

*Elżbieta Grzegorzczak**

PROCES DEZINWESTYCJI FUNDUSZY VENTURE CAPITAL POPRZEZ IPO

1. WSTĘP

Proces inwestycyjny dotyczący innowacyjnej formy finansowania, jaką stanowi *venture capital*, jest stosunkowo czasochłonny i skomplikowany. Statystyki pokazują, że zaledwie 1%–2% projektów otrzymuje dofinansowanie, ale jednocześnie aż 20% spośród zrealizowanych pomysłów osiąga większy sukces niż początkowo zaplanowano¹. Zanim przedsiębiorstwo zdecyduje się na finansowanie poprzez *venture capital*, musi być właściwie przygotowane do negocjacji, jako że umowa, jaką strony mają ze sobą zawrzeć, będzie rzutować na całość projektu. Ustalenie przebiegu inwestycji oraz wszelkich jej etapów jest kluczowe zarówno z punktu widzenia interesu przedsiębiorcy, jak i inwestora.

Dezinwestycja jest nieodzownym i niezwykle ważnym etapem procesu finansowania za pomocą kapitału typu *venture*. Oznacza ona wszelkie działania podejmowane przez inwestora, mające na celu doprowadzenie do wycofania się z inwestycji na rynku publicznym lub prywatnym. Inwestorzy, ograniczając horyzont czasowy inwestycji, planują moment i sposób jej zakończenia poprzez sprzedaż udziałów innemu podmiotowi na rynku. Nie są one bowiem zainteresowane pozostawaniem w przedsiębiorstwach o znormalizowanych stopach zwrotu, podczas gdy na rynku istnieją inne, szybko rozwijające się, innowacyjne spółki, które pozwalają dynamicznie zwiększać wartość angażowanego kapitału. Kapitałodawcy poprzez sprzedaż posiadanych udziałów dokonują restrukturyzacji swojego portfela oraz realizują zyski, uzyskując płynne środki finansowe, którymi mogą spłacać swoje zobowiązania².

Przebieg całego procesu inwestycyjnego oraz późniejsza dezinwestycja mają charakter bardzo zindywidualizowany, każdy bowiem pomysł jest nieco inny, a i fundusze mają swoje preferencje dotyczące dokonywanych inwestycji. Istnieje

* Mgr, doktorantka, Katedra Finansów i Rachunkowości MSP, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki.

¹ A. Kwiecińska, *Venture capital*, „Deal” 2010 (marzec), nr 1(9), s. 15.

² P. Zasepa, *Venture capital – sposoby dezinwestycji*, Cedewu, Warszawa 2010, s. 87.

zatem wiele sposobów na przeprowadzenie każdego z etapów tej formy lokaty kapitału, a szczególnie ostatniej fazy, jaką jest dezinwestycja funduszu *venture*.

Głównym celem prezentowanej analizy jest wskazanie istotności przeprowadzenia etapu dezinwestycji w procesie inwestycyjnym funduszy *venture capital*, ze szczególnym uwzględnieniem oferty publicznej. Wycofanie się z inwestycji poprzez *IPO*, jako najbardziej popularny sposób dezinwestycji w Polsce, zostanie przybliżony w poniższym artykule.

2. ZNACZENIE DEZINWESTYCJI ORAZ JEJ RODZAJE

Moment oraz sposób dezinwestycji są niezwykle ważne zarówno dla funduszu, jak i dla przedsiębiorcy. Spółka powinna być przygotowana na okoliczności, w jakich dojdzie do sprzedaży dużej ilości udziałów. Termin dezinwestycji powinien być zaplanowany podczas negocjacji poprzedzających inwestycję i wskazany w umowie. Może on być z góry określony datą czy okresem lub też może być wynikiem osiągnięcia przez spółkę wyznaczonych efektów ekonomicznych³. Fundusze preferują zwykle wyznaczenie terminu wyjścia z inwestycji w oparciu o osiągnięcie pewnego poziomu ekonomicznego przez przedsiębiorstwo. Przy zmiennym otoczeniu trudno jest bowiem jednoznacznie i dokładnie określić, po jakim czasie inwestycja zacznie przynosić wymierne korzyści, jakich oczekuje inwestor.

