusz PE	Fundusz wprowadzający na GPW
1	NETIA	Telekomunikacja	26.04.2005	Enterprise Investors
2	STOMIL SANOK	Chemiczny	4.11.2003	Enterprise Investors
3	KĘTY S.A.	Metalowy	7.11.2002	Enterprise Investors
4	TETA	Informatyka	29.11.2005	Enterprise Investors
5	COMPUTERLAND (SYGNITY)	Informatyka	17.01.2005	Enterprise Investors
6	COMP RZESZÓW	Informatyka	14.01.2005	Enterprise Investors
7	W. KRUK	Handel detaliczny	6.03.2006	Enterprise Investors
8	ELDORADO (EMPERIA HOLDING)	Handel detaliczny	3.01.2005	Enterprise Investors
9	OPOCZNO	Przemysł materiałów budowlanych	24.06.2005	Enterprise Investors
10	PEP	Usługi-inne	13.05.2005	Enterprise Investors
11	SFINKS	Usługi-inne	8.06.2006	Enterprise Investors
12	PRATERM (PTM)	Usługi-inne	6.12.2004	AIB WBK F.M.
13	AB	Handel hurtowy	21.09.2006	Enterprise Investors
14	JAGO	Handel hurtowy	8.11.2005	PIONEER POLAND FUND
15	MUZA	Media	styczeń 2006	Trinity Management
16	LPP	Handel detaliczny	12.09.2005	Enterprise Investors
17	PROCHEM	Budownictwo	luty 2002	Environmental Investments partners
18	INSTAL KRAKÓW	Budownictwo	brak danych, kiedy fundusz sprzedał spółkę (w przeszłości własność NFI Jupiter (ok.9% udział) zarządzanego przez Trinity Management	Trinity Management
19	POLFA KUTNO	Przemysł chemiczny	26.09.2003 (wycofana z GPW)	Enterprise Investors
20	LUKAS	Banki	6.02.2001 (wycofana z GPW)	Enterprise Investors
21	ENERGOPOL POŁUDNIE	Budownictwo	Własność NFI Jupiter zarządzanego przez Trinity Management	Trinity Management

Lp.	Nazwa spółki	Sektor	Data sprzedaży przez fundusz PE	Fundusz wprowadzający na GPW
22	ZETKAMA	Przemysł metalowy	Nie można zanalizować, ponieważ została sprzedana 31.03.2007	Riverside
23	MERCOR	Przemysł materiałów budowlanych	Nie można zanalizować, ponieważ została sprzedana 31.03.2007	Innova Capital
24	LSI SOFTWARE	Informatyka	Nie można zanalizować, ponieważ została sprzedana 31.03.2007	RFI Łódź
25	ZELMER	Przemysł elektromaszynowy	Wciąż należy do funduszu PE/VC	Enterprise Investors
26	ERGIS-EUROFILMS	Przemysł chemiczny	Wciąż należy do funduszu PE/VC	DBG
27	BANKIER.PL	Media	Wciąż należy do funduszu PE/VC	BMP AG i MCI MANAGMENT
28	TRAVEL PLANET	Media	Wciąż należy do funduszu PE/VC	MCI MANAGMENT
29	PRONOX	Informatyka	Wciąż należy do funduszu PE/VC	Secus Assent Managment
30	NOWA GALA	Przemysł materiałów budowlanych	Wciąż należy do funduszu PE/VC	Trinity Managment
31	ONEZONE	Informatyka	Wciąż należy do funduszu PE/VC	MCI MANAGMENT
32	BUDIMEX	Budownictwo	Brak danych jaki fundusz posiadał akcje i kiedy fundusz sprzedał spółkę	
33	MIESZKO	Przemysł spożywczy		

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu informacyjnego GPW [www.gpwinfotrefa.pl](http://www.gpwinfotrefa.pl) oraz stron internetowych funduszy PE/VC (Zob.bibliografia).

