

# Marcin Ignatowski

---

## Analiza działalności funduszy private equity w Polsce na tle krajów regionu w latach spowolnienia gospodarczego 2008-2012

---

Problemy Zarządzania 12/4 (1), 186-203

---

2014

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

## **Analiza działalności funduszy private equity w Polsce na tle krajów regionu w latach spowolnienia gospodarczego 2008–2012**

Nadesłany: 14.11.14 | Zaakceptowany do druku: 07.12.14

**Marcin Ignatowski\***

Niniejszy artykuł podejmuje temat funkcjonowania funduszy private equity w Polsce i w krajach naszego regionu, w Czechach, Rumunii i na Węgrzech, w latach światowego spowolnienia gospodarczego między rokiem 2008 a 2012. Pierwsza część publikacji skupiona jest wokół polskiego rynku funduszy wysokiego ryzyka i jego rozwoju w ostatnich blisko dwudziestu pięciu latach. W dalszej części artykułu dokonano analizy porównawczej funduszy private equity we wspomnianych krajach. W artykule została zidentyfikowana, między innymi, dynamika inwestycji funduszy wysokiego ryzyka w odniesieniu do kluczowych wskaźników gospodarczych, takich jak: PKB i jego tempo wzrostu, dług publiczny oraz wydatki na badania i rozwój. Te analizy stanowią podstawę do zarysowania perspektyw rozwoju funduszy private equity w Polsce w kolejnych latach.

**Słowa kluczowe:** private equity, venture capital, kapitał wysokiego ryzyka, spowolnienie gospodarcze.

## **Private equity funds in Poland and other countries of the region during the years of the global economic downturn 2008–2012**

Submitted: 14.11.14 | Accepted: 07.12.14

The article explores the Private Equity funds in Poland and other countries of the region such as: Czech Republic, Romania and Hungary, during the years of the global economic downturn between 2008 and 2012. The first part of the publication is focused on the Polish market of private equity funds and its development over the last nearly twenty-five years. Later in the article a comparative analysis of private equity funds in these countries is presented. In the article, among others, the growth dynamics of the Private Equity market was identified in relation to a few crucial economic indicators such as GDP and its growth rate, public debt and R&D spending. These analyzes became the basis for the forecast of Private Equity Funds development in Poland in the upcoming years.

**Keywords:** private equity, venture capital, economic downturn.

**JEL:** G20, G24

---

\* **Marcin Ignatowski** – mgr, Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania, Zakład Bankowości i Rynków Pieniężnych, Katedra Systemów Finansowych Gospodarki.

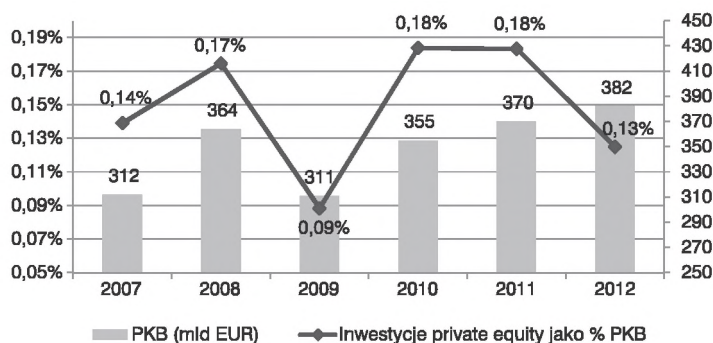
## 1. Rynek funduszy private equity w latach 2008–2012

Od czasu pojawienia się funduszy podwyższonego ryzyka w Polsce aż do końca 2012 r. według danych Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (PSIK) (<http://www.psik.org.pl/fundusze.html>, 15.08.2013) firmy zarządzające funduszami private equity (PE) zainwestowały w Polsce ponad 3,7 mld euro. Obecnie środki funduszy private equity zaangażowane są w około 325 spółek na rynku krajowym.

Przedstawione dane dotyczą funduszy zrzeszonych w PSIK i należy mieć na uwadze fakt, że wspomniana organizacja nie jest w stanie monitorować wszystkich dokonanych transakcji, więc podane liczby mogą się nieznacznie różnić od stanu faktycznego. Jednakże zbierane przez PSIK dane są najdokonałszym odwzorowaniem rzeczywistości. Warto odnotować, że to właśnie Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych monitoruje rynek na zlecenie European Venture Capital and Private Equity Association (EVCA). Kolejnym utrudnieniem w przypadku publikowania danych dotyczących funduszy wysokiego ryzyka w naszym kraju jest niepełna informacja podawana publicznie przez spółki zaangażowane w rynek funduszy wysokiego ryzyka. Trudno się dziwić takiemu obrotowi sprawy, biorąc pod uwagę, że dokonywane transakcje na rynku stanowią tajemnicę handlową spółki i trudno oczekiwać od wszystkich inwestorów, że odsłonią przed konkurentami więcej, niż jest to konieczne. Mimo to warto opierać się w swoich analizach na danych publikowanych przez EVCA i PSIK.

W tej chwili w Polskim Stowarzyszeniu Inwestorów Kapitałowych zrzeszonych jest czterdzieści czterech inwestorów z różnym stażem na rynku i różnym kapitałem, gotowych do zainwestowania w naszym kraju. W odpowiedzi na zapotrzebowanie rynku, wśród funduszy wysokiego ryzyka możemy odnaleźć takie firmy, jak: EQT Partners Sp. z o.o., Warburg Pincus International LLC, Montagu Private Equity Sp. z o.o., które są gotowe zainwestować w transakcję ponad 1 mld euro, ale również nie brakuje funduszy, które chętnie zainwestują swój kapitał w mniejsze przedsięwzięcia, nieprzekraczające 50 000 dolarów, czego przykładem może być fundusz SEAF-Polska sp. z o.o., w którego portfelu znajduje się obecnie sieć księgarni MATRAS. Spectrum działania funduszy podwyższonego ryzyka jest bardzo szerokie, jeśli chodzi zarówno o etapy finansowania, jak też o branże, w które fundusz chciałby inwestować. Oczywiście również na wspomnianej liście znajdują się firmy, które charakteryzują się relatywnie wysokim stopniem specjalizacji, co można zaobserwować w przypadku spółki IQ Partners S.A., która angażuje swoje fundusze wyłącznie w przedsiębiorstwa związane swoją działalnością z branżą IT, telekomunikacją i szeroko rozumianymi mediami. W przypadku tego typu funduszy spółki, które poszukują inwestora na rynku, mogą być pewne, że to, co jest solą inwestycji dokonywanych przez private equity, czyli przekazywany know-how i wsparcie menedżerskie, będzie ponad wszelką wątpliwość stało na bardzo wysokim poziomie.