Istnieje wiele możliwości wycofania się inwestora z projektu, z których każda przynosi nieco inne konsekwencje dla obu stron. Sposób dezinwestycji jest zatem przedmiotem rozważań tak inwestorów, jak i przedsiębiorców. Ustala się go przed podpisaniem umowy i przygotowuje spółkę do tego od samego początku⁴. Ma on bowiem istotny wpływ na dalsze losy przedsiębiorstwa. Przedsiębiorca powinien zatem zadbać o to, aby wyjście z inwestycji odbyło się w sposób korzystny dla firmy i przyczyniało się do dalszego rozwoju przedsiębiorstwa, a nie spowodowało jego stagnacji czy regresu. Inwestor z kolei, dbając o swoje interesy, ma jednak obowiązek pamiętać o potrzebach firmy, w której powstaniu miał przecież swój udział. Nie powinien zatem działać na szkodę przedsiębiorstwa i odbierać jemu możliwość dalszego prężnego rozwoju.

Niezwykle istotny jest termin wycofania się funduszu z inwestycji. Najczęściej fundusze wybierają jako moment inwestycji koniec okresu dynamicznego wzrostu spółki wyznaczony na podstawie skrupulatnych obliczeń. Określenie daty może mieć jednak charakter płynny⁵. Jednakże firmy przeprowadzające transak-

³ P. Zasepa, *Venture capital – sposoby dezinwestycji...*, s. 87–88.

⁴ K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 113.

⁵ P. Zasepa, *Venture capital – sposoby dezinwestycji...*, s. 120.

cje dezinwestycyjne wykazują, że w praktyce każdy wykup jest inny i zależy od wielu czynników⁶. Fundusze, za pomocą różnych metod i zdobytego doświadczenia, mogą z dość dużą dokładnością ustalić optymalny moment dezinwestycji. Mogą jednak wyjść z inwestycji, wykorzystując okazję stworzoną przez warunki rynkowe, czego przykładem może być wysoka wycena akcji związana z hossą na rynku czy intratna propozycja od zainteresowanego inwestora branżowego⁷. Trudno bowiem przewidzieć wszelkie okoliczności, jakie wystąpią podczas realizacji projektu, tym bardziej, że elementem charakteryzującym inwestycje *venture capital* jest długookresowość finansowania.

Zasadniczo, poglądy zarządzających funduszem *venture capital* i przedsiębiorców są odmienne, szczególnie jeśli chodzi o ostatni etap inwestycji. Właściciel zazwyczaj czuje silne przywiązanie do firmy, jako że jest ona dorobkiem całego jego życia. Dla funduszu jest to na ogół jedynie zwykła transakcja, jedna z wielu, jakie posiada w swoim portfelu. Przyszli partnerzy powinni zatem pomyśleć o tym, jak zakończyć transakcję, zanim jeszcze zwiążą się ze sobą jakąkolwiek umową⁸. Współpraca pomiędzy przedsiębiorcą a inwestorem ma bowiem za zadanie doprowadzenie do rozwoju firmy i osiągnięcie przez nią wyników docelowych, zadawalających obie strony i umożliwiających zakończenie inwestycji. Dokonanie dezinwestycji przez fundusz *venture capital* może przybierać różne formy. Do najczęściej obecnie stosowanych sposobów zalicza się⁹:

- wprowadzenie spółki na giełdę papierów wartościowych (*IPO*);
- sprzedaż udziałów inwestorowi branżowemu lub strategicznemu (*trade sale*);
- sprzedaż udziałów inwestorowi finansowemu lub innemu funduszowi *venture capital* (*secondary purchase*);
- sprzedaż udziałów pozostałym właścicielom przedsiębiorstwa – zwrotne zbycie udziałów (*buy back*);
- wykup menedżerski:
 - przez zarządzających firmą (*MBO – Management Buy Out*),
 - przez menedżerów spoza firmy (*MBI – Management Buy In*);
- pozostałe transakcje wykupu:
 - wykup przez menedżerów z przedsiębiorstwa oraz spoza firmy (*BIMBO*),
 - wykup menedżersko-pracowniczy (*MEBO – Management Employee Buy Out*),
 - leasing pracowniczy (*EBO – Employees Buy Out*),

⁶ *Ibidem*, s. 113.

