

Piotr ZASĘPA  
Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie

## **Pomiar wyników i efektywność dokonanych inwestycji przez fundusze *venture capital***

### **1. Wstęp**

Wyniki dezinwestycji są fundamentalnym narzędziem oceny działalności funduszy *venture capital*. Efektywność każdej z inwestycji jest podstawowym czynnikiem motywującym zarządzających do podejmowania ryzyka. Celem artykułu jest przedstawienie najważniejszych mierników efektywności inwestycji *venture capital* oraz prezentacja i analiza wyników, jakie osiągają fundusze z przeprowadzonych inwestycji.

### **2. Mierniki używane w celu pomiaru efektywności w inwestycjach funduszy *venture capital* oraz *private equity***

Podstawowym miernikiem mającym zastosowanie w wynikach funduszy *venture capital* oraz *private equity* w USA i Europie jest wewnętrzna stopa zwrotu IRR. Jest to stopa dyskontowa, która – użyta do zdyskontowania przepływów pieniężnych – spowoduje, że suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyniesie zero. Podstawową zaletą IRR jest prostota i łatwość porównywania z alternatywnymi inwestycjami. Wewnętrzna stopa zwrotu uwzględnia bowiem wartość pieniądza w czasie.

W literaturze można spotkać różne rodzaje wewnętrznej stopy zwrotu. W przypadku inwestycji *venture capital* oraz *private equity* IRR może być liczona na wielu poziomach.

Podstawową klasyfikacją stosowaną przez EVCA jest:

- stopa zwrotu brutto na zrealizowanych inwestycjach;
- stopa zwrotu brutto na wszystkich inwestycjach;

— stopa zwrotu netto dla uczestników.

Przy obliczaniu stopy zwrotu brutto na zrealizowanych inwestycjach bierze się pod uwagę wszystkie przepływy gotówkowe, będące udziałem funduszu, w związku z inwestycjami, które zostały już zakończone. Przepływy te obejmują wszystkie wypływy środków pieniężnych, takie jak: wniesione wkłady, udzielone pożyczki i inne formy finansowania, oraz wszystkie wpływy pochodzące ze sprzedaży udziałów, umorzenia akcji czy wypłaty dywidendy. Problem występuje wtedy, gdy fundusz nie wyszedł do końca z danej inwestycji. W takim przypadku, według EVCA, brane są pod uwagę wyłącznie inwestycje, w przypadku, których wyjście nastąpiło w minimum 30% zaangażowanych środków. W przypadku występowania wielu rund finansowania, w których udziały obejmowane są po różnych cenach, do obliczenia stopy zwrotu wykorzystuje się średnią cenę, po jakiej objęte zostały udziały. W obliczaniu stopy zwrotu na tym poziomie nie należy uwzględniać odpisów wartości inwestycji. Nie mają one bowiem charakteru przepływów gotówkowych, a jedynie zapisów księgowych. Do określenia stopy zwrotu brutto ze wszystkich inwestycji wykorzystuje się przepływy gotówkowe związane z inwestycjami zrealizowanymi w całości, zrealizowanymi częściowo i niezrealizowanymi oraz wartość inwestycji niezrealizowanych i znajdujących się w portfelu części inwestycji zrealizowanych częściowo. Wartość ta traktowana jest jak przepływ gotówkowy ze sprzedaży akcji lub udziałów, tak jakby miały one miejsce w dniu, na który obliczana jest stopa zwrotu. Po dodaniu tej wartości do kwoty przepływów gotówkowych występujących w tym momencie stopa zwrotu obliczana jest na zasadach ogólnych. Podstawowym problemem związanym z kwantyfikacją tej stopy zwrotu i jednocześnie jej słabym punktem jest wycena inwestycji niezrealizowanych i zrealizowanych częściowo. Do momentu inwestycji nie można jednoznacznie określić jej wartości dla funduszu ani zysku, jaki zostanie z niej osiągnięty. Wartość otrzymana z wyceny jest, niezależnie od przyjętej metody, jedynie szacunkiem dokonany na podstawie pewnych założeń. Nie zawiera on takich składowych, jak: wynagrodzenia funduszu *venture capital* zapłacone przez inwestora, koszty obsługi prawnej czy koszty księgowe oraz wynagrodzenia płacone przez przedsiębiorcę funduszowi. Na ten wskaźnik składają się:

- wszystkie wpływy (inwestycje) i wypływy środków z funduszu (dezinwestycje, odsetki otrzymane, dywidendy), które miały miejsce między funduszem a wszystkimi inwestycjami;
- wycena niezrealizowanych, a posiadanych inwestycji przez fundusz. Wycena ta wyklucza gotówkę i inne aktywa płynne będące w posiadaniu funduszu;
- w obliczeniach nie uwzględnia się odpisów wartości inwestycji, które mają jedynie charakter zapisów księgowych.