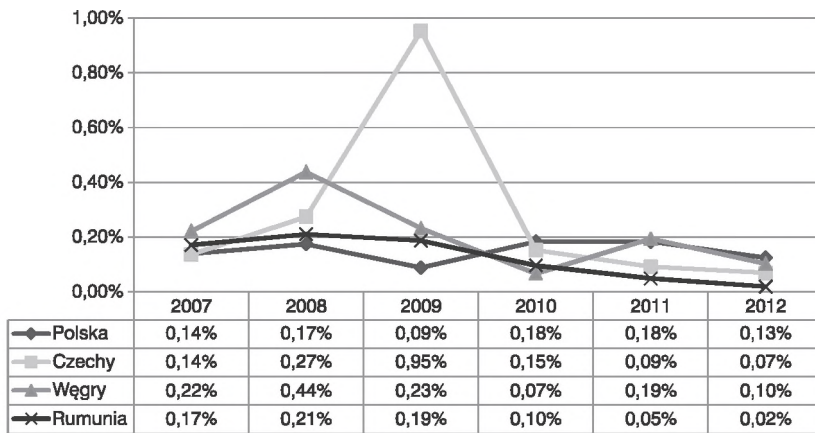
Warto zwrócić uwagę, że pomimo już ponad dwóch dekad obecności funduszy private equity na Polskim rynku, jest to nadal rynek charakteryzujący się dużą dynamiką i ogromnymi możliwościami rozwoju. W 2012 r. wartość inwestycji dokonanych przez fundusze wysokiego ryzyka wynosiła w Polsce niecałe 0,13% PKB, co daje blisko 477,6 mln euro (rysunek 1). W roku 2012 odnotowano wyraźny spadek relacji inwestycji PE do PKB, co było spowodowane znaczącym spowolnieniem koniunktury w gospodarce światowej, ale – pomimo tego faktu – wartość wspomnianych inwestycji w Polsce na tle innych krajów naszego regionu jest znacząca.



Rys. 1. Inwestycje private equity w Polsce jako % PKB. Źródło: opracowanie na podstawie EVCA Yearbook 2013.

Inwestycje private equity dokonane w Polsce na tle krajów naszego regionu można zaobserwować na rysunku 2. Do porównania zostały wybrane gospodarki wschodzące z naszego regionu, do których za Międzynarodowym Funduszem Walutowym (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/update/02/index.htm>, 15.08.2013) oraz Morgan Stanley Capital International (<http://www.msci.com/products/indices>, 15.08.2013) zaliczają oprócz, co oczywiste, naszego kraju również Czechy, Węgry oraz Rumunię. Całkowicie świadomie poniżej zostały pominięte takie kraje, jak Bułgaria oraz Słowacja, w których rynek private equity jest w bardzo wczesnej fazie rozwoju, a analiza szczytkowych danych okazałaby się nierzeczowa. Porównanie inwestycji private equity w naszym kraju do sytuacji owych instytucji na rynkach wysoko rozwiniętych jedynie zamazałoby analizę. Tylko porównanie polskiego rynku private equity do gospodarek stojących na zbliżonym poziomie może przynieść wiarygodne wnioski.

Z poniższego zestawienia wynika, że w Czechach w 2009 r. miała miejsce niespotykana sytuacja na tle pozostałych krajów. Po rozpoczęciu światowego kryzysu bankowego nastąpił tam wzrost inwestycji private equity, liczony jako % PKB, i osiągnął on poziom blisko jednego procenta. Ta sytuacja

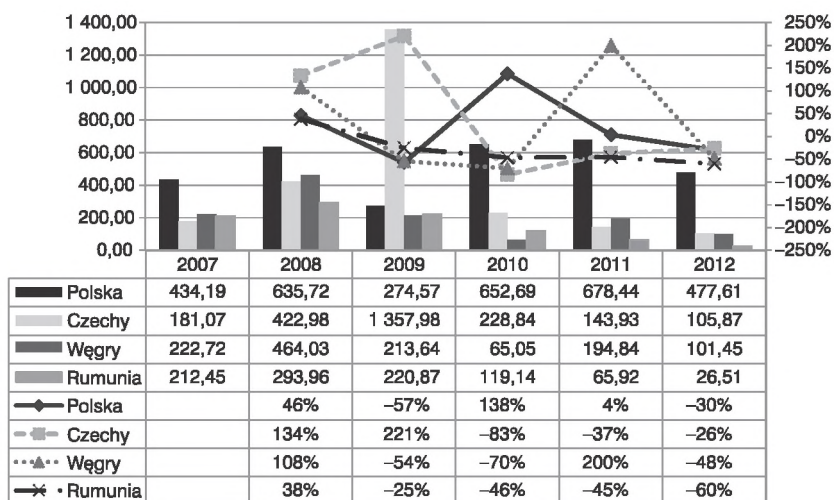


Rys. 2. Inwestycje private equity wschodzących rynków z naszego regionu jako % PKB. Źródło: opracowanie na podstawie EVCA Yearbook 2013.

zostanie poruszona przy okazji kolejnego wykresu, natomiast pomijając ten fakt, należy odnotować, że w krajach naszego regionu inwestycje funduszy private equity rosły do roku 2008; rok 2009 okazał się dla wszystkich krajów – z wyjątkiem Czech – rokiem przełomowym. W kolejnych okresach w Polsce wartość inwestycji ustabilizowała się, by w trudnym dla gospodarki roku 2012 ponownie odnotować spadek. Można wnioskować również, że po roku 2009 inwestorzy przestali postrzegać Rumunię jako kraj, w którym warto dokonać inwestycji, ponieważ po 2009 r. w Rumunii można obserwować ogromny spadek inwestycji PE.

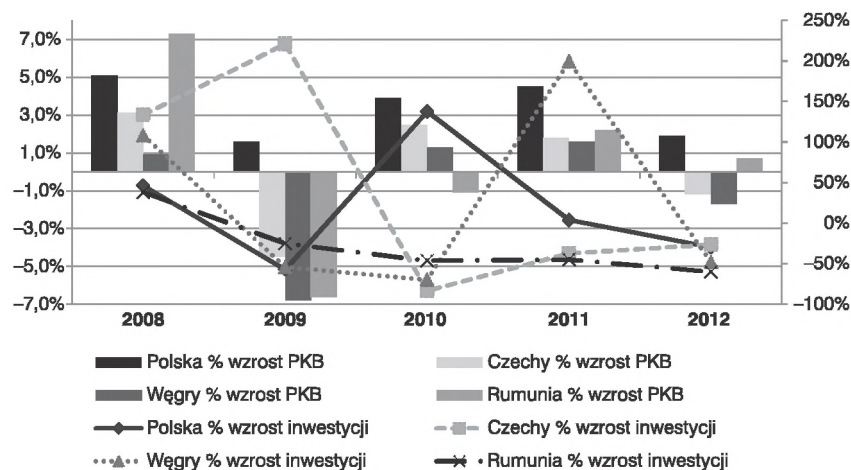
Dopełnieniem powyższych rozważań jest rysunek 3, na którym została przedstawiona dynamika inwestycji private equity w krajach naszego regionu. Bardzo charakterystyczną obserwacją wynikającą z analizy dynamiki inwestycji funduszy PE w krajach naszego regionu jest ich ogromna niestabilność. Na przykładzie Polski obserwujemy w 2008 r. 46% wzrostu inwestycji PE w stosunku do roku 2007, żeby w kolejnym roku wartość inwestycji odnotowała wyraźny spadek, o ponad połowę. Rok 2010 był dla inwestycji PE w Polsce rokiem znaczącego odbicia i powrotu do wartości sprzed kryzysu.

