**Zbigniew Drewniak**
Uniwersytet Mikołaja Kopernika

# KAPITAŁ PODWYŻSZONEGO RYZYKA JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTWA[1]

## Wstęp

Jednym z rodzajów zewnętrznych źródeł kapitału własnego w spółce są fundusze typu *private equity/venture capital*. Z tego typu finansowania skorzystały dotychczas setki polskich przedsiębiorstw, co umożliwiło im start rynkowy i późniejszą ekspansję. Wciąż aktualne są pytania o efektywność tego rodzaju inwestycji zarówno dla inwestora, a więc funduszu podwyższonego ryzyka, jak i dla samej spółki. Podstawową korzyścią dla inwestorów jest stopa zwrotu z inwestycji i zysk realizowany w wyniku sprzedaży spółki. Z kolei korzyści, jak i negatywne skutki tego rodzaju finansowania dla samych przedsiębiorstw mogą być wielorakie i powinny stanowić przedmiot analizy, która umożliwi szerszą ocenę zjawiska, jakim są inwestycje kapitału podwyższonego ryzyka. Kapitał podwyższonego ryzyka to średnio- lub długoterminowe zaangażowanie kapitału zarządzanego przez profesjonalnych pośredników finansowych przede wszystkim w znaczne pakiety akcji, bądź pakiety udziałów przedsiębiorstw nienotowanych publicznie, znajdujących się w procesie radykalnych zmian, w celu uzyskania ponadprzeciętnej stopy zwrotu, przede wszystkim za sprawą realizacji zysku kapitałowego (Wrzesiński 2008). Celem artykułu jest ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstw korzystających z finansowania kapitałem własnym zewnętrznym, jakim jest *private equity/venture capital*. Przedmiotem analizy będzie zadłużenie, rentowność finansowanych przedsiębiorstw oraz przychody i wynik finansowy.

[1] Praca naukowa współfinansowana ze środków Europejskiego Funduszu Społecznego i Budżetu Państwa w ramach Zintegrowanego Programu Operacyjnego Rozwoju Regionalnego, działania 2.6 „Regionalne Strategie Innowacyjne i transfer wiedzy" projektu własnego województwa kujawsko-pomorskiego „Stypendia dla doktorantów 2008/2009 – ZPORR.

## 1. Kapitał podwyższonego ryzyka w spółce

Poszukiwanie odpowiedniej struktury finansowania przedsiębiorstwa od wielu lat jest przedmiotem badań teoretyków. Ich rezultatem są dwa główne nurty odnoszące się do struktury finansowania przedsiębiorstwa, a mianowicie: teoria substytucji oraz teoria hierarchii źródeł finansowania.

Teoria substytucji zakłada istnienie pewnej optymalnej struktury kapitału, a więc właściwej proporcji między kapitałem obcym a własnym. Osiągnięcie optymalnej struktury kapitału zapewnia jednocześnie maksymalizację wartości spółki. Teoria substytucji, wywodząca się jeszcze z teorii Millera-Modiglianiego, zakłada wykorzystanie długu w pierwszej kolejności, ze względu chociażby na korzyści podatkowe. W teorii substytucji uwzględniono dodatkowo koszty bankructwa i ryzyko niewypłacalności, co stwarza konieczność poszukiwania optymalnej relacji długu do kapitału własnego, która maksymalizowałaby wartość przedsiębiorstwa (Miller i Modigliani 1956; Brigham 1996; Duliniec 2001).

Teoria hierarchii źródeł finansowania daje odpowiedź na pytania dotyczące kolejności wykorzystania poszczególnych źródeł kapitału przez przedsiębiorstwo. Zgodnie z tą teorią, przedsiębiorstwa preferują źródła finansowania wewnętrznego własnego, a dopiero w przypadku konieczności finansowania zewnętrznego, w pierwszej kolejności emitują papiery dłużne, a w ostateczności nowe akcje (Myers 1984; Kubiak 2005; Skowroński 2002).

Kapitał podwyższonego ryzyka jest szczególnym źródłem finansowania spółki. Instrument ten zaliczany jest do finansowania własnego. Środki wnoszone do spółki przez inwestora nie mają charakteru zobowiązania, lecz zasilają kapitał podstawowy. Inwestor staje się tym samym udziałowcem w spółce. Ze względu na źródło pochodzenia, kapitał podwyższonego ryzyka zaliczany jest do źródeł zewnętrznych. W praktyce inwestorzy wykorzystują również inne formy finansowania spółki i, oprócz podwyższenia kapitału podstawowego, wykorzystują instrumenty hybrydowe, udostępniając część środków w formie pożyczki, objęcia obligacji zwykłych czy zamiennych na akcje (Ostaszewski, Cicirko, Kreczmańska-Gigol i Russel 2009).