Dość istotnym problemem jest to, iż inwestycje funduszy znajdują się w początkowych fazach rozwoju. Takie przedsiębiorstwa nie generują zysków, nie posiadają majątku w postaci aktywów trwałych. W takiej sytuacji ich wartość

musi zostać oszacowana na podstawie prognozy przyszłych zysków, przepływów pieniężnych, wolumenu sprzedaży czy innych czynników. Jak wiadomo, takie estymacje i prognozy są związane z dużym ryzykiem błędu i trudnościami w prawidłowym oszacowaniu wartości prognozowanych. Otrzymana stopa zwrotu jest więc tylko wartością teoretyczną i może być zweryfikowana negatywnie przez wyniki funduszu osiągnięte w przyszłości. Ponadto należy wskazać, iż wycena ta obejmuje wyłącznie udziały w spółkach będących przedmiotem inwestycji funduszu. Nie bierze ona pod uwagę pozostałych składników aktywów funduszu, takich jak pozaportfelowe inwestycje funduszy. Ta stopa nie uwzględnia również przepływów z tytułu opłat ponoszonych przez uczestników na rzecz firmy zarządzającej, ani opłat wnoszonych przez spółkę portfelową na ich rzecz. Nie uwzględnia również pozostałych kosztów poniesionych na usługi obce, np. prawników, brokerów czy rewidentów.

Stopa zwrotu brutto ze wszystkich inwestycji obejmuje zarówno wyniki osiągnięte z inwestycji zakończonych, jak i oszacowane zyski z inwestycji zrealizowanych (zakończonych) częściowo i niezrealizowanych, tak jakby zostały one sfinalizowane w dniu, na który oblicza się stopę zwrotu. Zwrot na zrealizowanych i niezrealizowanych inwestycjach (*Gross Return on Realised and Unrealised Investments*) charakteryzuje się następującymi przepływami:

- wszystkie wpływy (inwestycje) i wypływy środków z funduszu (dezinwestycje, odsetki otrzymane, dywidendy), które zaistniały między funduszem a wszystkimi inwestycjami;
- dla niezrealizowanych inwestycji zwrot liczony jest jako różnica wszystkich wpływów środków (inwestycje) i dochodów (odsetki oraz dywidendy) z zastrzeżeniem, że odnoszą się one do niezrealizowanych inwestycji oraz ich wyceny. Częściowo zlikwidowane inwestycje powinny również zostać zakwalifikowane w tym miejscu;
- w obliczeniach nie uwzględnia się przepływów z tytułu opłat na rzecz firmy zarządzającej, opłat wnoszonych przez spółkę portfelową na rzecz funduszu oraz kosztów poniesionych na usługi obce.

Trzeci miernik stosowany przez EVCA to stopa zwrotu netto dla uczestników (*The Net Return to The Investor*), która stanowi miarę oceny działalności funduszu przez pryzmat zysku osiąganego przez inwestorów (kapitałodawców funduszu). W przypadku, gdy fundusz zrealizował wszystkie swoje inwestycje i rozdzielił swoje aktywa pomiędzy uczestników, stopa ta obliczana jest wyłącznie na podstawie przepływów gotówkowych, które wystąpiły między funduszem a jego uczestnikami. Przepływy te obejmują zarówno środki wniesione do funduszu, jak i uzyskane w wyniku likwidacji funduszu bądź wypłacone w innej formie. Obejmują one również wszystkie opłaty ponoszone przez uczestników na rzecz firmy zarządzającej. W sytuacji, gdy nie wszystkie inwestycje funduszu zostały zrealizowane i posiada on jeszcze aktywa nieprzekazane jego uczestnikom, sposób obliczania stopy zwrotu musi zostać zmodyfikowany. Należy wtedy wycenić aktywa pozostające w posia-

daniu funduszu i pomniejszyć ich wartość o jego zobowiązania. Następnie od otrzymanego wyniku należy jeszcze odjąć wszelkie wydatki, jakie fundusz będzie musiał ponieść na rzecz innych podmiotów, w tym firmy zarządzającej, przed momentem dystrybucji środków. Otrzymałą wartość należy traktować jako dodatni przepływ gotówkowy w momencie, na który obliczana jest stopa zwrotu. Jeśli inwestycje są zrealizowane, dochód netto liczony jest metodą *cash-on-cas* (por. [1]).