Na podstawie danych zawartych w powyższej tabeli można zauważyć także, że w większości inwestycji kapitałodawcą był Enterprise Investors, co znajduje uzasadnienie w długości funkcjonowania tego funduszu oraz wielkości posiadanego kapitału. Następnym krokiem badania było znalezienie dla badanych spółek przedsiębiorstw (benchmarki), z którymi można byłoby porównać uzyskane wyniki ekonomiczno-finansowe. Przyjęto, iż każdej z nich należy przyporządkować maksymalnie dwie firmy. Podstawowym kryterium doboru benchmarków była działalność w ramach tego samego sektora wedle podziału stosowanego przez GPW. Następnie brano pod uwagę, czy spółki te były notowane na parkiecie w badanym okresie czasu oraz czy oferują ten sam lub zbliżony produkt. Często już w tym momencie sytuacja stawała się klarowna. W okresie, gdy sprzedaż firmy miała miejsce, niekiedy już na początku XXI w., na GPW była wtedy na tyle mała

Tabela 2. Spółki będące w przeszłości własnością funduszu PE/VC zakwalifikowane do badania, benchmarki oraz kryteria ich wyboru

Lp.	Nazwa spółki	Sektor	Data sprzedaży przez fundusz PE	Fundusz wprowadzający na GPW	Benchmarki	Kryteria wyboru benchmarków					Suma plusów
						ten sam/ zblizony produkt	ten sam/ zblizony klient	zblizona wartosc rynkowa	ten sam sektor gospodarki	istnienie w okresie analzy	
1	PROCHEM	Budownictwo	1.02.2002	Environmental Investors partners	MOSTOSTAL EXPORT S.A.	+	+	+	+	+	5
					STORMM S.A.	+	+	-	+	+	4
2	STOMIL SANOK	Chemiczny	4.11.2003	Enterprise Investors	DĘBICA S.A.	-	+	-	+	+	3
					SUWARY S.A.	-	+	-	+	+	3
3	WKRUK	Handel detaliczny	6.03.2006	Enterprise Investors	NFIEMF S.A.	+	+	-	+	+	4
					REDAN S.A.	+	+	-	+	+	4
4	ELDORADO (EMPERIA HOLDING)	Handel detaliczny	3.01.2005	Enterprise Investors	ALMA S.A.	+	+	-	+	+	4
					EUROCASH S.A.	+	+	-	+	+	4
5	LPP	Handel detaliczny	12.09.2005	Enterprise Investors	ARTMAN S.A.	+	+	-	+	+	4
					REDAN S.A.	+	+	-	+	+	4
					ACTION S.A.	-	+	-	+	+	3
6	AB	Handel hurtowy	21.09.2006	Enterprise Investors	Brak spółki oferującej chociażby zblizone produkty bądź usługi, która byłaby notowana równie długo jak AB						
7	JAGO	Handel hurtowy	8.11.2005	Pioneer Poland Fund	ATLANTA S.A.	-	+	-	+	+	3
					Brak spółki oferującej chociażby zblizone produkty bądź usługi, która byłaby notowana równie długo jak JAGO						
8	MUZA	Media	1.01.2006	Trinity Management	WSIP S.A.	+	+	-	+	+	4
					PPWK S.A.	+	+	-	+	+	4
9	TETA	Informatyka	29.11.2005	Enterprise Investors	WASKO S.A.	+	+	-	+	+	4
					TECHMEX S.A.	+	+	-	+	+	4
10	COMPUTER-LAND (SYGNITY)	Informatyka	17.01.2005	Enterprise Investors	ATM S.A.	+	+	-	+	+	4
					ABG S.A.	+	+	-	+	+	4

Lp.	Nazwa spółki	Sektor	Data sprzedaży przez fundusz PE	Fundusz wprowadzający na GPW	Benchmarki	Kryteria wyboru benchmarków					Suma plusów
						ten sam/ zbliżony produkt	ten sam/ zbliżony klient	zblizona wartosc rynkowa	ten sam sektor gospodarki	istnienie w okresie analizy	
11	COMP RZESZÓW	Informatyka	14.01.2005	Enterprise Investors	CSS S.A.	+	+	-	+	+	4
					IGROUP S.A.	+	+	-	+	+	4
12	KĘTY S.A.	Metalowy	7.11.2002	Enterprise Investors	IMPEXMETAL S.A.	+	+	+	+	+	5
					STALEXPORIT S.A.	+	+	-	+	+	4
13	OPOCZNO	Przemysł materiałów budowlanych	24.06.2005	Enterprise Investors	POLCOLORIT S.A.	+	+	-	+	+	4
					CERSANIT S.A.	+	+	-	+	+	4
14	NETIA	Telekomunikacja	26.04.2005	Enterprise Investors	TP S.A.	+	+	-	+	+	4
					MEDIA TEL S.A.	+	+	-	+	+	4
15	PEP	Usługi-inne	13.05.2005	Enterprise Investors	KOGENERACJA S.A.	+	+	-	+	+	4
					BĘDZIN S.A.	+	+	-	+	+	4
16	SFINKS	Usługi-inne	8.06.2006	Enterprise Investors	ARMEST S.A.	+	+	-	+	+	4
					bank spółki gastronomicznej, która byłaby notowana równie długo jak SFINKS						
17	PRATERM (PTM)	Usługi-inne	6.12.2004	AIB WBK FM.	KOGENERACJA S.A.	+	+	-	+	+	4
					BĘDZIN S.A.	+	+	-	+	+	4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu informacyjnego GPW [www.gpwinfo.trefapl.org](http://www.gpwinfo.trefapl.org) oraz stron internetowych funduszy PE/VC (zob. bibliografia).