⁷ M. Pietraszewski, *Proces inwestycyjny realizowany przez fundusze private equity*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna we Wrocławku, Wrocław 2007, s. 140.

⁸ *Venture capital – szansą dla przedsiębiorczych*, Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Biblioteka – Przedsiębiorca w Unii Europejskiej, nr 6/2005, Warszawa 2005, s. 8.

⁹ P. Zasepa, *Venture capital – sposoby dezinwestycji...*, s. 90–91.

- wykup wspomagany zwany lewarowym (LBO – *Leveage Buy Out*),
- *Public Buy Out*;
- zakup spółki przez innego inwestora w zamian za jego akcje (*reverse takeover*);
- likwidacja spółki, umorzenie udziałów (*write off*).

Można wskazać jeszcze kilka dodatkowych sposobów, jednakże są one jedynie kolejnymi modyfikacjami i pochodnymi zaprezentowanych powyżej.

Przedsiębiorca, dla własnego dobra oraz dobra firmy powinien zadbać, aby okres oraz sposoby dezinwestycji, wskazane w umowie, były korzystne dla przedsiębiorstwa i nie pogarszały jego sytuacji ekonomicznej. W zależności od tego, czego oczekują właściciele, jakie są ich przekonania i cele oraz jak widzą przyszłość przedsiębiorstwa, powinni upewnić się, że umowa z inwestorem typu *venture* tym celom nie zagraża. Niektórzy przedsiębiorcy będą liczyli na wprowadzenie firmy na giełdę, co podniesie jej prestiż i pozwoli na zdobycie środków na dalszą działalność. Inni natomiast będą preferować odkupienie udziałów od funduszu tak, aby nie wprowadzać nowych inwestorów. Fundusz inwestujący w firmę zawsze będzie dążył do zabezpieczenia swoich interesów. Tak samo powinien postępować przedsiębiorca poszukujący finansowania. Oczywiście winien on wziąć pod uwagę, że jego pozycja negocjacyjna jest zwykle słabsza, nie oznacza to jednak, że należy godzić się na wszystkie ustępstwa.

3. WPROWADZENIE SPÓŁKI NA GIEŁDĘ PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH (IPO)

Wprowadzenie spółki na giełdę (*IPO – Initial Public Offering*, pierwotna oferta publiczna) jest to klasyczny i uznawany za wzorcowy sposób dezinwestycji przy finansowaniu typu *venture*. Jak podaje Rocznik *EVCA*¹⁰, w 2009 r. to właśnie wejście na Giełdę Papierów Wartościowych, o udziale 45% w całkowitej kwocie dezinwestycji, było najczęstszą metodą zakończenia inwestycji w Polsce. W Europie nie jest to jednak tak popularny sposób wyjścia z projektu, jako że zaledwie 6% kapitału *VC* zostało wyprowadzone z inwestycji poprzez *IPO*.

W naszym kraju stosunkowo powszechne są także inne metody dezinwestycji, jak: sprzedaż udziałów inwestorowi finansowemu (np. innemu funduszo-*wi venture capital*), która stanowi ponad 33% ogółu dezinwestycji (w Europie to około 10%) oraz sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu, obejmująca około 20% całkowitej kwoty (w Europie powyżej 31%). Jak wskazują dane *EVCA*, zawarte w poniższej tabeli, w naszym kraju właściwie nie korzysta się z odpisu wartości spółek portfelowych w funduszach czy wykupów menedżerskich, podczas gdy w Europie odpis w 2009 r. został zastosowany aż przez 30%

¹⁰ *Pan-European Private Equity & venture Capital Activity Report*, *EVCA Yearbook 2010*, European Private Equity & Venture Capital Association, 2010 (June), s. 99.

inwestorów, a wykupy menedżerskie stanowiły ponad 5% ogółu dezinwestycji przeprowadzonych na naszym kontynencie.