Istotnym elementem każdej transakcji na rynku podwyższonego ryzyka jest wartość dodana wnoszona przez inwestorów do spółki. Oprócz środków finansowych, fundusz wnosi do spółki kapitał intelektualny, który szczególnie w przypadku innowacyjnych i nowo powstałych przedsiębiorstw, może okazać się kluczowy dla ich dalszego rozwoju. Wiedza i doświadczenie menedżerów funduszu mogą być wykorzystane do poprawy funkcjonowania spółki i podniesienia efektywności jej działania. Z kolei liczne kontakty biznesowe zarówno z przedsiębiorstwami, jak i instytucjami otoczenia gospodarczego stanowią niezwykle ważny czynnik ułatwiający budowanie nowych relacji z kontrahentami, dostawcami czy bankami (Grzywacz i Okońska 2005).

## 2. Analiza wyników

W artykule wykorzystano dane ze sprawozdań finansowych spółek, które korzystały z finansowania kapitałem podwyższonego ryzyka w latach 1997-2006. Analizie poddano jedynie zakończone inwestycje. Uzyskano dane z 52 spółek. Inwestycje w te spółki były realizowane przez fundusze bądź firmy zarządzające funduszami PE/VC, takie jak: ARX Equity, BMP AG, Enterprise Investors, Environmental Investment Partners, Innova Capital, Krokus PE, MCI Management, Renaissance Partners oraz Riverside. Od początku swojej działalności na rynku polskim fundusze te zainwestowały łącznie w około 265 polskich przedsiębiorstw.

### 2.1. Charakterystyka badanych spółek

Okres inwestycji funduszy wahał się od roku do dziewięciu lat. Średni okres inwestycji dla badanych spółek wyniósł cztery lata. Potwierdza to zatem, że fundusze podwyższonego ryzyka inwestują w średnim i długim horyzoncie czasowym. W 23 przypadkach spółki pozyskały inwestora w momencie powstania. W przypadku 29 podmiotów fundusze inwestowały w spółki już istniejące. Zdecydowana większość badanych przedsiębiorstw ma swoją siedzibę w województwie mazowieckim – 21 spółek, a w dalszej kolejności w dolnośląskim – 9 spółek, małopolskim i łódzkim – po 4 spółki, śląskim – 3 spółki, kujawsko-pomorskim, podkarpackim, pomorskim i wielkopolskim – po 2 spółki oraz w lubelskim i świętokrzyskim – po 1 spółce. Według Europejskiej Klasyfikacji Działalności, badane spółki należały do następujących sektorów:

- obsługa nieruchomości i firm (16),
- przetwórstwo przemysłowe (15),
- handel i naprawy (8),
- pośrednictwo finansowe (5),
- transport, gospodarka magazynowa i łączność (5),
- pozostała działalność usługowa, komunalna, społeczna i indywidualna (2),
- hotele i restauracje (1).

### 2.2. Analiza zadłużenia

Analizując kapitał podstawowy badanych przedsiębiorstw, zauważalny jest jego znaczący wzrost w momencie wejścia inwestora do spółki. Kapitał podstawowy w pierwszym roku inwestycji (nie uwzględniając spółek nowo powstałych) wzrósł średnio o 710%. Analizując zmiany kapitału podstawowego w całym okresie inwestycji, w przypadku 37 spółek zanotowano wzrost kapitału podstawowego, w trzech przypadkach jego spadek, natomiast w 10 przypadkach kapitał podstawowy nie zmienił się w okresie trwania inwestycji. Średni wzrost kapitału podstawowego w całym okresie inwestycji wyniósł 2252%. Świadczyć to może o znacznym dokapitalizowaniu spółek przez inwestorów. Ciekawych informacji dostarcza również analiza struk-

tury kapitału badanych przedsiębiorstw. Wskaźnik udziału długu do kapitałów całkowitych przed wejściem inwestora do spółki kształtował się w granicach od 0 do 95,3% i wynosił średnio 42,8%. Z kolei w pierwszym roku inwestycji zanotowano spadek zadłużenia w przypadku 15 spółek, natomiast w przypadku 12 spółek zadłużenie zwiększyło się[2]. Analizując cały okres inwestycji i porównując pierwszy rok inwestycji z ostatnim, w przypadku 26 spółek wystąpił wzrost zadłużenia, w przypadku 14 spadek zadłużenia, a w przypadku 3 spółek zadłużenie nie zmieniło się[3].

Średni wzrost zadłużenia w całym okresie inwestycji wyniósł 93%.