Idealną sytuacją byłoby, gdyby fundusze prezentowały otrzymane stopy zwrotu niezależnie od fazy dystrybucji zysków i poziomów ich osiągnięcia. Jest to ważne, gdyż wskaźniki efektywności dla pojedynczej inwestycji są łatwe do pozyskania, natomiast stopy zwrotu obejmujące inwestycje niezrealizowane są często prognozowane. Dlatego fundusz powinien podawać stopy zwrotu osiągane na różnych poziomach, tj. na zrealizowanych inwestycjach w całości, w części oraz inwestycjach niezrealizowanych pozostających w portfelu funduszu (por. [2]).

Zgodnie z zasadami EVCA i wypracowanymi standardami mierzenia i podawania wyników inwestycji funduszy, według zasady pomiaru wyników (*EVCA Performance Measurement Principles*), przy obliczaniu stopy zwrotu należy uwzględniać strukturę czasową otrzymanych środków i dokonywanych inwestycji.

W przypadku wyjścia z inwestycji przez sprzedaż udziałów z odroczonym terminem płatności na rzecz funduszu inwestycję tę traktuje się jako zrealizowaną w kwocie oczekiwanej płatności zdyskontowanej. Przy obliczaniu stopy brutto z inwestycji zrealizowanych inwestycje, które zostały odpisane (*write off*), traktowane są jako zrealizowane w momencie, gdy nastąpi któryś z wymienionych warunków:

- złożenie wniosku o wszczęcie postępowania upadłościowego wobec przedsiębiorstwa portfelowego;
- zaprzestanie przez przedsiębiorstwo działalności/sprzedaży;
- podpisanie układu z wierzycielami, którego skutkiem jest obniżenie wartości dotychczasowych udziałów do zera;
- rozpoczęcie procedur mających zapewnić ochronę przed wierzycielami (por. [3]).

W przypadku wyjścia z inwestycji w drodze zamiany udziałów w jednym przedsiębiorstwie na udziały w innym (*reverse takeover*) udziały otrzymane w zamian traktowane są tak, jak gdyby były częścią dotychczasowej inwestycji. Tego rodzaju wyjście z inwestycji nie jest zatem traktowane jako jej realizacja, tylko jako kontynuacja inwestycji dotychczasowej. Wyjście z inwestycji w spółkach, których udziały zbywane są w zamian za aktywa inne niż gotówka lub jej ekwiwalenty, uważa się za dokonane w pierwszym możliwym dniu, w którym aktywa te mogą być zamienione na gotówkę.

Stopa zwrotu IRR jest najczęściej stosowanym miernikiem wyników funduszy *private equity*. W badaniach rynku często stosowana jest zagregowana wewnętrzna stopa zwrotu – *pooled IRR*. Jest to stopa zwrotu obliczana dla wszystkich funduszy objętych badaniem. Dla obliczenia jej wyniku używa się wartości rezydualnej z każdego pojedynczego funduszu i agreguje stopę wspólnie, tak

jakby to był jeden fundusz. Przepływy pieniężne, jak i wartości aktywów są sumowane, jakby dotyczyły jednego wspólnego funduszu. Stopa *pooled IRR* daje nam obraz całego rynku funduszy *private equity* oraz *venture capital*. Nie jest to średnia arytmetyczna wszystkich stóp IRR dla funduszy. Nie jest ona również średnią ważoną aktywami stóp osiągniętych przez fundusze, nieuwzględniającą w swojej wartości takich czynników, jak zmiany aktywów funduszy oraz tego, że inwestycje nie są dokonywane przez fundusze w jednym momencie.

Kolejnym miernikiem jest okresowa wewnętrzna stopa zwrotu – *horizon IRR*. Wynik jej to stopa liczona za wyznaczony okres. Jest to stopa netto, uwzględniająca wpłaty i wypłaty inwestorów, np. wszystkie koszty funduszu. Do jej obliczenia wykorzystuje się wartość aktywów netto funduszu na początku okresu (traktowaną jako początkowy przepływ ujemny w momencie zero), przepływy gotówkowe dokonywane podczas trwania okresu i wartość rezydualną aktywów netto funduszu na koniec okresu (traktowaną jako przepływ dodatni). Ta stopa jest kalkulowana po uwzględnieniu wymienionych przepływów plus wspomnianych wpłat i wypłat dla inwestorów. Uwzględnia ona dokładny okres, na jaki została obliczona (horyzont czasowy), np. trzyletnia stopa zwrotu na koniec 2010 r. będzie mierzona od końca 2007 r.