Z rysunku 3 wynika, że rok 2012 nie oszczędził żadnego z krajów, co skutkowało znaczącymi spadkami inwestycji PE we wszystkich krajach naszego regionu. Potwierdza się również wcześniejsza obserwacja, że inwestorzy przestali dostrzegać w Rumunii atrakcyjne możliwości inwestycji – od roku 2009 w Rumunii wartość inwestycji systematycznie spada, blisko 50% rok do roku, tak by w 2012 r. osiągnąć poziom 26,5 mln euro, co stanowi zaledwie 1/5 wszystkich inwestycji dokonanych w Czechach lub na Węgrzech i zaledwie 1/20 wszystkich inwestycji dokonanych w Polsce.



Rys. 3. Dynamika rozwoju inwestycji private equity w krajach naszego regionu w latach 2007–2012 (wartości w mln EUR). Źródło: opracowanie na podstawie EVCA Yearbook 2013.

Analizując inwestycje private equity, nie sposób nie odnieść się do sytuacji makroekonomicznej, dlatego warto w tym miejscu odnieść dynamikę wzrostu inwestycji funduszy private equity do tempa wzrostu PKB w krajach naszego regionu. Dobrym punktem wyjścia dla opisanych rozważań może być rysunek 4.



Rys. 4. Dynamika inwestycji funduszy private equity w odniesieniu do tempa wzrostu PKB w krajach naszego regionu. Źródło: opracowanie na podstawie EVCA Yearbook 2013 oraz danych Eurostat.

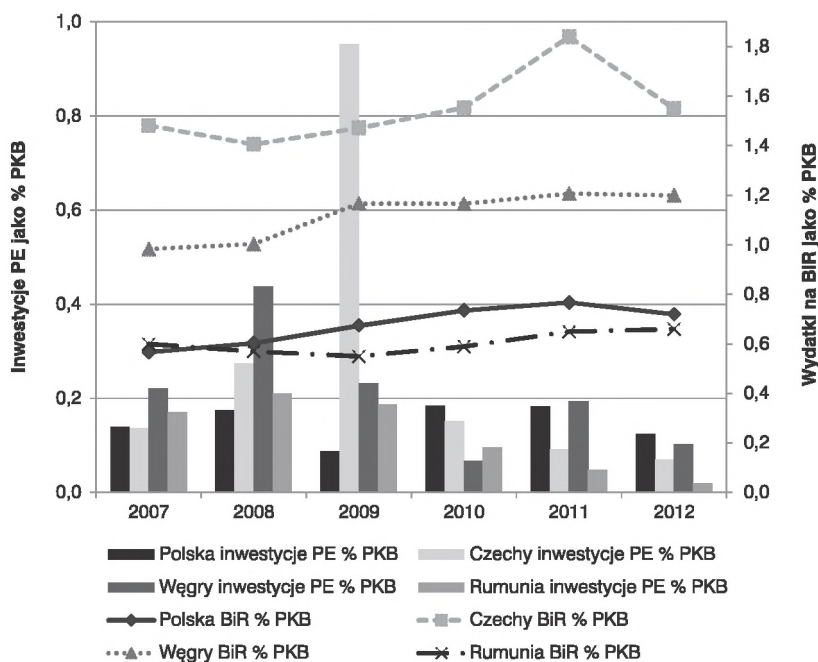
Analizując rysunek 4, można wysnuć wniosek, że dynamika inwestycji funduszy private equity w Polsce jest skorelowana z tempem wzrostu gospodarczego, mierzonym jako wzrost wartości PKB rok do roku. Wyraźnie widać, że jeżeli polska gospodarka zwalnia, to również wartość inwestycji się zmniejsza, a jeżeli tempo wzrostu gospodarczego rośnie, tak jak miało to miejsce między rokiem 2009 a 2010, to również wartość inwestycji dokonywanych przez fundusze private equity rośnie. Wyjątek stanowi tu rok 2011, w którym polska gospodarka przyspieszyła, jednakże inwestycje funduszy PE zmniejszyły się. Należy to jednak tłumaczyć inwestycjami dokonanymi z funduszy zebranych w latach wcześniejszych. Podobną korelację między tempem wzrostu gospodarczego a dynamiką inwestycji można odnotować w przypadku Węgier i Rumunii, w przypadku Czech natomiast nie sposób mówić o jakiegokolwiek korelacji.

Polska, podobnie jak inne kraje naszego regionu, takie jak Węgry i Rumunia, uznawana jest za gospodarke bardzo mało innowacyjną. Takie wnioski płyną między innymi z raportu Global Innovation Index tworzego przez Conrell University (<http://www.globalinnovationindex.org/content.aspx?page=GII-Home>, 30.08.2013), jak również z danych publikowanych przez Eurostat. Do wyliczenia indeksu Global Innovation Index brane są pod uwagę: liczba innowacyjnych firm, rozwój infrastruktury czy technologiczne skomplikowanie gospodarki. W tak tworzonym zestawieniu Polska zajmuje 49. miejsce wśród 142 badanych gospodarek, tracąc do Rumunii jedną pozycję, do Węgier 18 miejsc oraz 21 do Czech. Eurostat publikuje statystyki dotyczące odsetka innowacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce. Według tej statystyki (<http://akcjonariatobywatelski.pl/pl/centrum-edukacyjne/gospodarka/765,dok.html>, 28.08.2013) Polska wśród 29 badanych krajów europejskich zajmuje przedostatnie miejsce przed Rumunią, niewiele tracąc do Węgier, jednakże od Czech, zajmujących 16. pozycję, dzieli nas przepaść. Dobrym miernikiem innowacyjności gospodarki jest wartość inwestycji przeznaczonych na badania i rozwój (BiR) (ang. *Research & Development*, R&D) w relacji do PKB. Na rysunku 5 można się przekonać, czy inwestycje w badania i rozwój są skorelowane z inwestycjami funduszy private equity. Intuicja każe sądzić, że niewielka innowacyjność gospodarki mierzona relacją wydatków na badania i rozwój do PKB powinna być skorelowana z niskimi wartościami inwestycji private equity w relacji do PKB.