liczba spółek w ramach jednego sektora, oferujących ten sam produkt, iż równała się ona liczbie niezbędnych do przeprowadzenia badania benchmarków. W sytuacji, gdy powyższe kryteria nie dały jednoznacznej odpowiedzi, do konstrukcji próby badawczej poszukiwano firm posiadających zbliżoną bazę klientów, a następnie zbliżone wartości rynkowe ( $\pm 20\%$  wartości rynkowej spółki będącej przedmiotem wcześniejszej inwestycji funduszu PE lub VC). Tabela 2 pokazuje spółki wraz z benchmarkami oraz kryteria, które zadecydowały o ich wyborze.

Jak można zaobserwować z powyższej tabeli do grupy tzw. benchmarków wybierano spółki, które spełniły minimum 3 z 5 kryteriów. Jednak wśród nich dominowały firmy, które spełniały cztery kryteria. W przypadku Prochem S.A. oraz Kęty S.A. można mówić o bardzo dobrym dobraniu benchmarków, ponieważ Impexmetal S.A. i Mostostal Export S.A. spełniły wszystkie kryteria. O zakwalifikowaniu Dębica S.A., Suwary S.A., Action S.A., Atlanta S.A. jako firm, których wyniki posłużyły do porównania zadecydowały takie względy jak ten sam lub zbliżony klient, działanie w tym samym sektorze gospodarki oraz istnienie w okresie analizy, gdyż na GPW nie są notowane spółki oferujące ten sam, bądź podobny produkt, a także ich wartość rynkowa nie była zbliżona. Zarówno w przypadku spółek badanych jak i benchmarków analizowane były kwartalne sprawozdania finansowe z sześciu kolejnych okresów po sprzedaży firmy przez fundusz PE/VC. Z bilansu pobierano takie dane jak aktywa razem, aktywa bieżące, kapitał własny, pasywa bieżące, dług długoterminowy oprocentowany. Natomiast rachunek zysków i strat dostarczył informacji o wartości przychodów ze sprzedaży, zysku operacyjnego EBIT, zysku netto. Amortyzacja z rachunku przepływów pieniężnych pozwoliła obliczyć wartości EBITDA. Na podstawie pozyskanych danych zostały wyliczone: rentowność sprzedaży (ROS), aktywów (ROA), stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE) oraz wskaźnik płynności bieżącej (CR). Następnie w każdym kwartale oszacowano wskaźniki wartości rynkowej: wskaźnik ceny akcji w stosunku do bieżących zysków (PE) oraz stosunek wartości przedsiębiorstwa do zysków operacyjnych powiększonych o amortyzację (V/EBITDA). Tabela 3 przedstawia przyjęte wskaźniki.

Pełen zestaw danych wykorzystanych w badaniu przedstawiono w załączniku 1.

Do oceny wpływu faktu współpracy danego przedsiębiorstwa z funduszem PE lub VC zastosowano następujący model:

- Do estymacji i weryfikacji modelu zastosowano klasyczną metodę najmniejszych kwadratów dla regresji wielorakiej.
- Za zmienne objaśniane przyjmowano kolejno wskaźniki P/E, V/EBITDA, ROE w kolejnych trzech kwartałach począwszy od kwartału wpływającego po roku od dnia dokonania transakcji sprzedaży akcji danej firmy przez

Tabela 3. Wskaźniki użyte w badaniu

Dane lub wskaźnik	Sposób obliczenia
EBITDA	EBIT + Amortyzacja
P/E	Kurs akcji / (Zysk netto / Liczba akcji)
V/EBITDA	(Kurs akcji + Dług długoterminowy oprocentowany / liczba akcji) / (EBIT-DA / Liczba akcji)
ROE	Zysk netto / Kapitał własny
ROA	Zysk netto / Aktywa razem
ROS	Zysk netto / Przychody ze sprzedaży
Wskaźnik płynności bieżącej CR	Aktywa bieżące / Pasywa Bieżące

Źródło: opracowanie własne na podstawie T. Waśniewski *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1993.

fundusz PE lub VC. Wartości wskaźników obliczono zarówno dla spółek będących przedmiotem transakcji tego typu funduszy, jak i podmiotów stanowiących grupę benchmarków. Zgodnie z powszechnie akceptowanym przekonaniem, spółki, które były współfinansowane przez fundusze PE lub VC, powinny charakteryzować się statystycznie istotnie wyższymi wskaźnikami odzwierciedlającymi ich wyceinę (P/E, V/EBIDA) niż przedsiębiorstwa stanowiące bazę benchmarków.