Tabela 1. Sposoby dezinwestycji wykorzystywane przez inwestorów *private equity/venture capital* w Polsce i Europie w 2009 r. według danych z przedsiębiorstw

	Polska		Europa	
	(tys. Euro)	(%)	(tys. Euro)	(%)
Oferta publiczna	14 274	45,4	687 733	6,3
Sprzedaż inwestorowi finansowemu	10 566	33,6	1 568 137	10,2
Sprzedaż inwestorowi strategicznemu	6 265	19,9	3 438 995	31,3
Odpis wartości	0	0,0	3 937 460	35,8
Wykup menedżerski	0	0,0	581 294	5,3
Pozostałe	918	1,0	1 799 025	7,0

Źródło: oprac. własne na podstawie *Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report*, EVCA Yearbook 2010 (June), s. 99–101.

Pojawia się zatem pytanie, co wpływa na tak duże zainteresowanie w naszym kraju ofertą publiczną zarówno wśród kapitałodawców, jak i przedsiębiorców. Jakie korzyści przemawiają za wyborem właśnie tej metody, jako zamykającej udział funduszu *venture capital* w finansowaniu firmy? Aby odpowiedzieć na te pytania należałoby zbadać wszelkie korzyści, jakie przynosi przedsiębiorstwu i kapitałodawcy ta forma dezinwestycji oraz ewentualne koszty, jakie obie strony muszą ponieść.

Wprowadzenie spółki na giełdę to często najbardziej pożądanym sposobem dezinwestycji przy finansowaniu *venture capital*. Akcje sprzedawane są zazwyczaj w kilku transakcjach giełdowych na rzecz z góry wybranego inwestora. Rozwiązanie to jest bardzo czasochłonne i stosunkowo drogie, jednakże niejednokrotnie korzyści, jakie może tu osiągnąć dobrze rozwijająca się firma, mogą znacznie przewyższać koszty przygotowania przedsiębiorstwa do wejścia na giełdę. Ze względu na wysoką wycenę akcji, jaką może osiągnąć dana spółka, sposób ten uważany jest za jedną z korzystniejszych form dezinwestycji dla *VC*. Różnica w cenie pomiędzy sprzedażą bezpośrednią a sprzedażą poprzez giełdę papierów wartościowych, wedle oszacowań, może wynieść nawet kilkadziesiąt procent¹¹. Jednakże ten sposób dezinwestycji zarezerwowany jest dla spółek dużych, o wysokim poziomie rentowności, określonych przepływach finansowych oraz bardzo przejrzystej strukturze organizacyjnej. Inwestując zatem w firmę o ustabilizowanej pozycji, która po kilku latach może wyrosnąć na lidera rynkowego, fundusz

¹¹ R. Pałgan, *Fundusze VC a dezinwestycja*, www.finance.egospodarka.pl, data dostępu 1.06.2009 r.

ma stosunkowo duże szanse, że nie zabraknie chętnych do odkupienia udziałów po zadawalającej, dla funduszu, cenie¹². Ponad 90% inwestycji *private equity/venture capital* w 2009 r. w Polsce¹³ dotyczyła przedsiębiorstw o ustabilizowanej pozycji finansowej, dezinwestycja zatem poprzez wprowadzenie na giełdę ma tu stosunkowo szerokie zastosowanie.

Pamiętać jednak należy o małych i średnich przedsiębiorstwach, które reprezentują niższy poziom dojrzałości, zwłaszcza firmy będące na początku swej drogi, w fazie *seed* czy *start-up*. W tym przypadku koszty wprowadzenia przedsiębiorstwa na giełdę, długość procedur, wysokie wymagania dotyczące konieczności informowania potencjalnych inwestorów o sytuacji finansowej firmy oraz ryzyko związane z tym posunięciem będą przewyższały ewentualne, możliwe do osiągnięcia, zyski. Z tego powodu organizuje się dla nich specjalne segmenty rynku giełdowego z łagodniejszymi warunkami dopuszczenia do obrotu oraz niższymi kosztami procedury¹⁴. Wprawdzie firm na etapie *seed* czy *start-up* zasilanych poprzez *venture capital* z każdym rokiem przybywa, jednakże nadal liczba ta jest bardzo niewielka w porównaniu z finansowaniem innych faz. W Polsce w roku 2009¹⁵ zaledwie 0,2% ogółu inwestycji *PE/VC* zainwestowanych w naszym kraju przeznaczona była na wsparcie przedsiębiorstw w fazie załączkowej lub startu.