Analizując rysunek 5, potwierdza się, że bardziej innowacyjne gospodarki to te, w których wyższe kwoty w relacji do PKB inwestowane są w badania i rozwój. Czesi inwestują najwięcej w naszym regionie w badania i rozwój i tym samym zajmują wyższe miejsca w światowych rankingach innowacyjności. Polska oraz Węgry charakteryzują się niskim poziomem tych inwestycji i tym samym okupują końcowe miejsca rankingów dotyczących innowacyjności. Zdziwienie może budzić kolejny wniosek płynący z obserwacji prezentowanego zestawienia. Otóż trudno dostrzec korelację między wydatkami na innowacyjność a zmianą inwestycji dokonywanych przez

fundusze private equity. Nie potwierdza się zatem teza mówiąca o tym, że wzrost wydatków na badania i rozwój powoduje wzrost inwestycji funduszy private equity w gospodarce.

To niezwykle istotna obserwacja, zwłaszcza że potwierdza się dla wszystkich prezentowanych powyżej krajów naszego regionu. Trudno na podstawie małej próby obserwowanej zaledwie w sześciu okresach wysnuwać ostateczne wnioski, ale wydaje się, że jeżeli znaczący wzrost inwestycji funduszy private equity nie pociąga za sobą wzrostu innowacyjność gospodarki, to należy twierdzić, że przedsięwzięcia, w które angażują się fundusze wysokiego ryzyka, nie są związane z rozwojem innowacyjności, a fundusze private equity wydają się nastawione na realizację pewnych lub przynajmniej mniej ryzykownych projektów inwestycyjnych.

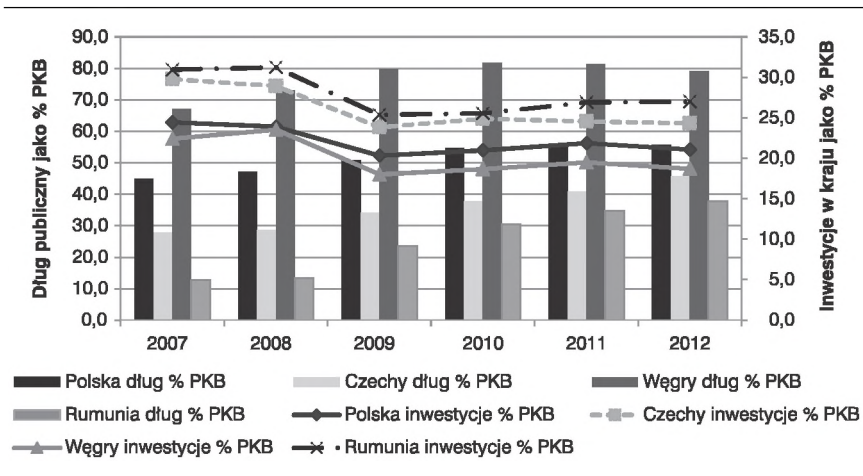


Rys. 5. Wydatki na badania i rozwój oraz inwestycje private equity w relacji do PKB. Źródło: opracowanie na podstawie EVCA Yearbook 2013 oraz statystyk OECD i IMF.

Dokonując analizy otoczenia makroekonomicznego funduszy wysokiego ryzyka, należy wspomnieć o rosnącym państwowym długu publicznym większości gospodarek świata, w tym przede wszystkim państw z naszego regionu. Rosnące zadłużenie stało się ogromnym problemem już nie tylko ekonomicznym, lecz również politycznym, zwłaszcza w Europie. Ten niezwykle istotny



element finansów publicznych spędza sen z powiek całemu społeczeństwu, a przede wszystkim tym, którzy liczą na rządowe inwestycje, które mogłyby spowodować dynamiczny rozwój przedsiębiorstw na terenie danego kraju. Państwowy dług publiczny jest niezwykle ważny, między innymi dlatego, że jego nadmierny wzrost niemal hamuje inwestycje w kraju. Na rysunku 6. przedstawiono tę zależność. Warto odnotować, że na wykresie inwestycje traktowane są jako inwestycje krajowe oraz inwestycje zagraniczne netto, zgodnie z definicją Międzynarodowego Funduszu Walutowego.



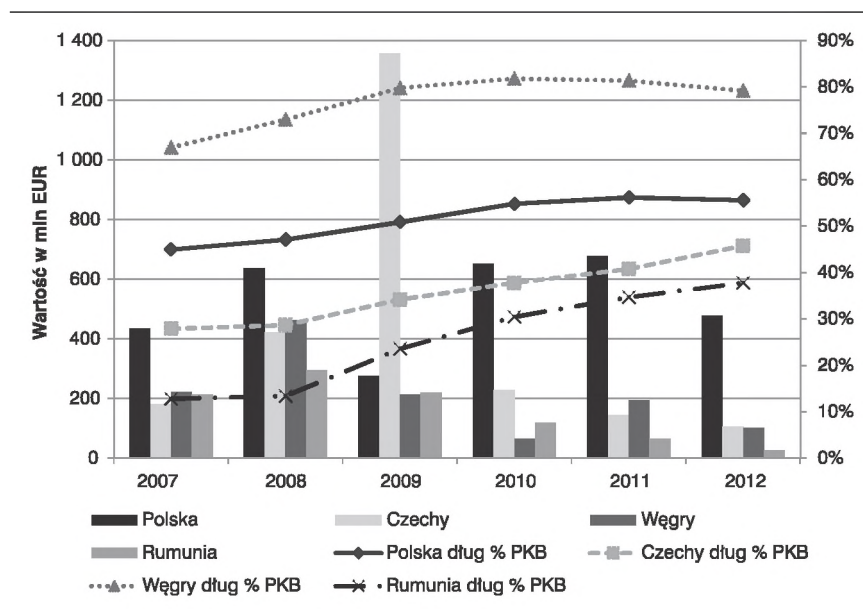
Rys. 6. Dług publiczny jako % PKB oraz wartość wszystkich inwestycji w relacji do PKB w krajach naszego regionu. Źródło: opracowanie na podstawie danych MFW oraz OECD.

Rysunek 6 potwierdza tezę mówiącą, że wielkość długu publicznego jest odwrotnie skorelowana z wartością inwestycji dokonanych w danym kraju. Wyraźnie widoczne jest to w przypadku Rumunii i Węgier. W Rumunii inwestycje w relacji do PKB są najwyższe spośród prezentowanych powyżej krajów przy relatywnie niskim poziomie zadłużenia. Węgrzy borykający się z rosnącym do 2012 r. długiem publicznym muszą zmierzyć się jednocześnie z najniższym poziomem inwestycji jako % PKB.