**Tabela 1. Zadłużenie w spółkach finansowanych kapitałem podwyższonego ryzyka**

| Lp. | długość okresu inwestycji w latach (w %) | zmiana kapitału podstawowego w pierwszym roku inwestycji (w %) | zmiana kapitału podstawowego w całym okresie inwestycji (w %) | dług/kapitał całkowity przed wejściem inwestora (w %) | dług/kapitał całkowity w I roku inwestycji (w %) | dług/kapitał całkowity w ostatnim roku inwestycji (w %) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 1 | 6 | 19,1 | 19,1 | 38,2 | 27,8 | 31,9 |
| 2 | 5 | 1800,0 | 1800,0 | 92,1 | 90,3 | 96,7 |
| 3 | 4 | - | 20,0 | - | n.d. | n.d. |
| 4 | 4 | - | 29,2 | - | n.d. | n.d. |
| 5 | 4 | - | 688,6 | - | 29,2 | 8,2 |
| 6 | 9 | 122,4 | 705,2 | n.d. | n.d. | n.d. |
| 7 | 5 | 12,0 | 12,0 | 21,7 | 23,5 | 33,9 |
| 8 | 5 | 108,8 | 188,5 | 95,3 | 64,0 | 61,7 |
| 9 | 5 | 0,0 | 0,0 | 18,8 | 17,6 | 11,9 |
| 10 | 2 | 0,0 | 0,0 | 20,2 | 22,8 | 31,4 |
| 11 | 3 | 12,6 | 12,6 | 55,2 | 34,8 | 44,2 |
| 12 | 3 | 82,7 | 116,8 | 14,7 | 7,2 | 6,2 |
| 13 | 4 | 0,0 | 1,0 | 71,2 | 85,7 | 80,4 |
| 14 | 5 | 39,1 | 72,8 | 42,9 | 14,2 | 67,9 |
| 15 | 9 | - | 96,4 | - | 3,1 | 29,4 |
| 16 | 7 | 1005,9 | 2347,1 | 88,1 | 33,1 | 77,7 |
| 17 | 4 | 112,0 | 28942,0 | 54,2 | 51,5 | 59,5 |
| 18 | 2 | 0,0 | 0,0 | 18,2 | 17,1 | 24,3 |

[2] Z analizy wyłączono spółki, które powstały wraz z rozpoczęciem inwestycji.

[3] Z analizy wyłączono spółki o ujemnym kapitale własnym.

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 19 | 3 | 0,0 | 0,0 | 22,9 | 49,5 | 32,0 |
| 20 | 1 | 0,0 | 0,0 | 25,4 | 31,6 | 31,6 |
| 21 | 4 | 525,0 | 1150,0 | 71,9 | 35,7 | 72,1 |
| 22 | 3 | 4,5 | -93,8 | 7,8 | 2,5 | 19,7 |
| 23 | 2 | 0,0 | 0,0 | 55,6 | 69,5 | 89,5 |
| 24 | 7 | 0,0 | 25,3 | 24,4 | 52,1 | 23,5 |
| 25 | 8 | 0,0 | 6145,5 | 70,2 | 78,7 | 54,0 |
| 26 | 2 | 0,0 | 0,0 | 17,8 | 16,5 | 43,4 |
| 27 | 3 | 16,4 | 16,4 | n.d. | 87,2 | 85,6 |
| 28 | 3 | - | 4257,0 | - | n.d. | n.d. |
| 29 | 1 | - | 0,0 | - | 84,9 | 84,9 |
| 30 | 2 | - | 25,0 | - | n.d. | n.d. |
| 31 | 3 | - | 7634,0 | - | 94,0 | 68,4 |
| 32 | 4 | - | 7,4 | - | 41,1 | 81,7 |
| 33 | 6 | 649,5 | 1098,1 | n.d. | n.d. | n.d. |
| 34 | 3 | 16000,0 | 16000,0 | 0,0 | 3,2 | 27,4 |
| 35 | 5 | - | 0,0 | - | 44,6 | 79,5 |
| 36 | 3 | 60,7 | 60,7 | 43,1 | 31,3 | 37,0 |
| 37 | 5 | 0,0 | 39,0 | 70,1 | 70,5 | 59,8 |
| 38 | 8 | - | 40,0 | - | 35,1 | 40,3 |
| 39 | 8 | 0,0 | 0,0 | 30,7 | 31,9 | 43,0 |
| 40 | 2 | - | -0,3 | - | 45,8 | 44,5 |
| 41 | 7 | - | -31,5 | - | 44,6 | 4,6 |
| 42 | 6 | - | 5,9 | - | 11,2 | 56,0 |
| 43 | 2 | - | 0,0 | - | 11,3 | 24,2 |
| 44 | 3 | - | 16406,0 | - | 39,3 | 61,7 |
| 45 | 1 | - | 0,0 | - | 49,9 | 49,9 |
| 46 | 7 | - | 44,2 | - | 15,3 | 48,4 |
| 47 | 3 | - | 28249,0 | - | n.d. | n.d. |
| 48 | 4 | - | 1,5 | - | 44,5 | 63,0 |
| 49 | 3 | - | 4,7 | - | n.d. | n.d. |
| 50 | 6 | - | 10,6 | - | 26,2 | 23,6 |
| 51 | 5 | - | 6,9 | - | 73,4 | 88,3 |
| 52 | 5 | 26,4 | 933,3 | n.d. | n.d. | n.d. |

Źródło: obliczenia własne na podstawie Infocredit i GUS (1997-2008).