Poza faktem współpracy z funduszem PE lub VC (brak współpracy – 0, współpraca -1) za zmienne objaśniające przyjęto wskaźniki finansowe używane w klasycznej analizie finansowej, a także informacje o charakterze prowadzonej działalności (działalność produkcyjna, usługowa i handlowa). Pełna lista zmiennych objaśniających obejmuje:

- Fakt wcześniejszej współpracy z firmami PE lub VC
- Wskaźnik ROA
- Wskaźnik ROS
- Wskaźnik kapitał własny / aktywa ogółem
- Wskaźnik majątek trwały / aktywa ogółem
- Wskaźnik EBITDA / sprzedaż
- Handlowy profil spółki (handel)
- Produkcyjny profil spółki
- Usługowy profil spółki

Do wyliczeń zastosowano pakiet statystyczny STATA.<sup>28</sup>

<sup>28</sup> Przykładowe wyliczenia zaprezentowano w załączniku 2.

Po analizie wpływu poszczególnych wskaźników na zmienne objaśniane zaobserwowano, że fakt wcześniejszej współpracy firmy z funduszami PE lub VC nie ma statystycznie istotnego wpływu zarówno na ich wycenę (brak statystycznie istotnego wpływu faktu współpracy firmy z funduszami PE lub VC na wartości wskaźników P/E oraz V/EBITDA po roku, po pięciu oraz po sześciu kwartałach od dnia dokonania transakcji sprzedaży pakietów przez fundusze), jak i na bieżące wskaźniki rentowności (brak statystycznie istotnego wpływu faktu współpracy firmy z funduszami PE lub VC na wartości wskaźników ROE po roku, po pięciu oraz po sześciu kwartałach od dnia dokonania transakcji sprzedaży pakietów przez fundusze). W żadnej z przeprowadzonych estymacji zmienna powiązana z faktem przeszłego współzarządzania firmą przez fundusz PE/VC nie jest statystycznie istotna przy poziomie istotności 5% (wartości  $p$  dla zmiennej objaśniającej w postaci przeszłego współzarządzania firmy przez fundusz PE/VC w każdym przypadku przekraczała 5%). Zależności nie zaobserwowano zarówno na poziomie analizy poszczególnych zmiennych, jak i całych modeli. W związku z tym badanie wskazuje na zasadność odrzucenia hipotezy mówiącej, że doświadczenie oraz wiedza firm PE i VC, przekazane firmom, w które inwestują, w sposób trwały przekładają się na zwiększoną efektywność ekonomiczną tych podmiotów.

## 5. Wnioski

Wbrew wielu przytoczonym w tym artykule opiniom, wyniki powyższego badania nie pozwalają stwierdzić, że kapitał oraz fachowe doradztwo i pomoc specjalistów pracujących dla funduszy Private Equity - Venture Capital w zakresie finansów, zarządzania, know-how są gwarantem osiągnięcia przez przedsiębiorstwo sukcesu w postaci utrzymywania długotrwałej zdolności do kreacji ponadprzeciętnego zwrotu dla właścicieli. Po wyjściu funduszu z inwestycji badane spółki nie charakteryzowały się w półtorarocznym okresie analizy wyższymi wynikami ekonomiczno – finansowymi niż podmioty niekorzystające z kapitału i usług PE oraz VC. Wzrost wartości dla właścicieli jest więc niezależny od źródła, z którego przedsiębiorstwo pozyskiwało środki na uruchomienie, rozwój czy też restrukturyzację swojej działalności. Dlatego inwestorzy w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych nie powinni kierować się faktem współpracy w przeszłości firmy z kapitałodawcą wysokiego ryzyka, gdyż przeprowadzone badanie nie wskazuje, że ma to związek z generowaniem ponadprzeciętnej wartości dla akcjonariuszy. Nie ma dowodów, że pomoc fachowców pracujących dla funduszy prowadzi do osiągnięcia długoterminowej przewagi konkurencyjnej po okresie zakończenia kooperacji.