Pierwszym krokiem do wprowadzenia akcji do obrotu publicznego powinna być uchwała Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy (WZA) oraz przygotowanie prospektu emisyjnego spółki, zawierającego szczegółowe informacje dotyczące m.in. działalności firmy, źródeł jej finansowania, struktury i powiązań kapitałowych oraz struktury oferty i prawa akcjonariuszy nabywających akcje. Wszelkie informacje zawarte w dokumencie powinny być prawdziwe, a sam dokument sporządzany winien być wspólnie przez biegłych rewidentów, biuro maklerskie oraz innych specjalistów, aby zapewnić jego rzetelność. Zakres zamieszczonych informacji jest dość szeroki i zależy od przepisów obowiązujących w kraju. W procesie wejścia na giełdę istotny jest wybór odpowiedniego domu maklerskiego. Należy zwrócić szczególną uwagę na jego reputację, efektywność działania oraz doświadczenie we wprowadzaniu na giełdę firm korzystających z finansowania *venture capital*¹⁶.

Kolejnym etapem w procesie dezinwestycji przez *IPO* jest złożenie przez spółkę wniosku o wprowadzenie akcji do obrotu publicznego wraz ze statutem

¹² A. Okońska, *Analiza warunków podejmowania współpracy z fundusze venture capital przez małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce*, [w:] J. Grzywacz, A. Okońska, *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2005, s. 104.

¹³ *Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report...*, s. 53–56.

¹⁴ P. Zasepa, *Venture capital – sposoby dezinwestycji...*, s. 92–93.

¹⁵ *Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report...*, s. 60.

¹⁶ P. Zasepa, *Venture capital – sposoby dezinwestycji...*, s. 93–94.

spółki, zaświadczeniem o złożeniu akcji do depozytu w domu maklerskim oraz dowodem uiszczenia opłaty ewidencyjnej tytułem wpisu do ewidencji papierów wartościowych, do Komisji Nadzoru Finansowego (KNF). Po uzyskaniu zgody owej komisji spółka winna wystąpić do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych (KDPW) o rejestrację papierów wartościowych¹⁷. Następnie firma publikuje prospekt emisyjny. Dokument ten powinien zawierać szczegółowe dane, określające obecną sytuację finansową emitenta, a także informacje dotyczące rodzaju oferty oraz sposobu przeprowadzenia danej emisji. Prospekt emisyjny może mieć formę jednolitego dokumentu, albo zestawu dokumentów, a jego ważność to 12 miesięcy od daty podania go do publicznej wiadomości.

Ostatnim etapem wejścia na rynek jest przeprowadzenie oferty publicznej. Od tego momentu firma zaczyna już funkcjonować na giełdzie i dla finansowania swoich potrzeb może korzystać z możliwości, jakie daje rynek. Środki pozyskane na giełdzie z emisji akcji mogą bowiem stanowić źródło finansowania tak jak kredyt czy leasing i tak jak one, nieodzownie związane są z kosztem kapitału. Oferta publiczna nie jest darmowym źródłem finansowania nie tylko z powodu wydatków, jakie przedsiębiorstwo musi ponieść w trakcie przeprowadzania procedury, ale również kosztów związanych np. z dywidendami, jakie powinno zaoferować, aby przyciągnąć inwestora.