Zwiększenie zadłużenia w przypadku przedsiębiorstw korzystających z finansowania kapitałem podwyższonego ryzyka może wynikać ze zmniejszenia tzw. trudności w dostępie do kredytu. Nowo powstające przedsiębiorstwa, chcąc się dalej rozwijać, wcześniej czy później są zmuszone skorzystać z zewnętrznych źródeł finansowania. Możliwości uzyskania kredytu na tak wczesnym etapie rozwoju są jednak bardzo ograniczone. Co więcej, szczególnie w przypadku innowacyjnych przedsiębiorstw ryzyko ich działalności jest bardzo wysokie, co dodatkowo nie przyczynia się do podniesienia ich wiarygodności kredytowej.

Pozyskanie inwestora, jakim jest fundusz podwyższonego ryzyka, jest jednym ze sposobów pozyskania kapitału na rozwój i dalszą ekspansję rynkową. Nawiązanie relacji z takim partnerem przynosi wiele dodatkowych korzyści. Jedną z nich jest podniesienie wiarygodności spółki wobec instytucji finansowych. Pośrednictwo funduszu w kontaktach z tymi podmiotami może ułatwić dostęp do kredytu. Sam rozwój spółki, wzrost jej wartości i budowanie historii finansowej przyczyniają się do znacznie łatwiejszego dostępu do kredytu. W efekcie inwestycji na rynku podwyższonego ryzyka spółka staje się w pełni dojrzałym podmiotem, mogącym samodzielnie poradzić sobie w otoczeniu gospodarczym (Gompers i Lerner 2001).

Coraz częściej transakcje na rynku podwyższonego ryzyka są realizowane poprzez zaciągnięcie długu. Fundusze podejmujące się coraz większych projektów inwestycyjnych same poszukują dodatkowych źródeł ich finansowania. Przykładem tego typu transakcji są wykupy lewarowane (Wrzesiński 2000).

### 2.3. Analiza rentowności

Spośród 29 spółek już istniejących, w momencie wejścia inwestora 15 osiągnęło lepszą rentowność aktywów (ROA)[4] niż branża w roku poprzedzającym inwestycję. Spośród 52 spółek 25 poprawiło rentowność aktywów w czasie trwania inwestycji, jednak zaledwie 15 spółek osiągnęło lepsze wyniki niż odpowiadający im sektor.

W analizie rentowności kapitału własnego (ROE)[5] pominięto spółki o ujemnej wartości kapitałów własnych. Spośród 26 spółek już istniejących lepszą rentownością kapitału własnego, niż branża w roku poprzedzającym inwestycję, charakteryzowało się 11 spółek. Spośród 47 spółek 21 poprawiło rentowność kapitałów własnych w czasie trwania inwestycji, jednak zaledwie 11 spółek osiągnęło lepsze wyniki niż odpowiadający sektor.

Do podobnych wniosków dojdziemy, analizując rentowność sprzedaży netto (ROS)[6]. Spośród 28 spółek już istniejących lepszą rentownością sprzedaży netto, niż branża w roku poprzedzającym inwestycję, charakteryzowało się 15 spółek.

[4] Rentowność aktywów liczona jako relacja wyniku finansowego netto do wartości aktywów, wyrażona w procentach.

[5] Rentowność kapitału własnego liczona jako relacja wyniku finansowego netto do wartości kapitału (funduszu) własnego, wyrażona w procentach.

[6] Rentowność sprzedaży netto liczona jako relacja wyniku finansowego netto do przychodów z całokształtu działalności, wyrażona w procentach.

*Tabela 2. Rentowność aktywów netto, kapitału własnego i sprzedaży netto w spółkach finansowanych kapitałem podwyższonego ryzyka*