Wnioski płynące z rysunku 7 nie są jednoznaczne. Otóż zadłużenie państwowe przedstawionych powyżej gospodarek rośnie w ostatnich latach, natomiast inwestycje funduszy private equity są bardzo podatne na ruchy koniunkturalne. Niestety, na podstawie powyższego zestawienia nie sposób stwierdzić, że wraz ze wzrostem państwowego długu publicznego i jednoczesnym spadkiem wartości inwestycji wzrasta aktywność funduszy private equity.

Niemniej jednak można wysnuć mniej ostry wniosek: jeżeli zadłużenie publiczne rośnie i wartość inwestycji w kraju maleje, to nie musi to pociągać

za sobą spadku inwestycji dokonywanych przez fundusze private equity. Potwierdzeniem tego twierdzenia mogą być lata 2010, 2011 i 2012 w Polsce kiedy to razem z zadłużeniem naszego kraju rosły inwestycje funduszy private equity. Dokładnie takiej postawy należałoby oczekiwać od funduszy wysokiego ryzyka, które chcą uchodzić za alternatywne źródło finansowania wobec tradycyjnych sposobów finansowania przedsiębiorstw.

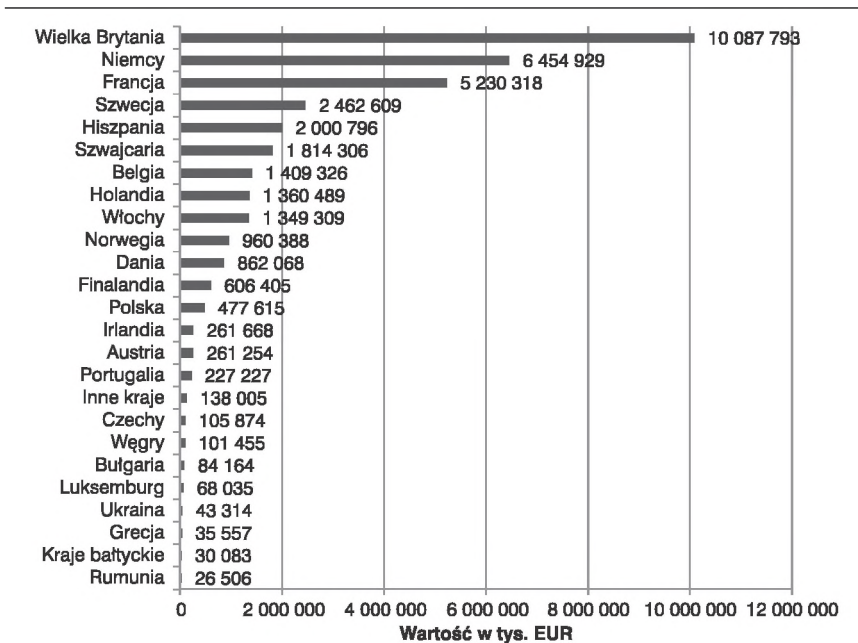


Rys. 7. Wartość inwestycji private equity i wielkość długu publicznego w relacji do PKB w krajach naszego regionu w latach 2007–2012. Źródło: opracowanie na podstawie EVCA Yearbook 2013 oraz danych Eurostat.

Należy również zwrócić uwagę, że wzrost państwowego długu publicznego i związane z tym zmniejszenie wartości inwestycji krajowych stawia przedsiębiorców w obliczu niedoboru kapitału potrzebnego na rozwój biznesu. Dodając do powyższego wyniki ankiety przeprowadzonej przez Warszawski Instytut Bankowości oraz Centrum Badań Marketingowych „Indicator” (<http://www.wib.org.pl>, 28.08.2013), które wykazują, że obecnie 19% przedsiębiorców negatywnie ocenia dostępność kredytów, co jest wynikiem o 9% gorszym od zeszłorocznych wypowiedzi ankietowanych, to fundusze private equity tym bardziej powinny zacząć odgrywać większą rolę na rynku możliwych sposobów finansowania przedsiębiorstw. Na podstawie wyników wspomianej ankiety warto powiedzieć, że 93% badanych małych i średnich przedsiębiorstw chce do dalszego rozwoju wykorzystywać własne środki. Warto by fundusze wysokiego ryzyka rozpoczęły bardziej ekspansywne dofi-

nansowywanie przedsiębiorców, którzy nie będą w stanie rozwijać się bardziej dynamicznie bez środków przekraczających własne fundusze. Sami przedsiębiorcy powinni również zrozumieć, że budowanie przewagi konkurencyjnej na rodzimym rynku lub, szerzej, na rynku europejskim w oparciu o własne fundusze jest niewykonalne w długiej perspektywie. W sytuacji rosnących marż kredytów i prowizji bankowych czy chociażby coraz droższych usług leasingowych finansowanie z udziałem funduszy private equity może okazać się doskonałą alternatywą.

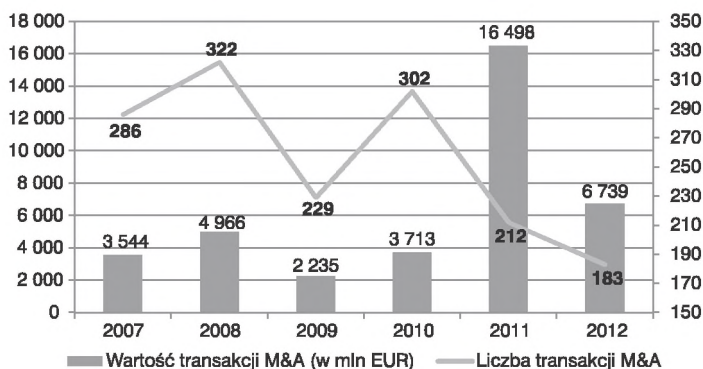
Na rysunku 8 można zaobserwować, że Polska zajmuje 13. miejsce wśród krajów Europy pod względem inwestycji dokonanych przez fundusze wysokiego ryzyka. W tym zestawieniu wyprzedzamy Austrię czy chociażby Irlandię, czyli gospodarki uznawane za wyżej rozwinięte od gospodarki Polski. Z wykresu wynika, że w sposób zdecydowany wyprzedzamy Czechy i Węgry, zarówno jeśli chodzi o nominalną wartość inwestycji dokonanych w 2012 r. na rynku polskim, jak też o relację dokonywanych inwestycji w odniesieniu do PKB. W przypadku Czech jest to 0,07%, dla Węgień zaś 0,1%. Trudno jednoznacznie wyrokować, co jest powodem tak wyraźnych różnic między krajami z naszego regionu, ale ponad wszelką wątpliwość można stwierdzić, że Polska jest atrakcyjnym rynkiem dla funduszy private equity.



Rys. 8. Wartość inwestycji funduszy private equity w Europie w roku 2012. Źródło: opracowanie na podstawie EVCA Yearbook 2013.