## Bibliografia

- Aiello R.J., Watkins M.D., *Harvard Business Review. Fuzje i przejęcia* wydanie I, rozdział *Od informacji do transakcji – pięć etapów udanego przejęcia*, Gliwice 2006.
- Annual Survey 2005*, European Private Equity & Venture Capital Association
- Borowiec A.T., *Fundusze w firmie*, „Puls Biznesu”, z dnia 18.12.2006.
- Central European Private Equity Confidence Survey*, „Deloitte”, czerwiec 2006.
- Garski K., *Kosiarze pomysłów* „Manager Magazin” z dnia 1.02.2007.
- Garski K., *Miliardy za telefon*, „Manager Magazin”, z dnia 1.02.2007.
- Hooke J.C., *Fuzje i przejęcia*, Liber, Warszawa 2002.
- Hruzewicz W., *Przedsiębiorcy mają wybór*, „Puls Biznesu”, z dnia 27.09 2007.
- Koperczak R., *Nie wahaj się podzielić władzę*.
- Kowalczyk K., *Wystarczy wizja, a inwestorzy się znajdują*, „Gazeta Prawna” z dnia 17.10.2006.
- Orłowski K., *Fundusze Private Equity: inwestor nie dla każdego* „Nowy Przemysł” nr 11, 2006.
- Private Equity: Changing Europe For The Better?* European Business Forum.
- Waligóra L., *Fundusze ryzyka, sporego ryzyka* akapit „Polskie początki”, „CFO–Magazyn Finansistów” z dnia 24.05.2007.
- Waligóra L., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, „CFO–Magazyn finansistów”, z dnia 30.03.2007.
- Waśniewski T., *Analiza finansowa przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 1993.

## Materiały źródłowe z Internetu:

- BMP AG: [www.bmp.com](http://www.bmp.com)
- DBG Eastern Europe: [www.dbgee.com](http://www.dbgee.com)
- Enterprise Investors: [www.ei.com.pl](http://www.ei.com.pl)
- Environmental Investment Partners: [www.eip.biz](http://www.eip.biz)
- Innova Capital: [www.innovacap.com](http://www.innovacap.com)
- Intel Capital: [www.intel.com/capital](http://www.intel.com/capital)
- MCI Management S.A.: [www.mci.com.pl](http://www.mci.com.pl)
- Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych: [www.psik.org.pl](http://www.psik.org.pl)
- Regionalne Fundusze Inwestycji Sp. z o.o.: [www.rfi.pl](http://www.rfi.pl)
- Riverside Europe Partners Sp. z o.o.: [www.riversideeurope.com](http://www.riversideeurope.com)
- Secus Asset Management S.A.: [www.secus.pl](http://www.secus.pl)

Serwis informacyjny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie: [www.gpwinfo.strefa.pl](http://www.gpwinfo.strefa.pl)

Trinity Management Sp. z o.o.: [www.trinity.com.pl](http://www.trinity.com.pl)