| Lp. | ROA przed wejściem inwestora | ROA branży przed wejściem inwestora | zmiana ROA okresie inwestycji (w %) | zmiana ROA w branży (w %) | ROE przed wejściem inwestora | ROE branży przed wejściem inwestora | zmiana ROE okresie inwestycji (w %) | zmiana ROE w branży (w %) | ROS przed wejściem inwestora | ROS branży przed wejściem inwestora | Zmiana ROS okresie inwestycji (w %) | zmiana ROS w branży (w %) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 1 | 16,6 | 4 | 101,7 | 58,3 | 26,9 | 9,2 | 101,8 | 63,6 | 10,6 | 2,5 | 105,2 | 62,5 |
| 2 | 0,1 | 2,4 | -236,4 | 550,0 | 1,0 | 9,1 | -900,4 | 396,3 | 0,1 | 1 | -161,7 | 400,0 |
| 3 | - | - | 217,2 | 193,8 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | - | - | 132,3 | 205,0 |
| 4 | - | - | -1829,5 | -25,0 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | - | - | b.d. | b.d. |
| 5 | - | - | 72,8 | 737,5 | - | - | 79,0 | 555,6 | - | - | 87,5 | 500,0 |
| 6 | 0,8 | 0,6 | 326,6 | 111,1 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 0,2 | 2,3 | 324,8 | 73,1 |
| 7 | 17,9 | 0,9 | -45,7 | 0,0 | 22,9 | 1,2 | -37,1 | 33,3 | 11,2 | 2,6 | -63,3 | 0,0 |
| 8 | -1,3 | 0,9 | -30,0 | 0,0 | -28,2 | 1,2 | -34,2 | 33,3 | -0,2 | 2,6 | 2,8 | 0,0 |
| 9 | 9,6 | 4 | 30,5 | 0,0 | 11,8 | 9,2 | 22,1 | 0,0 | 16,6 | 2,5 | 14,1 | 6,2 |
| 10 | 5,0 | 2,4 | 6,6 | -20,0 | 6,3 | 5,5 | 19,9 | -21,6 | 3,7 | 1,6 | 10,7 | -27,3 |
| 11 | 11,1 | 0,7 | -46,4 | 160,0 | 24,8 | 2,4 | -37,4 | 123,3 | 6,8 | 0,3 | -43,3 | 185,7 |
| 12 | -102,2 | -4,2 | 60,6 | 116,7 | -119,8 | -14,2 | 58,9 | 42,4 | -316,6 | -6,2 | -92,7 | 81,0 |
| 13 | -13,1 | 2,4 | 41,3 | 737,5 | -45,6 | 9,1 | 57,1 | 555,6 | -11,6 | 1 | 57,0 | 500,0 |

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 14 | 31,7 | 5,7 | -81,4 | -272,7 | 55,4 | 22,3 | -50,3 | -543,5 | 17,6 | 4,3 | -47,7 | -412,5 |
| 15 | - | - | 101,9 | 111,1 | - | - | 102,7 | 141,7 | - | - | 100,2 | -73,1 |
| 16 | 7,2 | 3,2 | -19,1 | -28,6 | 60,4 | 11,9 | 142,5 | -48,3 | 1,8 | 1 | -33,9 | -30,0 |
| 17 | 56,4 | -0,3 | -130,3 | 533,3 | 123,2 | -0,3 | -136,3 | 625,0 | 36,3 | -0,7 | -227,1 | 462,5 |
| 18 | 5,9 | 9 | 19,1 | 10,0 | 7,2 | 18,7 | 30,4 | 10,6 | 4,9 | 5,6 | 11,7 | 10,6 |
| 19 | 11,1 | 0,9 | -64,9 | -100,0 | 14,4 | 1,2 | -74,0 | -100,0 | 6,6 | 2,6 | -57,0 | -100,0 |
| 20 | -45,8 | 8,5 | 0,0 | 0,0 | -61,4 | 19,7 | 0,0 | 0,0 | -60,1 | 9,8 | 0,0 | 0,0 |
| 21 | 31,3 | 0,1 | -44,8 | 200,0 | 111,4 | 0,5 | 27,4 | 79,3 | 7,4 | 0,1 | -31,1 | 284,6 |
| 22 | 4,0 | -1,9 | 395,9 | 4100,0 | 4,3 | -20,4 | 502,4 | 4900,0 | 44,3 | -2,5 | -6,8 | 6800,0 |
| 23 | -12,0 | 2,4 | -31,8 | -20,0 | -27,0 | 5,5 | -284,0 | -21,6 | -8,8 | 1,6 | 7,4 | -27,3 |
| 24 | 5,6 | 4 | 11,1 | 275,0 | 7,4 | 9,2 | -30,4 | 240,0 | 3,5 | 2,5 | -2,5 | 250,0 |
| 25 | 0,7 | 3,2 | -41,2 | 139,3 | 2,4 | 11,9 | -72,8 | 52,6 | 0,2 | 1 | 28,4 | 140,0 |
| 26 | -4,1 | 1,5 | -244,4 | -25,0 | -5,0 | 3,7 | -312,9 | -27,6 | -3,0 | 1,1 | -226,2 | -150,0 |
| 27 | 12,1 | -4,2 | 0,0 | 116,7 | -2600,3 | -14,2 | 0,0 | 42,4 | 11,1 | -6,2 | 0,0 | 81,0 |
| 28 | - | - | -6761,7 | -100,0 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | - | - | -133,9 | -100,0 |
| 29 | - | - | 0,0 | 0,0 | - | - | 0,0 | 0,0 | - | - | 0,0 | 0,0 |
| 30 | - | - | -644,4 | -12,5 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | - | - | -461,3 | -25,0 |
| 31 | - | - | -530,0 | 566,7 | - | - | -181,2 | 625,0 | - | - | -213,1 | 525,0 |
| 32 | - | - | 111,5 | >1000 | - | - | 137,0 | >1000 | - | - | 104,4 | >10000 |
| 33 | -23,8 | -0,3 | 139,5 | -104,5 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | -591,2 | -0,1 | 117,8 | -108,7 |