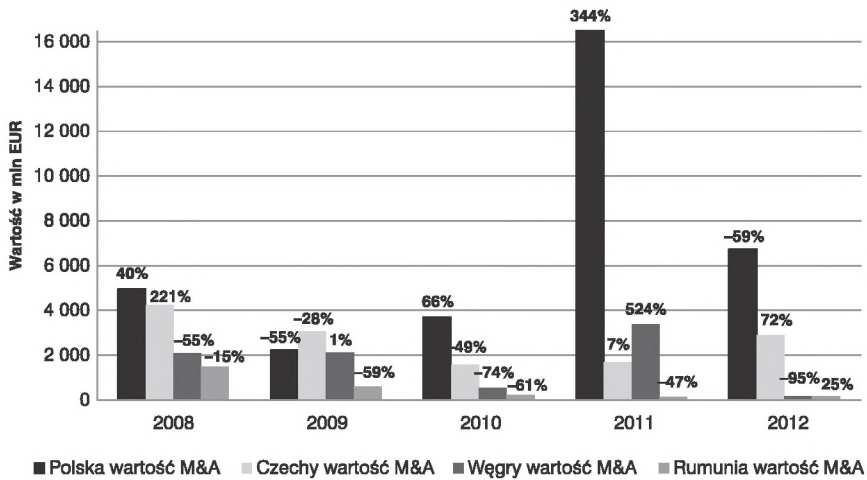
Na rysunku 9 bardzo drastycznie widać wpływ spowolnienia gospodarczego w roku 2012 na wartość dokonywanych na rynku transakcji fuzji i przejęć (M&A). Między rokiem 2011 a 2012 zagregowana wartość transakcji M&A spadła blisko dwuipółkrotnie (rysunek 10), jednakże liczba transakcji nie odnotowała tak głębokiego spadku, a to oznacza, że fundusze private equity pozostały w roku 2012 niezwykle aktywne, dokonując mniejszych transakcji.

W tym miejscu warto pokusić się o obserwację, że spowolnienie gospodarcze odnotowane w roku 2012 było dobrym momentem dla funduszy na wyszukiwanie rynkowych „okazji”. Tym bardziej jest to widoczne, jeśli zwrócimy uwagę, że średnia wartość transakcji M&A w latach 2007–2010 oscylowała wokół 12 mln euro, by urosnąć w roku 2011 do 78 mln euro. W tym zestawieniu rok 2012 i średnia wartość transakcji na poziomie 37 mln euro jawi się jako zakup po okazyniej cenie.



Rys. 9. Liczba i wartość transakcji M&A (fuzji i przejęć) w Polsce. Źródło: opracowanie na podstawie EVCA Yearbook 2013.

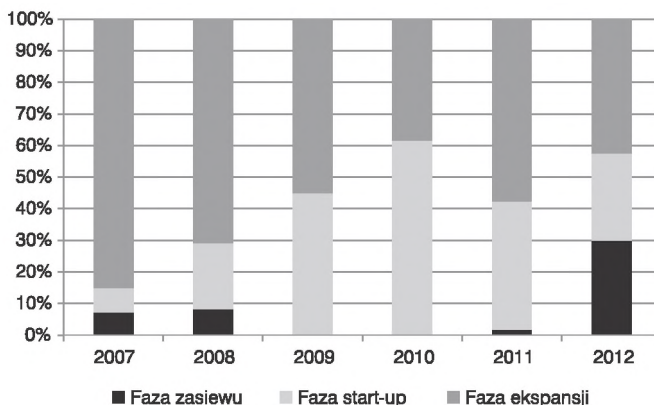
Dodatkowo na rysunku 10 można zaobserwować, że w dynamicznie zmieniającym się otoczeniu równie dynamicznie zmienia się wartość fuzji i przejęć (M&A) w krajach naszego regionu. W 2008 r. w Czechach odnotowano ponad dwukrotny wzrost wartości M&A w stosunku do roku poprzedniego. Podobnie wysoką dynamiką charakteryzował się rok 2011, jeśli chodzi o wartość fuzji i przejęć w Polsce i na Węgrzech. W Polsce wartość M&A wzrosła blisko trzyipółkrotnie, a na Węgrzech ponad pięciokrotnie. Można też stwierdzić, że dynamika na rynku fuzji i przejęć znajduje swoje odzwierciedlenie w dokonywanych inwestycjach funduszy private equity. Przykładem tej zależności może być polski rynek, gdzie w latach 2008, 2010 i 2011 odnotowano wzrost aktywności inwestorów na rynku fuzji i przejęć, która znalazła swoje odzwierciedlenie we wzroście wartości inwestycji dokonywanych przez fundusze private equity w tych samych latach.



Rys. 10. Wartość i dynamika zmian wartości fuzji i przejęć (M&A) w latach 2008–2012 w krajach naszego regionu. Źródło: opracowanie na podstawie EVCA Yearbook 2013.

Znaczący dla Polskiego rynku funduszy wysokiego ryzyka jest obraz wyłaniający się z obserwacji rysunków 11 i 12, na których przedstawiono strukturę inwestowanego kapitału wysokiego ryzyka ze względu na etap rozwoju spółki.

Obiecujący może się wydawać ogromny wzrost funduszy kierowanych do spółek w fazie zasiewu (ang. *seed capital*), ponieważ osiągnął on blisko 30% wartości kapitału inwestowanego przez fundusze wysokiego ryzyka (rysunek 11).



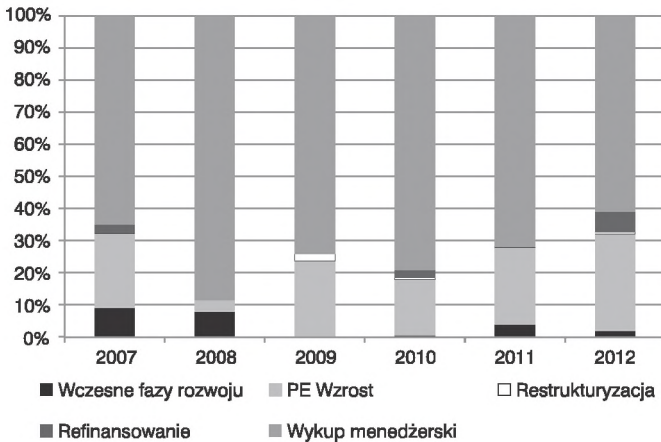
Rys. 11. Struktura kapitału wysokiego ryzyka ze względu na etap inwestycji – tylko wczesny etap rozwoju w podziale na fazę zasiewu, start-up i ekspansji. Źródło: opracowanie na podstawie EVCA Yearbook 2013.