Dodatkowo stosowana jest stopa zwrotu *rolling IRR*, odnosząca się do okresów 1-, 3-, 5-letnich. Jest to stopa przedstawiająca rozwój stopy *horizon IRR* mierzonej na koniec każdego roku.

Poza stopami IRR używane są inne wskaźniki mierzące efektywność działania funduszu. Mnożniki stosowane przez NVCA oraz EVCA to: wskaźnik dystrybucji – DPI, wskaźnik wartości rezydualnej na zaangażowanym kapitale – RVPI oraz wskaźnik wartości całkowitej zaangażowanego kapitału – TVPI.

Wskaźnik dystrybucji na zaangażowanym kapitale stanowi stosunek zysków wypłaconych przez fundusz swoim uczestnikom (po potrąceniu wszelkich uregulowanych opłat) w określonym czasie do zaangażowanego kapitału. Wskaźnik wartości rezydualnej na zaangażowanym kapitale (RVPI) jest stosunkiem wartości rezydualnej funduszu (wartości kapitału utrzymywanego w funduszu po pomniejszeniu opłat i odsetek) do zaangażowanego kapitału. Wartość rezydualną stanowi wartość aktywów netto funduszu pomniejszona o opłaty i odsetki, które fundusz zobowiązany jest wypłacić firmie zarządzającej bądź innym podmiotom niebędącym uczestnikami. Wskaźnik wartości całkowitej do zaangażowanego kapitału (TVPI) stanowi sumę obu wskaźników pomniejszoną o koszty i odsetki (por. [4]). Dodatkowo można wymienić wskaźnik określający stosunek kapitału wpłaconego do kapitału zadeklarowanego przez uczestników (*PIC paid-in capital to committed capital*), mówiący, jaka część środków zadeklarowanych w drodze *commitment* została wpłacona przez inwestorów do funduszu.

Wyniki funduszy *private equity* są w USA oceniane na podstawie wskaźnika PEPI publikowanego przez Thomson Venture Economics. Wskaźnik ten obliczany jest dla USA na podstawie wyników ponad 1800 amerykańskich funduszy

*venture capital*. Bazą do obliczeń są stopy zwrotu netto dla inwestorów po uwzględnieniu opłat za zarządzanie i innych wydatków.

EVCA zakłada także kalkulacje efektywności menedżerów funduszu *venture capital* poprzez dwa główne poziomy będące miernikami ich zdolności do:

- zidentyfikowania celu inwestycji, zarządzania nimi oraz wyjścia z nich,
- określenia ich efektywności na podstawie zwrotu środków dla inwestorów, po dokonanych inwestycjach.

Podczas inwestycji w przedsiębiorstwo fundusze posługują się metodami mnożnikowymi, które opierają się na założeniu, iż rynek jest źródłem informacji będących najlepszym odzwierciedleniem wartości firmy. Niejednokrotnie w przypadkach młodych przedsiębiorstw nie jest możliwe stosowanie pełnej gamy mnożników. Najczęściej konstruuje się mnożniki w oparciu o kategorię zysku. Do najpopularniejszych mnożników należą:

- mnożniki przychodów (P/Sales);
- mnożniki operacyjne (np. liczba klientów, powierzchnia, liczba operacji);
- mnożniki wartości księgowej (P/book value);
- mnożniki zysku (EBITDA, EBIT, zysk brutto, zysk netto).

Fundusze mogą również przedstawiać swoje wyniki za pomocą innych sposobów ewaluacji przedsięwzięć inwestycyjnych. Dla każdego z funduszy mierniki te powinny zostać dobrane indywidualnie. Mogą one być stosowane równoległe z najbardziej powszechnym, jakim jest IRR. Do oceny zarządzania funduszem można użyć miary wartości bieżącej netto (NPV), zmodyfikowanej wartości bieżącej netto (NPV\*) czy zmodyfikowanej wewnętrznej stopy zwrotu (MIRR). Teoretycznie najlepszym sposobem byłoby wykorzystanie wszystkich tych czynników, przy oszacowaniu odpowiedniej stopy dyskontowej. Najważniejszą metodą przy ocenie wszelkich inwestycji dokonywanych przez fundusze jest precyzyjne oszacowanie wymaganej stopy dyskontowej przez fundusz. Zależy ona od wielu czynników, takich jak: rodzaj inwestycji, etap rozwoju przedsiębiorstwa, przewidywany okres inwestycji, branża, w jakiej działa przedsiębiorstwo, kraj inwestycji, ryzyko niepowodzenia projektu, rozwój rynku kapitałowego w danym regionie, a także ryzyko projektu.