## Załączniki

### Załącznik 1. Zestaw danych wykorzystanych w badaniu empirycznym

Lp.	Spółka (nazwa)	Nazwa Spółki	P/E4	P/E5	P/E6	VEBITDA 4	VEBITDA 5	VEBITDA 6	ROE 4	ROE 5
1	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>NETIA S.A.</b>	53,23	- 111,92	- 81,58	4,53	4,66	4,82	1,1%	-0,5%
2	Pierwszy Benchmark spółki	<b>TP S.A.</b>	12,90	11,49	13,38	4,93	4,40	4,45	13,2%	15,0%
3	Drugi Benchmark spółki	<b>MEDIATEL S.A.</b>	20,03	12,14	11,05	11,61	8,28	32,81	14,6%	26,9%
4	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>EMPERIA HOLDING S.A. (ELDORADO S.A.)</b>	10,50	9,49	14,21	5,12	5,43	7,81	18,1%	23,0%
5	Pierwszy Benchmark spółki	<b>ALMA S.A. (KRAKCHEMIA S.A.)</b>	9,05	15,91	19,52	5,14	8,98	11,69	11,2%	11,9%
6	Drugi Benchmark spółki	<b>EUROCASH S.A.</b>	20,00	29,56	22,78	9,35	13,40	10,67	18,5%	16,2%
7	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>W. KRUK S.A.</b>	20,04	28,64	3,78	12,76	19,90	2,91	20,4%	25,1%
8	Pierwszy Benchmark spółki	<b>NFIEMF S.A.</b>	25,39	35,23	35,96	12,84	19,01	24,60	10,1%	16,6%
9	Drugi Benchmark spółki	<b>REDAN S.A.</b>	- 413,04	140,79	40,31	8,28	9,61	15,10	-0,3%	1,3%
10	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>OPOCZNO S.A.</b>	24,20	77,95	- 77,30	8,32	9,83	13,95	9,2%	2,4%
11	Pierwszy Benchmark spółki	<b>POLCOLORIT S.A.</b>	13,87	14,16	16,75	11,33	11,31	11,99	11,7%	10,8%
12	Drugi Benchmark spółki	<b>CERSANIT S.A.</b>	13,74	16,21	24,94	10,45	12,09	18,77	24,4%	23,8%
13	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>PRATERM (PTM)</b>	43,37	15,32	72,49	22,37	7,95	8,04	2,8%	8,6%
14	Pierwszy Benchmark spółki	<b>KOGENERA S.A.</b>	37,13	14,18	19,63	20,64	6,54	6,82	2,5%	6,1%
15	Drugi Benchmark spółki	<b>BĘDZIN S.A.</b>	13,92	16,30	14,73	5,17	5,97	5,28	8,0%	8,0%
16	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>PEP S.A.</b>	40,35	- 114,45	486,25	72,64	395,05	179,68	4,7%	-1,6%
17	Pierwszy Benchmark spółki	<b>BĘDZIN S.A.</b>	16,30	14,73	20,60	5,97	5,28	6,74	8,0%	8,6%
18	Drugi Benchmark spółki	<b>KOGENERA S.A.</b>	14,18	19,63	21,31	6,54	6,82	8,65	6,1%	4,8%
19	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>JAGO S.A.</b>	33,37	- 15,54	- 43,93	10,67	14,20	26,08	4,4%	-9,4%
20	Pierwszy Benchmark spółki	<b>ATLANTA S.A.</b>	44,33	72,68	69,45	26,38	34,44	24,13	6,4%	2,9%
21	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>COMPUTERLAND</b>	29,31	37,12	- 1 923,33	11,40	11,96	21,59	9,8%	7,8%
22	Pierwszy Benchmark spółki	<b>ATM S.A.</b>	6,58	11,39	14,21	4,84	7,30	8,86	27,7%	24,3%
23	Drugi Benchmark spółki	<b>ABG S.A.</b>	19,84	21,45	18,61	15,58	15,86	13,44	14,4%	14,3%

ROE 6	ROA	ROS	kapitał własny / aktywa ogółem	majątek trwały /aktywa ogółem	EBITDA / sprzedaż	Wskaźnik bieżącej płynności	Wprowadzony przez PE lub VC (tak =1; nie = 0)	Przedsiębiorst wo produkcyjne	Przedsiębiorst wo handlowe	Przedsiębiorst wo usługowe
-0,7%	0,96%	11,21%	0,92	0,80	0,39	3,62	1	0	0	1
12,6%	1,69%	17,30%	0,50	0,80	0,67	0,97	0	0	0	1
36,3%	-4,64%	-15,61%	0,69	0,23	- 0,09	3,41	0	0	0	1
22,8%	0,52%	0,55%	0,29	0,48	0,03	0,94	1	0	1	0
14,1%	0,98%	1,78%	0,62	0,40	0,03	1,60	0	0	1	0
19,6%	0,65%	0,63%	0,39	0,49	0,03	0,85	0	0	1	0
27,7%	-0,15%	-0,50%	0,52	0,29	0,06	2,03	1	0	1	0
13,0%	-0,64%	-1,92%	0,39	0,51	0,05	0,99	0	0	1	0
4,8%	-3,75%	-12,59%	0,40	0,26	- 0,08	1,30	0	0	1	0
-3,2%	3,21%	17,11%	0,47	0,61	0,36	1,37	1	1	0	0
8,7%	2,94%	20,34%	0,85	0,31	0,27	4,62	0	1	0	0
22,9%	3,76%	23,55%	0,53	0,54	0,31	1,57	0	1	0	0
10,3%	3,13%	14,84%	0,74	0,75	0,24	3,20	1	0	0	1
4,8%	2,77%	14,98%	0,54	0,82	0,31	1,89	0	0	0	1
8,6%	3,89%	13,90%	0,57	0,80	0,26	0,91	0	0	0	1
0,4%	0,54%	13,27%	0,31	0,77	0,18	3,65	1	0	0	1
7,9%	-0,92%	-5,51%	0,59	0,90	0,08	0,56	0	0	0	1
5,8%	0,28%	2,36%	0,53	0,82	0,18	1,37	0	0	0	1
-8,0%	0,81%	1,86%	0,48	0,35	0,05	1,95	1	0	1	0
2,6%	3,62%	5,64%	0,63	0,25	0,08	2,20	0	0	1	0
-0,2%	0,73%	2,26%	0,44	0,26	0,09	2,06	1	1	0	0
25,6%	0,80%	2,88%	0,68	0,70	0,03	3,30	0	1	0	0
13,9%	1,73%	6,13%	0,77	0,41	0,05	2,79	0	1	0	0