Finansowanie spółek na etapie *seed capital* jest niezwykle istotne dla rozwoju innowacyjności polskiej gospodarki. Są to na ogół przedsięwzięcia tyleż obiecujące, co ryzykowne, dlatego otwarte pozostaje pytanie, kto jeśli nie fundusze private equity, podejmie ryzyko finansowania ciekawych pomysłów biznesowych. Na etapie zasiewu często trudno mówić o fizycznym istnieniu spółki, dlatego finansowanie jedynie pomysłu z kapitałów własnych innych niż fundusze wysokiego ryzyka wydaje się niemożliwe. Podobnie jest w przypadku kapitałów zewnętrznych – firmy w fazie zasiewu są niemal odcięte od finansowania długiem, a emisja obligacji, choć byłaby możliwa, to z pewnością koszt obsługi długu byłby nie do zaakceptowania. W obliczu takiego rodzaju inwestycji fundusze private equity wydają się doskonałą alternatywą.

Analizowanie inwestycji w podziale na wczesne fazy rozwoju oraz sumarycznie wydaje się mieć istotne znaczenie, choćby ze względu na fakt, że ryzyko podejmowane przez fundusz private equity w momencie inwestycji w przedsiębiorstwo znajdujące się we wczesnej fazie rozwoju jest nieporównywalnie większe, niż ma to miejsce w przypadku inwestowania w firmy o ugruntowanej pozycji rynkowej.

Rysunek 12 zwraca również uwagę ze względu na znaczący udział, ponad 60%, wykupów menedżerskich wśród kapitałów dostarczanych do spółek. Na podstawie wykresu można stwierdzić, że jeżeli fundusz PE decyduje się na dokonanie inwestycji, to w przeważającej liczbie przypadków są to środki przeznaczone na przejęcie spółki.

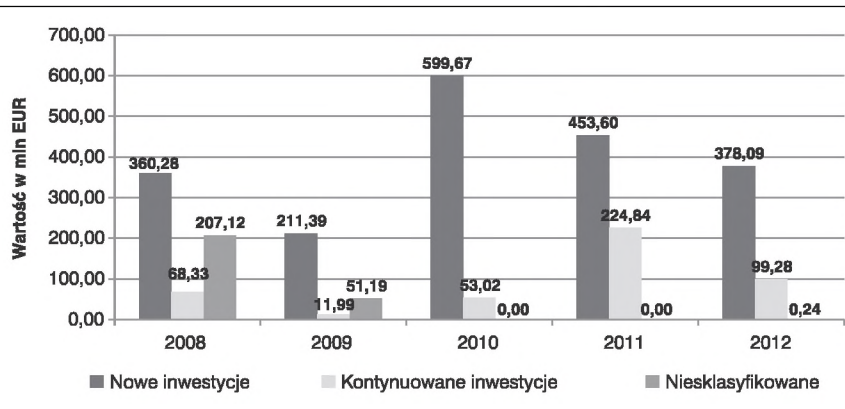
Godny uwagi jest również fakt, że w 2012 r. wzrósł udział inwestycji w spółki w fazie wzrostu na rynku funduszy private equity. To oznacza, że dojrzałe, rozwinięte spółki poszukujące kapitału potrzebnego do dalszego



Rys. 12. Struktura kapitału wysokiego ryzyka ze względu na etap inwestycji – wszystkie etapy inwestycji. Źródło: opracowanie na podstawie EVCA Yearbook 2013.

rozwoju produktów i usług lub do wejścia na nowe rynki coraz chętniej szukają alternatywy wobec tradycyjnych metod finansowania długiem. Warto również odnotować, że decydenci w spółkach coraz chętniej biorą pełną odpowiedzialność za losy przedsiębiorstwa i kierują się w stronę funduszy private equity po kapitał potrzebny na refinansowanie – tu w rozumieniu odkupienia udziałów spółki znajdujących się w rękach innych inwestorów po to, by przejąć nad spółką pełną kontrolę.

Dopełnieniem przedstawionych danych jest rysunek 13, przedstawiający stosunek nowych inwestycji i kolejnych transz inwestycji private equity. Wynika z niego, zgodnie z intuicją, że fundusze private equity w naszym kraju cały czas dynamicznie się rozwijają i niezmiennie dużo więcej inwestują w nowe przedsięwzięcia. Kwoty opisane na wykresie jako kontynuowanie inwestycji stanowią również istotny wkład we wzrost rynku funduszy wysokiego ryzyka w Polsce. Analizując kolejne lata, począwszy od 2010 r., gdy wielkość inwestycji funduszy private equity przeżywała rozkwit po upadku Lehman Brothers, symbolicznego początku światowego kryzysu, można zaobserwować, że zarządzający funduszami wspierają kapitałem przedsiębiorstwa w kolejnych latach po dokonanej transakcji.

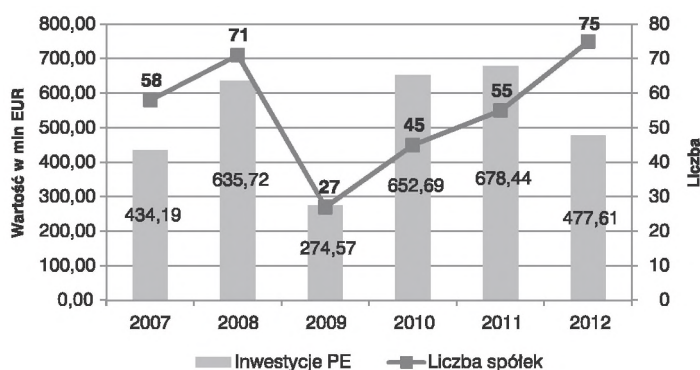


Rys. 13. Nowe i kontynuowane inwestycje private equity. Źródło: opracowanie na podstawie EVCA Yearbook 2013.

Podczas analizy rynku private equity należy mieć na uwadze rysunek 13, ponieważ często konstrukcja umów inwestycyjnych nie odzwierciedla pełnej kwoty transakcji. Niejednokrotnie fundusze private equity dokonują inwestycji w kilku transzach, czego odzwierciedleniem jest kategoria „kontynuowane inwestycje” na wykresie.

Na rysunku 14 zwraca uwagę fakt, że pomimo spadku wartości inwestycji między rokiem 2011 a 2012 o blisko 30%, liczba spółek, w które inwestowały fundusze private equity, zwiększyła się o ponad 35%, osiągając poziom

przed początku kryzysu bankowego w roku 2008. Trend wzrostowy w liczbie doinwestowanych spółek obserwuje się już od końca 2009 r. i należy oczekiwać, że ta wartość nie spadnie w średniookresowej perspektywie. Owszem, wyraźnie widać mniejsze zaangażowanie kapitału przez fundusze private equity w 2012 r., ale z dużym prawdopodobieństwem można powiedzieć, że obserwowana obecnie sytuacja na globalnym rynku skłoni wiele funduszy do jeszcze bardziej wyciężonej pracy nad odnajdywaniem potencjalnych, niezwykle intratnych transakcji.



Rys. 14. Wartość inwestycji private equity i liczba doinwestowanych spółek w Polsce. Źródło: opracowanie na podstawie EVCA Yearbook 2013.