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 34 | -8,3 | 0,7 | 83,9 | 270,8 | -8,3 | 1,6 | 78,5 | 230,9 | - | - | 98,8 | 241,2 |
| 35 | - | - | 100,8 | 153,3 | - | - | 102,3 | 143,2 | - | - | 100,0 | 136,4 |
| 36 | 0,5 | 5 | -20,9 | -62,5 | 0,9 | 11,1 | -13,7 | -59,8 | 0,2 | 3 | -11,5 | -56,0 |
| 37 | -0,9 | 0,0001 | 88,0 | 733,3 | -3,1 | 0,0001 | 37,7 | 1066,7 | -1,0 | 0,00001 | 116,7 | 742,9 |
| 38 | - | - | 170,1 | 533,3 | - | - | 176,2 | 866,7 | - | - | 223,6 | 462,5 |
| 39 | 9,5 | 5 | 30,6 | 125,0 | 13,7 | 11,1 | 56,2 | 103,3 | 4,6 | 3 | -3,1 | 124,0 |
| 40 | - | - | -46,5 | 10,0 | - | - | -47,7 | 10,6 | - | - | -62,0 | 10,6 |
| 41 | - | - | -23207,7 | 2900,0 | - | - | -13430,1 | 1953,8 | - | - | -1011,3 | 3333,3 |
| 42 | - | - | 265,6 | 500,0 | - | - | 434,4 | 405,4 | - | - | 119,0 | 409,1 |
| 43 | - | - | -1427,2 | 0,0 | - | - | -1686,7 | -43,7 | - | - | -484,7 | 0,0 |
| 44 | - | - | 0,5 | -55,6 | - | - | -57,8 | -58,3 | - | - | 80,8 | -61,5 |
| 45 | - | - | 0,0 | 0,0 | - | - | 0,0 | 0,0 | - | - | 0,0 | 0,0 |
| 46 | - | - | 178,5 | 375,0 | - | - | 357,2 | 480,0 | - | - | -47,9 | 350,0 |
| 47 | - | - | 26,9 | -2350,0 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | - | - | 93,2 | -3050,0 |
| 48 | - | - | 666,8 | -70,0 | - | - | 1051,0 | -66,7 | - | - | 533,9 | -63,3 |
| 49 | - | - | -78,5 | -233,3 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | - | - | -62,8 | -300,0 |
| 50 | - | - | 227,5 | 275,0 | - | - | 216,2 | 240,0 | - | - | 89,1 | 250,0 |
| 51 | - | - | -98,7 | 0,0 | - | - | -97,1 | 0,0 | - | - | -99,0 | -41,2 |
| 52 | 12,8 | 2,4 | -16,2 | 550,0 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 5,1 | 1 | -559,5 | 400,0 |

Źródło: obliczenia własne na podstawie Infocredit i GUS (1997-2008).

Spośród 52 spółek 23 poprawiło rentowność sprzedaży netto w czasie trwania inwestycji, jednak zaledwie 16 spółek osiągnęło lepsze wyniki niż odpowiadający sektor.

## 2.4. Analiza przychodów całkowitych i wyniku finansowego

Dodatkowych informacji na temat działalności przedsiębiorstw wspieranych kapitałem podwyższonego ryzyka dostarcza analiza przychodów całkowitych i wyniku operacyjnego EBIT.

**Tabela 3. Przychody całkowite i wynik finansowy w spółkach finansowanych kapitałem podwyższonego ryzyka**

| Lp. | zmiana PC w okresie inwestycji (w %) | zmiana PC w branży (w %) | zmiana wyniku netto w okresie inwestycji (w %) | zmiana wyniku netto w branży (w %) | zmiana EBIT w okresie inwestycji (w %) | korelacja kapitału podstawowego i przychodów całkowitych | korelacja kapitału podstawowego i wyniku netto | korelacja kapitału podstawowego i wyniku operacyjnego |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 1 | -74,2 | 125,9 | 101,4 | 267,2 | 125,1 | -0,39 | -0,71 | -0,92 |
| 2 | -25,0 | 50,3 | -96,4 | 652,9 | -275,4 | 0,65 | -0,39 | -0,30 |
| 3 | -47,5 | 108,0 | 117,0 | 319,1 | 92,4 | -0,98 | 0,52 | 0,57 |
| 4 | -100,0 | 5,0 | -574,4 | *-14,8* | -362,7 | -0,69 | -0,07 | 0,12 |
| 5 | 912,5 | 47,2 | -26,7 | 799,4 | 21,4 | 0,95 | 0,47 | 0,72 |
| 6 | -32,0 | 422,6 | 253,0 | 782,8 | 279,4 | -0,80 | 0,45 | 0,47 |
| 7 | 69,6 | 22,2 | -37,8 | 22,4 | -34,4 | 0,68 | -0,34 | -0,23 |
| 8 | 103,4 | 22,2 | 109,1 | 22,4 | 115,7 | 0,75 | 0,90 | 0,89 |
| 9 | 16,5 | 104,1 | 33,0 | 110,7 | 16,6 | - | - | - |
| 10 | 15,3 | 15,2 | 27,6 | *-11,0* | 58,4 | - | - | - |
| 11 | 64,0 | 20,5 | -7,0 | 216,3 | 33,4 | 0,77 | 0,84 | 0,88 |
| 12 | 2279,8 | 5,1 | 72,7 | 92,2 | 481,0 | 0,01 | 0,96 | -0,78 |
| 13 | -23,3 | 47,2 | 67,0 | 799,4 | -23,3 | -0,35 | 0,42 | 0,01 |
| 14 | 65,3 | 135,9 | -13,6 | *-861,2* | -7,0 | 0,75 | 0,45 | 0,51 |
| 15 | 7831,0 | 422,6 | 114,1 | 782,8 | -570,9 | 0,56 | 0,46 | -0,09 |
| 16 | 1004,8 | 221,1 | 630,7 | 146,4 | 497,2 | 0,81 | -0,06 | 0,32 |
| 17 | -19,2 | 28,1 | -202,7 | 616,2 | -248,5 | -0,14 | -0,88 | -0,98 |
| 18 | 16,9 | 12,9 | 30,7 | 25,6 | 32,7 | - | - | - |
| 19 | -36,0 | 15,2 | -72,5 | *-95,0* | -96,8 | - | - | - |