**Tabela 1.** Przykładowe średnie wartości stóp dyskonta akceptowalnych dla funduszy *venture capital*

Faza rozwoju przedsiębiorstwa	Roczna stopa zwrotu	Przeciętny czas trwania inwestycji
Zasiew i <i>start up</i>	100% i więcej	ponad 7 lat
Faza pierwsza	40–60%	5–7 lat
Faza druga	30–40%	4–7 lat
Fazy trzecia i czwarta	20–30%	3–5 lat
Mezzanine	20–30%	1–3 lata
Wykupy	30–50%	3–5 lat
Restrukturyzacja	>50%	3–5 lat

Źródło: [5].

Analizując przykładowe stopy dyskontowe wymagane przez inwestorów, należy stwierdzić, iż czym dalsza faza finansowania, tym ryzyko i poziom stóp spada dość gwałtownie. Największe ryzyko możemy zaobserwować w początkowych fazach rozwoju spółek, co pociąga za sobą ponad 100% stopy zwrotu rocznie wymagane przez dostarczycieli kapitałów. Poniższa tabela przedstawia pełen obraz dotyczący poziomu stopy zwrotu, fazy inwestycji, prawdopodobieństwa utraty zaangażowanych środków oraz wartości ewentualnych inwestycji.

**Tabela 2.** Charakterystyka inwestycji PE oraz wymagana stopa dyskonta

Faza finansowania	Prawdopodobieństwo sukcesu	Wymagana stopa zwrotu dla inwestora
<i>Seed Funding, start up:</i> Rozwój biznesplanu lub produktu. Dane, jakie posiadają inwestorzy, określane są jako typowo miękkie, z dużym naciskiem na wartość innowacyjną, poziom kadry menedżerskiej oraz przyszłą wartość przedsiębiorstwa.	30% (bardzo niskie)  od 33 do 50% zaangażowania funduszu	100% (ekstremalnie wysokie ryzyko)  Poziom inwestycji: 0,5 mln USD Wycena Pre-Money: do 3 mln USD
Kapitał na rozwój oraz R&D: Pierwsza runda finansowania instytucjonalnego nakierowana na rozwój osiągniętych w poprzedniej fazie celów. Ciągły rozwój pomysłu i produktu, kontynuacja procesu zatrudniania pracowników, ocena modelu biznesowego w oparciu o jego ewentualny rozwój. Inwestorzy będą potrzebowali danych oceniających technologię oraz prognoz dotyczących terminu wejścia na rynek z ofertą produktową	40%  od 25 do 60% zaangażowania funduszu	70% (bardzo wysokie ryzyko)  Poziom inwestycji: 3 mln USD i więcej  Wycena Pre-Money: od 3 do 10 mln USD
<i>Go-to-Market Capital:</i> Ta runda charakteryzuje się pierwszymi przepływami pieniężnymi oraz kompletnym i ukończonym programem rozwoju oferty produktowej. Pojawia się działalność operacyjna, rozwojowa, zwiększanie skali działania przedsiębiorstwa; wzrost przychodów jest celem tej fazy. Inwestorzy wymagają danych liczbowych dotyczących szacunku pierwszych przepływów pieniężnych oraz określenia mocnej strategii ekspansji rynkowej.	50%  25 do 65% zaangażowania funduszu	50% (wysokie ryzyko)  Poziom inwestycji: 8 mln USD i więcej  Wycena Pre-Money: 8 do 32 mln USD

Tabela 2. Charakterystyka inwestycji PE oraz wymagana stopa dyskonta (cd.)

Faza finansowania	Prawdopodobieństwo sukcesu	Wymagana stopa zwrotu dla inwestora
Faza ekspansji ( <i>expansion capital</i> ): Faza <i>pre IPO</i> charakteryzująca się wzmocnieniem pozycji bilansowych, dostarczeniem kapitału obrotowego, finansowaniem akwizycji, rozwojem dodatkowych produktów lub przygotowaniem przedsiębiorstwa do wejścia na giełdę bądź sprzedaż inwestorowi strategicznemu. Inwestorzy oczekują wiarygodnych danych liczbowych wyceny przedsiębiorstwa, poziomu EBIDTA oraz przykładów wyceny podobnych spółek funkcjonujących na rynku.	80%	30% (umiarkowane ryzyko)  Poziom inwestycji: 13 mln USD i więcej  Wycena Pre-Money: od 20 do 100 mln USD

Źródło: [6].