L.p.	Spółka (nazwa)	Nazwa Spółki	P/E4	P/E5	P/E6	VEBITDA 4	VEBITDA 5	VEBITDA 6	ROE 4	ROE 5
21	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>COMPUTERLAND</b>	29,31	37,12	- 1 923,33	11,40	11,96	21,59	9,8%	7,8%
22	Pierwszy Benchmark spółki	<b>ATM S.A.</b>	6,58	11,39	14,21	4,84	7,30	8,86	27,7%	24,3%
23	Drugi Benchmark spółki	<b>ABG S.A.</b>	19,84	21,45	18,61	15,58	15,86	13,44	14,4%	14,3%
24	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>TETA S.A.</b>	14,98	16,10	24,74	14,40	14,35	21,96	36,3%	36,4%
25	Pierwszy Benchmark spółki	<b>CSS S.A.</b>	13,37	12,38	14,35	7,36	7,44	8,45	14,8%	17,9%
26	Drugi Benchmark spółki	<b>IGROUP S.A.</b>	- 379,56	246,22	- 124,87	- 256,21	91,46	1 042,00	-4,5%	11,0%
27	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>KĘTY S.A.</b>	13,54	15,82	18,06	8,01	10,15	11,57	17,7%	18,8%
28	Pierwszy Benchmark spółki	<b>IMPEXMETAL S.A.</b>	6,07	45,96	16,63	0,63	0,97	1,38	5,4%	1,1%
29	Drugi Benchmark spółki	<b>STALEXPORT S.A.</b>	64,40	2,04	3,94	- 12,23	3,14	4,06	5,1%	86,5%
30	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>COMP S.A.</b>	21,56	31,38	26,10	15,86	22,21	17,79	11,6%	7,5%
31	Pierwszy Benchmark spółki	<b>WASKO S.A.</b>	- 40,77	- 165,22	- 123,08	- 54,66	- 336,71	- 7 466,67	-11,2%	-4,3%
32	Drugi Benchmark spółki	<b>TECHMEX S.A.</b>	35,16	18,60	13,89	11,70	7,45	5,68	2,7%	5,5%
33	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>STOMIL SANOK S.A.</b>	10,61	9,49	10,10	6,20	5,28	4,96	34,5%	31,4%
34	Pierwszy Benchmark spółki	<b>DĘBICA S.A.</b>	13,53	17,52	17,75	8,85	10,30	8,75	18,6%	12,0%
35	Drugi Benchmark spółki	<b>SUWARY S.A.</b>	16,62	17,07	16,28	5,75	5,27	4,76	8,0%	6,7%
36	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>SFINKS S.A.</b>	37,11	56,70		14,87	22,83		26,4%	21,4%
37	Pierwszy Benchmark spółki	<b>AMREST S.A.</b>	26,94	43,39		8,41	13,13		27,2%	24,5%
38	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>MUZA S.A.</b>	- 3,80	- 10,90	- 6,34	- 13,97	14,27	40,19	-26,3%	-13,3%
39	Pierwszy Benchmark spółki	<b>PPWK S.A.</b>	15,66	4,87	5,01	- 1 110,56	- 778,54	334,27	19,2%	17,0%
40	Drugi Benchmark spółki	<b>WSIP S.A.</b>	7,03	7,56	6,95	5,65	5,83	5,41	41,8%	47,5%
41	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>LPP S.A.</b>	87,81	30,78	30,59	20,12	13,72	16,38	6,0%	15,0%
42	Pierwszy Benchmark spółki	<b>ARTMAN S.A.</b>	27,72	23,90	43,82	10,84	10,30	18,77	13,5%	15,1%
43	Drugi Benchmark spółki	<b>REDAN S.A.</b>	- 402,40	- 413,04	140,79	8,12	8,28	9,61	-0,4%	-0,3%
44	Spółka wprowadzona przez P/E	<b>PROCHEM S.A.</b>	10,59	11,12	11,65	8,41	6,70	9,96	6,9%	6,3%
45	Pierwszy Benchmark spółki	<b>MOSTOSTAL EXPORT S.A.</b>	- 0,87	- 0,79	- 0,50	- 5,78	- 5,26	- 2,56	-48,3%	-51,2%
46	Drugi Benchmark spółki	<b>STORMM S.A.</b>	1,07	1,12	2,16	0,87	0,92	1,05	7,0%	6,7%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu informacyjnego GPW [www.gpwinfotrefa.pl](http://www.gpwinfotrefa.pl) oraz stron internetowych funduszy PE/VC (Zob. bibliografia).