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 20 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| 21 | 168,2 | 6,6 | 84,9 | 312,7 | 69,9 | 0,93 | 0,84 | 0,84 |
| 22 | -71,0 | 23,6 | -73,0 | 6980,5 | -5162,5 | 0,08 | -0,09 | -0,34 |
| 23 | 3,4 | 15,2 | 4,3 | *-11,0* | 29,3 | - | - | - |
| 24 | -7,0 | 178,5 | -9,4 | 880,9 | -13,6 | -0,74 | -0,11 | -0,29 |
| 25 | 209,9 | 278,8 | 298,0 | 831,2 | 88,2 | 0,57 | 0,21 | 0,34 |
| 26 | 16,6 | 7,8 | -247,1 | *-25,2* | -240,8 | - | - | - |
| 27 | 37,7 | 5,1 | -0,8 | 92,2 | 89,0 | 0,77 | 0,98 | 0,80 |
| 28 | 3940,0 | 15,2 | -9349,4 | *-95,0* | -12724,0 | 0,70 | -1,00 | -1,00 |
| 29 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | - | - | - |
| 30 | -68,4 | 15,0 | -77,5 | *-10,3* | -112,6 | -1,00 | -1,00 | -1,00 |
| 31 | 451,2 | 16,8 | -723,2 | 634,0 | -570,9 | 0,77 | -0,56 | -0,56 |
| 32 | -16,9 | 21,0 | 103,7 | 18919,9 | 105,6 | -0,88 | 0,96 | 0,98 |
| 33 | 80,0 | 171,8 | 132,1 | *-121,9* | 126,2 | 0,50 | -0,21 | 0,15 |
| 34 | 1288,9 | 38,8 | 82,7 | 367,5 | -35,0 | 0,43 | -0,50 | -0,93 |
| 35 | 1353,4 | 46,9 | 100,7 | 253,3 | 95,4 | - | - | - |
| 36 | 10,3 | 83,4 | -2,4 | -20,8 | -30,9 | 0,90 | 0,91 | 0,61 |
| 37 | 241,0 | 32,2 | 638,9 | 936,6 | 318,8 | 0,66 | 0,62 | 0,61 |
| 38 | 12,8 | 56,5 | 239,5 | 776,8 | 241,2 | 0,11 | 0,35 | 0,41 |
| 39 | 7,5 | 232,2 | 4,2 | 647,8 | -51,2 | - | - | - |
| 40 | 37,9 | 12,9 | -47,6 | 25,6 | -10,7 | -1,00 | 1,00 | 1,00 |
| 41 | 498,1 | 25,7 | -6546,7 | 4826,0 | -1121,3 | 0,78 | -0,26 | -0,38 |
| 42 | 7769,2 | 81,2 | 1594,1 | 843,8 | 2118,2 | 0,95 | 0,04 | 0,39 |
| 43 | -33,4 | *-13,3* | -289,3 | 12,6 | -505,1 | - | - | - |
| 44 | 305,2 | 288,5 | 22,1 | 44,6 | 26,9 | 0,90 | 0,60 | 0,62 |
| 45 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | - | - | - |
| 46 | 1733,3 | 34,5 | 854,8 | 510,5 | 848,2 | 0,92 | 0,40 | 0,39 |
| 47 | 3194,1 | 184,9 | -124,6 | *-8828,1* | -263,0 | 0,97 | -0,50 | -0,88 |
| 48 | 126,9 | 155,2 | 1338,5 | *-9,0* | 399,5 | 0,74 | 0,81 | 0,85 |
| 49 | 107,9 | 55,7 | -238,4 | *-626,3* | -4185,0 | 0,81 | -0,83 | -0,34 |
| 50 | 74,5 | 178,5 | 229,9 | 880,9 | 128,7 | 0,45 | 0,31 | 0,22 |
| 51 | 340,1 | 557,2 | -95,7 | 275,3 | 113,3 | 0,96 | -0,67 | 0,93 |
| 52 | -96,8 | 50,3 | 78,7 | 652,9 | 83,5 | -0,96 | -0,21 | -0,24 |

Źródło: obliczenia własne na podstawie Infocredit i GUS (1997-2008).