Powyżej przedstawiono szeroki obraz wycen dokonywanych przez fundusze oraz metody pomiaru osiągniętych przez nie wyników. Wykorzystanie mierników zależy od samego funduszu, jego inwestorów i rynku, na jakim dokonano inwestycji. Wyniki funduszy są także porównywane z innymi, alternatywnymi inwestycjami na rynku, np. z indeksem *S&P 500* lub *Dow Jones Industrial Average*.

Fundusze są zorganizowane w taki sposób, aby środki pochodzące od dostarczycieli kapitału były przekazywane w momencie inwestycji funduszu. W trakcie zawiązania funduszu każdy inwestor zobowiązuje się do wniesienia odpowiedniej kwoty w określonym czasie na żądanie zarządzającego, często tuż po decyzji komitetu inwestycyjnego określającej cel inwestycyjny. Wnoszenie środków w terminologii *private equity* określone jest mianem *drawdown*. Inwestorzy nie muszą wpłacać całego kapitału do funduszu w chwili jego utworzenia i mogą nadal inwestować swoje środki do momentu, gdy zapada termin płatności. Fundusz nie musi wtedy zarządzać swoją nadpłynnością, co często wiąże się z kosztami. Ponadto każdy zarządzający jest wynagradzany poprzez pobieranie opłaty za zarządzanie (*management fee*) oraz opłaty za sukces (*carried interest* lub *success fee*). Minimalna stopa zwrotu określona w USA dla funduszy *venture capital* to około 12,5–30% IRR, z 22% średnią i 20% medianą. Dla funduszy typu *buy out* jest to średnio 8%. Stopa IRR, przy której inwestycje funduszu *venture capital* mają sens, wynosi około 20% rocznie (por. [7]). Brak wniesienia środków w wyznaczonym czasie nakłada na inwestora dotkliwe kary finansowe.



### 3. Pozostałe czynniki mające wpływ na stopę zwrotu funduszu *venture capital* oraz inwestorów

Fundusz zawiera umowę z firmą zarządzającą *Venture Capital Management Company* odpowiedzialną za zarządzanie i administrowanie funduszem. Wynagrodzenie składa się z dwóch części. Pierwszą jest opłata za zarządzanie (*management fee* lub *service fee*), drugą – wynagrodzenie firm zarządzających udziałem w zyskach ze sprzedaży spółek portfelowych. Opłaty za zarządzanie to dość dyskusyjny rodzaj opłat w przypadku funduszy typu *private equity*. Pojawiają się zarzuty inwestorów, iż zarządzający w ogóle nie powinien zarabiać w ten sposób. Świadczenie to pokrywa wszelkie koszty związane z uruchomieniem funduszu, poszukiwaniem inwestycji, budową portfela, zarządzaniem dokonanymi inwestycjami oraz koszty wyjścia z inwestycji (przygotowanie spółek do sprzedaży lub poszukiwanie inwestorów). Wszystkie te działania wiążą się z zatrudnieniem wysokiej klasy menedżerów i specjalistów z dziedziny finansów i zarządzania przedsiębiorstwami. Opierając się na danych Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, można wskazać, że należność ta oscyluje w przedziale 2–2,5% rocznie i dla stosunkowo większych funduszy jej poziom spada (por. [8]). W okresie kryzysu z 2008 r. należności te spadły w przypadku dużych funduszy do poziomu 1,65%. Standardowo przyjmuje się, iż jest to koszt stały i pobierany od całości środków zgromadzonych przy zawiązywaniu funduszu. Oczywiście istnieje wiele rozwiązań dotyczących sposobu ustalenia jego wysokości, może to być: klasyczna stała opłata wyrażona w procentach, zmienna stopa procentowa ważona czasem i poziomem zaangażowania inwestora, opłata liczona od całości środków pozostających w dyspozycji funduszu albo też opłata stała (absolutna) wyrażona z góry określonym poziomem.