Wejście na giełdę jest w Polsce preferowanym sposobem dezinwestycji przez fundusze *venture capital* i ich menedżerów. Powodem jest tu m.in. fakt, że rynek daje obiektywną wycenę przedsięwzięcia. Często okazuje się, że cena, jaką może uzyskać inwestor za pośrednictwem giełdy, jest znacznie wyższa od sprzedaży bezpośredniej przedsiębiorstwa¹⁸. Za metodą tą na ogół opowiadają się też przedsiębiorcy, ponieważ umożliwia ona kapitałodawcy wycofanie się z inwestycji bez jednoczesnego zmniejszania stanu posiadania wśród pozostałych udziałowców firmy. Co więcej, rynek publiczny zapewnia przedsiębiorstwu notowanemu na giełdzie prestiż i wiarygodność, a także podnosi jego rangę poprzez promocję danej marki lub jej produktów. Marka staje się tu powszechnie znana, co stanowi swego rodzaju reklamę, i może przyciągnąć nowych klientów. Taka firma wzbudza też większe zaufanie u swoich partnerów handlowych, chociażby poprzez stosunkowo łatwy dostęp do podstawowych wyników finansowych, jakie przedsiębiorstwo działające na rynku publicznym jest obowiązane regularnie publikować. Ponadto, istotnym czynnikiem skłaniającym przedsiębiorcę do opowiedzenia się za tym sposobem dezinwestycji jest fakt, że firma notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych ma ułatwiony dostęp do dodatkowego kapitału z innych źródeł finansowania, potrzebnego w jej dalszym rozwoju, jak np. pozyskanie środków przez publiczne emisje papierów wartościowych czy skorzystanie z kredytów bankowych, do których dostęp wcześniej był znacznie ograniczony.

¹⁷ *Ibidem*.

¹⁸ P. Zasepa, *Venture capital – sposoby dezinwestycji...*, s. 95–96.

Dezinwestycja w takiej formie nie jest jednak pozbawiona wad. Należy tu bowiem skalkulować wszystkie koszty, jakie towarzyszą przedsiębiorstwu podczas wejścia na rynek. Fundusz musi ponieść koszty przekształcenia firmy w spółkę akcyjną oraz dopuszczenia do obrotu giełdowego akcji. Ponadto, firma musi być przygotowana na wszelkie wydatki związane z funkcjonowaniem statutowych organów, publikowaniem sprawozdań finansowych, a także przeprowadzaniem audytów. Te wszystkie koszty mają wpływ na zmniejszenie rentowności projektu. Oprócz kosztów wprowadzenia na rynek publiczny oraz utrzymania spółki na giełdzie dochodzą: dostęp konkurencji do informacji o przedsiębiorstwie oraz większa niż w przypadku inwestora *venture capital*, utrata kontroli nad firmą przez dotychczasowych właścicieli. Nowi akcjonariusze nie są bowiem związani z firmą, zatem nie interesuje ich realizacja strategii długookresowej, ale często jedynie ich zysk krótkoterminowy – wypłata dywidend¹⁹. Może to niekorzystnie wpłynąć na wypłacalność i przyszły rozwój firmy.

Nie zawsze zatem dezinwestycja poprzez *IPO* będzie dla funduszu najlepszym rozwiązaniem i nie zagwarantuje osiągnięcia najwyższego możliwego zwrotu z inwestycji. Jak już wcześniej wspomniano, będzie odpowiednia jedynie dla atrakcyjnych projektów, co do których można się spodziewać odpowiednio wysokiego popytu na akcje. Istotny jest tu również stan koniunktury. Podczas dekoniunktury na rynku, dezinwestycja za pomocą giełdy może być bardzo ryzykowna, nawet jeśli stan firmy rokowałby bardzo korzystny debiut.