W przypadku 35 spółek, spośród 52 analizowanych zanotowano zwiększenie wartości przychodów całkowitych. Jednak, porównując dynamikę przychodów innych spółek z odpowiednich sektorów, jedynie w przypadku 24 badanych przedsiębiorstw uzyskano lepsze rezultaty niż spółki z danego sektora. W przypadku 27 spółek zanotowano wzrost wyniku finansowego netto. Jednak jedynie w przypadku 14 podmiotów zmiana wyniku finansowego netto była większa niż spółek z odpowiednich sektorów.

Ciekawych informacji dostarcza analiza korelacji między kapitałem podstawowym a wynikiem operacyjnym. W przypadku 25 spółek zaobserwowano pozytywną korelację, co może świadczyć o pozytywnych efektach dokapitalizowania spółki. W przypadku 16 spółek korelacja była ujemna, natomiast w przypadku 11 przedsiębiorstw, ze względu na brak zmiany kapitału podstawowego, współczynników korelacji nie można było policzyć. Do podobnych wniosków prowadzi analiza współzależności między kapitałem podstawowym a przychodami całkowitymi. W przypadku 30 przedsiębiorstw zanotowano pozytywną korelację między kapitałem podstawowym a przychodami całkowitymi. W przypadku 11 spółek zaobserwowano ujemną korelację. W przypadku współzależności między kapitałem podstawowym a zyskiem netto, korelacja pozytywna wystąpiła w 23 przypadkach, natomiast negatywna w 18 przypadkach.

## Zakończenie

Inwestycje typu *private equity/venture capital* związane są z wysokim ryzykiem. Ryzyko inwestycji dotyczy, z jednej strony, funduszu i nieuzyskania oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji, a z drugiej – samej spółki. W większości spółek pozyskanie kapitału podwyższonego ryzyka skutkowało w przyszłości wzrostem zadłużenia. Ocena rentowności spółki potwierdza, że nie wszystkie spółki poprawiają swoją sytuację finansową i odnoszą sukces rynkowy. W większości przypadków pogorszyła się rentowność aktywów i rentowność kapitału własnego. Jedynie w zakresie rentowności sprzedaży netto większość badanych spółek zanotowała poprawę. Niemniej jednak w większości przypadków zmiana rentowności spółek była niższa niż w przypadku odpowiadających im sektorów. Fundusz, wnosząc do spółki kapitał w zamian za akcje i udziały, podwyższa tym samym kapitał podstawowy spółki. Analiza badanych spółek wykazała, że w większości przypadków istnieje dodatnia korelacja między kapitałem podstawowym a przychodami całkowitymi, wynikiem finansowym i operacyjnym.

## Bibliografia

Brigham E. (1996), *Podstawy Zarządzania Finansami*, PWE, Warszawa.
Dulniec A. (2001), *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
Gompers P.A., Lerner J. (2001), *The Money of Invention. How Venture Capital Creates New Wealth*, HBS Press, Boston.
Grzywacz J., Okońska A. (2005), *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa.
GUS (1997-2008), Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych za lata 1996-2007, Warszawa.
Kubiak J. (2005), *Hierarchia źródeł krótkoterminowego finansowania przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
Miller M.H., Modigliani M. (1956), *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, American Economic Review, No. 3.
Myers S.C. (1984), The capital structure puzzle, Journal of Finance, No 34(3), s. 575-592.
Ostaszewski J., Cicirko T., Kreczmańska-Gigol K., Russel P. (2009), *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa.
Skowroński A. (2002), *Teorie struktury kapitału*, [w:] Sobiech, J. (red.), *Kapitałowa strategia przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
Wrzesiński M. (2000), *Fuzje i przejęcia: wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO: uwarunkowania rozwoju w Polsce*, K.E. Liber, Warszawa.
Wrzesiński M. (2008), *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, SGH, Warszawa.

## PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL AS THE WAY OF COMPANY FINANCING.

### Summary

The paper covers the analysis of private equity/venture capital investments in Poland. Analysis include 52 companies, in which the PE/VC funds have invested in 1997-2006. The financial statements data where acquired from Infocredit. The analysis covers the following aspects: debt, profitability, revenues, net profit and EBIT. Effectiveness of private equity/venture capital for the company seems to be important issue in case of assessing the private equity/venture capital phenomenon at all. Beyond the financial capital, the investors provide capital in the meaning of knowledge and experience that is crucial for the success of early stage, innovative projects.