Minimalna stopa zwrotu (*hurdle rate*) określana jest, jako minimalna stopa zwrotu wymagana przez inwestorów funduszu, zanim zarządzający zacznie otrzymywać wynagrodzenie z tytułu jej przekroczenia. Po przekroczeniu zakładanej stopy zwrotu zarządzający zaczyna otrzymywać dodatkowe wynagrodzenie. W przypadku funduszy typu *buy out* standardowo ustala się minimalną stopę zwrotu IRR na poziomie 8%. Po jej przekroczeniu zyski z inwestycji dzielone są pomiędzy inwestorów i zarządzających w różnych ustalonych podczas negocjacji proporcjach. Typowa alokacja środków wskazywana przez statystyki to 80:20, czyli 80% jest rozdzielane pomiędzy wszystkich partnerów – inwestorów funduszu, pozostałe 20% przypada partnerowi generalnemu. Termin i warunki podziału zysku są uzgadniane indywidualnie pomiędzy partnerami. Oczywiście istnieją różne typy partycypacji w zyskach, co zależy już od umowy pomiędzy stronami:

- Partner generalny uczestniczy w podziale zysków i dochodów długoterminowych bez jakichkolwiek restrykcji i warunków;

- Uwzględniona proporcja podziału zysków zawiera wszystkie elementy dochodów, zysków i strat;
- Uwzględniona proporcja podziału zysków zawiera wszystkie elementy dochodów, zysków i strat, tak długo, jak długo skumulowane zyski funduszu przewyższają straty;
- Uwzględniona proporcja podziału zysków zawiera tylko zyski i dochody długoterminowe (por. [9]).

Z punktu widzenia inwestorów należy tak oszacować poziomy tych wypłat, by zarządzający nie dążył do jak najszybszej wypłaty z tytułu osiągniętych wyników. Może to bowiem wpływać na krótkoterminową strategię osiągnięcia jak najwyższych zysków przez fundusz i zaniedbania długookresowych celów finansowych. Zbyt wysoki poziom *hurdle rate* może okazać się demotywuujący dla zarządzających funduszem.

#### 4. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez fundusze *venture capital* oraz *private equity*

Wyniki osiągnięte przez fundusze są wskazówką i bodźcem do działania i ponoszenia ryzyka przez inwestorów *venture capital*. Ryzyko, jakie ponoszą inwestorzy w przypadku inwestycji w młode spółki, jest ogromne. Wynagrodzenie za tak wysoki jego poziom powinno być również wysokie. Dokładne wyniki funduszy zostaną przedstawione w następnym rozdziale książki. W tym momencie chcę jedynie wskazać, jaki poziom wyników jest możliwy dla osiągnięcia przez fundusze *venture capital* w ostatnich latach. Oczywiście wyniki osiągnięte przez fundusze zależą w głównej mierze od ich charakteru i inwestycji, jakich dokonują, z uwzględnieniem etapu rozwoju spółek, które preferują. *Benchmarkiem* dla funduszy działających w USA jest najczęściej stopa zwrotu z indeksów *SP500* lub *Dow Jones Industrial Average* lub *Nasdaq Composite*.

**Tabela 3.** Porównanie wyników *Private Equity Performance Index (PEPI)* z indeksami rynkowymi w USA w latach 2006–2009

Okres	1 kwartał	1 rok	3 lata	5 lat	10 lat	15 lat	20 lat
31.12.2009	3,3	3,0	-0,3	4,3	-0,9	37,8	23,4
30.10.2009	2,3	-12,4	1,3	4,9	8,4	36,6	23,1
31.12.2008	-12,5	-16,5	4,1	7,1	35	33,7	22,3
31.12.2007	.	19,5	9,4	8,5	18,3	.	16,7
31.12.2006	.	17,8	9,8	1,4	20,5	.	16,6
Early/seed	.	-20,6	1,7	3,7	36	.	21,8
Balance VC	.	-26,9	4,6	8,4	13,5	.	14,5
Later stage VC	.	-6,8	9,5	8,7	7,5	—	14,5

**Tabela 3.** Porównanie wyników... (cd.)

Okres	1 kwartał	1 rok	3 lata	5 lat	10 lat	15 lat	20 lat
DJIA	8,1	22,7	-3,1	1,9	1,3	9,3	9,5
SP500	6	26,4	-5,6	0,8	-0,9	8	8,4
Nasdaq Composite	6,9	43,7	-2,1	0,4	-5,7	7,6	8,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie [10].