ROE 6	ROA	ROS	kapitał własny / aktywa ogółem	majątek trwały / aktywa ogółem	EBITDA / sprzedaż	Wskaźnik bieżącej płynności	Wprowadzony przez PE lub VC (tak =1; nie = 0)	Przedsiębiorst wo produkcyjne	Przedsiębiorst wo handlowe	Przedsiębiorst wo usługowe
-0,2%	0,73%	2,26%	0,44	0,26	0,09	2,06	1	1	0	0
25,6%	0,80%	2,88%	0,68	0,70	0,03	3,30	0	1	0	0
13,9%	1,73%	6,13%	0,77	0,41	0,05	2,79	0	1	0	0
20,1%	7,90%	15,81%	0,68	0,06	0,19	3,69	1	1	0	0
17,9%	0,40%	0,55%	0,40	0,33	0,02	1,16	0	1	0	0
-16,2%	-5,15%	-13,30%	0,60	0,25	- 0,29	5,07	0	1	0	0
20,0%	1,01%	3,45%	0,53	0,53	0,15	1,78	1	1	0	0
4,5%	-0,14%	-0,34%	0,22	0,58	0,06	0,72	0	1	0	0
187,3%	-7,38%	-20,43%	0,28	0,65	- 0,50	0,87	0	1	0	0
14,7%	2,14%	10,93%	0,70	0,25	0,22	2,83	1	1	0	0
-5,1%	-4,41%	-9,64%	0,68	0,11	- 0,07	2,83	0	1	0	0
6,9%	-1,28%	-5,28%	0,43	0,45	0,03	0,97	0	1	0	0
19,0%	2,30%	5,74%	0,43	0,57	0,16	1,10	1	1	0	0
9,2%	3,99%	11,03%	0,65	0,48	0,17	2,04	0	1	0	0
5,5%	-0,19%	-0,53%	0,59	0,59	0,05	1,61	0	1	0	0
	3,07%	8,93%	0,34	0,80	0,23	0,71	1	0	0	1
	4,53%	9,28%	0,46	0,84	0,21	0,65	0	0	0	1
-22,5%	-1,86%	-19,71%	0,59	0,25	- 0,15	4,36	1	1	0	0
25,4%	2,18%	16,22%	0,36	0,58	0,12	1,73	0	1	0	0
61,2%	-9,97%	-51,64%	0,62	0,45	- 0,49	4,63	0	1	0	0
23,4%	3,97%	8,12%	0,54	0,45	0,15	1,29	1	0	1	0
15,3%	4,32%	5,65%	0,54	0,26	0,11	1,74	0	0	1	0
1,3%	4,38%	12,09%	0,40	0,26	0,16	1,30	0	0	1	0
7,0%	-0,05%	-0,74%	0,41	0,77	0,06	1,36	1	1	0	0
-115,8%	-1,77%	-10,83%	0,25	0,48	- 0,07	1,07	0	1	0	0
4,9%	0,38%	0,77%	0,71	0,37	0,03	2,66	0	1	0	0

**Załącznik 2.** Przykładowe wyliczenie za pomocą pakietu statystycznego STATA

Source	SS	df	MS		Number of obs	40
Model	7236.53541	3	2412.17847		F( 3, 36)	= 2.14
Residual	40535.8527	36	1125.99591		Prob > F	= 0.1119
Total	47772.3881	39	1224.93303		R-squared	= 0.1515
					Adj R-squared	= 0.0808
					Root MSE	= 33.556
pe5	Coef.	Std. Err.	T	P>t	[95% Conf.	Interval]
kapitwlakt~a	-39.6427	28.70797	-1.38	0.176	-97.86516	18.57976
roa	365.4106	185.3462	1.97	0.056	-10.48896	741.3102
pe	-19.92197	11.09174	-1.80	0.081	-42.41705	2.573122
_cons	39.69992	16.33132	2.43	0.020	6.578468	72.82138