4. PODSUMOWANIE

Sposoby wyjścia z inwestycji oraz czas, w jakim ma to nastąpić, powinny być zaplanowane i określone w umowie pomiędzy Funduszem a przedsiębiorcą, aby wyeliminować ewentualne punkty sporne, niesprzyjające dalszej współpracy pomiędzy stronami, oraz zabezpieczyć interesy obu podmiotów. Właściciele spółki powinni być przygotowani na określone okoliczności, w jakich fundusz może zdecydować o sprzedaży. Umowa dotycząca dezinwestycji może zatem rzutować na strategię zarządzania firmą i określać jej przyszłe cele. Wejście na rynek będzie nieodzownie związane z rozproszeniem tej części akcjonariatu, która należała do inwestora *venture*. Jeżeli posiadał on znaczną część udziałów, może to prowadzić do utraty kontroli nad firmą. Należy pamiętać bowiem, że inwestorzy nabywający akcje na rynku nie są zwykle zainteresowani długoterminowym rozwojem firmy tak jak inwestor *VC*, ale wzrostem wartości akcji lub dywidendy na akcję zwykle w stosunkowo krótkim okresie. Jeżeli zatem przedsiębiorca jest związany emocjonalnie ze swoją firmą i nie chce utracić nad nią kontroli, może zastrzec sobie w umowie sprzedaż udziałów na rzecz właścicieli przedsiębiorstwa.

¹⁹ *Ibidem*, s. 96–98.

Niezwykle istotny jest termin wycofania się funduszu z inwestycji. Najczęściej fundusze wybierają jako moment inwestycji koniec okresu dynamicznego wzrostu spółki, wyznaczony na podstawie skrupulatnych obliczeń. Odpowiednie dostosowanie terminu deinvestycji do kondycji firmy oraz przygotowanie właścicieli na ten moment również mogą mieć istotny wpływ na dalsze funkcjonowanie przedsiębiorstwa, szczególnie jeśli deinvestycja odbywa się poprzez *IPO*. Rynek bardzo szybko zweryfikuje bowiem zasadność istnienia firmy.

Jeżeli przedsiębiorstwo odniosło sukces rynkowy, inwestor może liczyć na korzystną sprzedaż za pośrednictwem giełdy, jednakże przedsiębiorstwo niedostatecznie dofinansowane kapitałowo, nie będzie atrakcyjne dla inwestorów giełdowych. W takim przypadku pozbycie się udziałów może okazać się niezwykle trudne i czasochłonne. Należy wtedy skorzystać z innych możliwości, jakie daje rynek, jak na przykład sprzedaż dotychczasowym właścicielom czy znalezienie przedsiębiorstwa, które byłoby zainteresowane jego przejęciem.

LITERATURA

- Kwiecińska A., *Venture capital*, „Deal” 2010 (marzec), nr 1(9).
- Okońska A., *Analiza warunków podejmowania współpracy z fundusze *venture capital* przez małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce*, [w:] J. Grzywacz, A. Okońska, *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2005.
- Pałgan R., *Fundusze VC a deinvestycja*, www.finance.egospodarka.pl, data dostępu 1.06.2009.
- Pan-European Private Equity & venture Capital Activity Report*, EVCA Yearbook 2010, European Private Equity & Venture Capital Association 2010 (June).
- Pietraszewski M., *Proces inwestycyjny realizowany przez fundusze private equity*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna we Włocławku, Włocławek 2007.
- Sobańska K., Sieradzan P., *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004.
- Venture capital – szansą dla przedsiębiorczych*, Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Biblioteka – Przedsiębiorca w Unii Europejskiej, nr 6/2005, Warszawa 2005.
- Zasępa P., *Venture capital – sposoby deinvestycji*, Cedewu, Warszawa 2010.

Elżbieta Grzegorzcyk

IPO AS ONE OF DIVESTMENTS PROCESSES OF VENTURE CAPITAL FUNDS

The main subject of the following article is to introduce one of Polish most popular way of divestment used by venture capital funds – the Initial Public Offering. Venture capital, considered as an innovative source of financing, supporting especially SMEs, is also an important mechanism of introducing companies on the Stock Market. Entrepreneurs are often interested this form of divestment, as it is associated with numerous benefits, which strengthen the position of a company and deepen the trust to its managers. However, this method, at the same time, generates high costs and requires relatively long period of time for implementation. Therefore, mentioned way of divestment

cannot guarantee to both – the entrepreneur and the investor the highest return on investment. However, it seems to be most suitable for projects in which the sufficiently high demand for shares can be forecasted.

The main aim of this article is to bring issues concerning the ways of closing the investment by venture capital funds, emphasizing divestment through IPO. What is more, author wanted to underline the significance of public offering in influencing on subsequent activities of entities that have used mentioned form of financing.