Analizując tabelę 3, możemy wskazać na długoterminowy charakter inwestycji *venture capital*. Krótkookresowe stopy zwrotu są na ujemnych poziomach i są znacznie niższe od stóp zwrotu osiąganych przez giełdowe indeksy w USA. Ponadto należy stwierdzić, iż fundusze inwestujące w spółki we wczesnej fazie rozwoju w długim terminie osiągają wyższe wyniki niż fundusze inwestujące w przedsiębiorstwa w bardziej zaawansowanym stadium rozwoju. Jeśli chodzi o fundusze działające w Europie, to ich stopy zwrotu kształtują się następująco:

**Tabela 4.** Wyniki funduszy w latach 2007–2009 uzyskane z inwestycji przeprowadzonych w Europie (5 year rolling IRR)

Rodzaj funduszu	2007	2008	2009
Fundusze <i>venture capital</i>	8	1,01	1,7
Fundusze <i>buy out</i>	15	11,1	7,9

Źródło: opracowanie własne (na podstawie [11]).

Metodologia obliczania stóp zwrotu jest inna między funduszami w USA i Europie. Mimo to przedstawione wyniki, wskazują na odmienny charakter inwestycji, jaki rysuje się pomiędzy tymi dwoma gospodarkami. W Europie dużą popularnością cieszą się wykupy menedżerskie, dlatego też ten rodzaj działalności przynosi wyższe stopy zwrotu niż inwestycje *venture capital*.

## Podsumowanie

Istnieje wiele sposobów zakończenia inwestycji przez fundusz. Wybór i wykorzystanie jednego z nich zależy szczególnie od charakteru funduszu oraz od sytuacji spółki i rozwoju rynku w kraju działania funduszu. Powodzenie procesu dezinwestycji warunkuje wyniki osiągnięte przez fundusz i jest niezmiernie ważnym momentem w jego działalności. Dzięki niemu fundusz może osiągnąć ponadprzeciętne zyski z inwestycji, dlatego planowanie i odpowiednie przeprowadzenie tego procesu jest niezbędne w celu osiągnięcia zakładanych przez fundusz celów. Różnice wynikające z podejścia do określonych sposobów oraz ich wykorzystania są uzależnione od warunków rynkowych. Dlatego też inaczej przedstawiają się statystyki dezinwestycji na rynku USA oraz na rynku europejskim,

w tym polskim. Na rynku USA dominują dwa sposoby dezinwestycji, *IPO* oraz sprzedaż akcji/udziałów inwestorowi strategicznemu. W Europie zaobserwować możemy większą liczbę rozwiązań zakończenia inwestycji przez fundusz *venture capital/private equity*. Rynek polski podąża za sposobami wykorzystywanymi w Europie do zakończenia inwestycji. Wyniki funduszy *venture capital* na rynkach USA oraz Europy również różnią się w sposób znaczący. Mają na to wpływ specyficzne uwarunkowania rynkowe przypisywane poszczególnym regionom.

## Literatura

- [1] EVCA, Reporting Guidelines, czerwiec 2006, s. 30.
- [2] Pełny opis metod obliczania stóp zwrotów można znaleźć w Reporting Guidelines, EVCA, Performance Measurements Principles EVCA oraz w K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje Private Equity*, Poltext, Warszawa 2004.
- [3] Sobanska K., Sieradzan P., *Inwestycje Private equity*, Poltext, Warszawa 2004, s. 248.
- [4] Pan-European Survey of Performance – from Inception to 31st December 2004, s. 15.
- [5] Manson C.M., *The Rate Of Return From Informal Venture Capital Investments*, Babson College 1999, s. 134.
- [6] Callow A.D., Larsen M., *Understanding Valuation: a Venture Investors's Perspective*.
- [7] Litvak K., *Venture Capital Limited Partnership Agreement*, Texas University, luty 2009.
- [8] *Biała Księga*, PSIK, Warszawa 2007, s. 26.
- [9] Kornasiewicz A., *Venture capital...*, s. 47.
- [10] NVCA Yearbooks 2007–2010.
- [11] Raporty funduszu Capital Dynamics.

## Summary

### Quasi venture capital investments and its influence on regional development in Poland

Risk capital is a resource essential to the formation and growth of entrepreneurial ventures. The performance of the venture capital markets is a matter of fundamental concern to entrepreneurs, venture investors and to public officials. Results are fundamental instrument of estimate of activity venture capital funds. Efficiency of investment is basic factor to motivate managers for taking up of risk. Article stresses most important measures of efficiency of investment carried by venture capital funds. It presents detailed analysis of result achieved by funds on US and European markets.