## 2. Perspektywy rozwoju funduszy private equity w Polsce

Rozwój funduszy private equity w Polsce jest uzależniony od bardzo wielu czynników. Można się pokusić o podzielenie ich na dwie grupy (Sobańska i Sieradzan, 2004, s. 359): czynniki związane z dalszym rozwojem przedsiębiorczości w Polsce oraz czynniki zewnętrzne, wpływające bezpośrednio na sektor funduszy wysokiego ryzyka.

Do czynników związanych z rozwojem przedsiębiorczości w naszym kraju należy zaliczyć między innymi słabą efektywność funkcjonowania administracji publicznej oraz skomplikowane procedury administracyjne, które dodatkowo bardzo często ulegają zmianom. Te wymienione czynniki są w istocie barierami dla ekspansywnego rozwoju przedsiębiorczości w Polsce. Nasz kraj, mimo wielu pozytywnych przemian, również w ostatnich latach, w dalszym ciągu postrzegany jest jako ten, który przed przedsiębiorcami raczej mnoży bariery, niż ułatwia im funkcjonowanie. Na tle innych krajów europejskich, w tym krajów naszego regionu, Polska wypada bardzo słabo, jeśli chodzi o czasochłonność procesu zakładania działalności gospodarczej. Kolejnym czynnikiem działającym negatywnie na przedsiębiorczość w naszym kraju jest



mało efektywny wymiar sprawiedliwości. Sprawy w sądach cywilnych trwają zdecydowanie za długo, utrudniając tym samym dochodzenie przedsiębiorcom swoich praw i roszczeń. Oczekiwanie na sądowe orzeczenie w Polsce może trwać nawet do 1000 dni (Sobańska i Sieradzan, 2004, s. 359), co w Europie jest niemal nie do pomyślenia, biorąc pod uwagę, że czas 100 dni uważa się już za „umiarkowanie długa”. Dodając do wcześniej wymienionych problemów również skomplikowany system podatkowy oraz wysoką efektywną stopę opodatkowania, uzyskujemy zestaw czynników potencjalnie działających jak hamulec dla zainteresowanych wejściem na nasz rynek funduszy private equity.

Po stronie funduszy private equity dużym problemem w ich prężnym rozwoju są między innymi takie czynniki, jak „niska jakość kadry menedżerskiej w polskich przedsiębiorstwach, słaby rozwój rynku kapitałowego, mała podaż atrakcyjnych rozwiązań technologicznych rokujących sukces rynkowy, brak atmosfery sprzyjającej popularyzacji funduszy wysokiego ryzyka” (Panfil, 2005, s. 227).

Należy zwrócić uwagę, że również w aspekcie powyższych czynników w Polsce można zaobserwować znaczący rozwój i należy przewidywać, że w ciągu kilku następnych lat argument dotyczący niskiej jakości kadry menedżerskiej okaże się nieaktualny. Nieznacznie trudniej może być przekonać inwestorów z funduszy wysokiego ryzyka, że rynek kapitałowy w Polsce jest dojrzały i w pełni przewidywalny. Najlepszym przykładem niepewności na rynku kapitałowym w Polsce jest obecnie sytuacja Otwartych Funduszy Emerytalnych. Fundusze emerytalne dostarczają ponad 15% wszystkich kapitałów na rynek private equity. Trudno sobie wyobrazić ich natychmiastowe zastąpienie, a tym samym należy się liczyć z przejściowym obniżeniem wartości podstawianych kapitałów do wykorzystania dla funduszy wysokiego ryzyka.

Rok 2012 był zdecydowanie trudnym rokiem na rynku funduszy wysokiego ryzyka, ale na tę sytuację należy spojrzeć szerzej i wziąć pod uwagę fakt, że cała światowa gospodarka boryka się z ogromnymi problemami, a publikacja kolejnych danych makroekonomicznych jest wypatrywana z niecierpliwością, z nadzieją, że wzrost wskaźników dotyczących PKB, inwestycji, zatrudnienia itp. stanie się odpowiedzią na kres obserwowanego spowolnienia. Sytuacja na światowych rynkach odbiła się szerokim echem również na rynku polskich fuzji i przejęć. W roku 2012 drastycznie, ponieważ aż o 60%, zmalała wartość fuzji i przejęć, a to jest wysoce niesprzyjająca sytuacja dla dynamicznego wzrostu rynku private equity. Jednakże w badaniu przeprowadzonym przez firmę doradcą Roland Berger (2014) ponad połowa z 1200 przebadanych menedżerów przejawiała ostrożny optymizm, twierdząc, że w roku 2014 liczba oraz wartość transakcji M&A wzrośnie, a to otworzy nowe szanse dla funduszy private equity. Największy wzrost wartości i liczby fuzji i przejęć ma mieć miejscem, zdaniem konsultantów z Roland Berger, w Skandynawii i Niemczech, ale już na trzecim miejscu znajduje się Polska z blisko 2% wzrostem aktywności private equity w transakcjach M&A.

Raport Roland Berger European Private Equity Outlook 2014 dostarcza jeszcze dwóch istotnych spostrzeżeń co do ewentualnego rozwoju funduszy private equity w Polsce i pozostałej części Europy. Otóż twierdzi się, że finansowanie przedsiębiorstw długiem będzie trudniejsze niż do tej pory, co w prostej linii może popchnąć przedsiębiorców do poszukiwania alternatywnego rozwiązania, jakim z pewnością jest finansowanie przedsiębiorstwa z udziałem funduszy private equity. Już w tej chwili w Europie postępuje systematyczne obniżanie sum bilansowych banków, mowa tu przede wszystkim o racjonalizacji wielkości aktywów banków, co implikuje zmniejszoną akcję kredytową. 42% przebadanych przez Roland Berger inwestorów uważa, że w Polsce w kolejnych latach fundusze private equity będą dużo uwagi poświęcały firmom znajdującym się w ich portfelu poprzez działania na szczeblu strategicznym. Być może należy się spodziewać w najbliższym czasie kilku spektakularnych zmian w strategiach znanych nam firm.

W najbliższych latach nie należy się spodziewać ponadnormatywnych, co do wartości i ilości, transakcji na rynku private equity w Polsce, zwłaszcza jeśli atmosfera niepewności na rynkach będzie się w dalszym ciągu utrzymywać. Obecny kryzys był i jest też okazją do przeprowadzenia interesujących transakcji na rynku po nieco obniżonych cenach, zwłaszcza jeśli któryś z funduszy myślał o przejęciach. O ile spadki cen stają się jednocześnie ciekawą okazją do tanich przejęć, o tyle należy pamiętać, że fundusze private equity działają niemal w 90% w oparciu o fundusze zagraniczne, a dla rozwoju polskiej gospodarki lepiej by było, gdyby mniejsza część zysków była transferowana poza nasze granice. Niemniej jednak zagraniczni inwestorzy w najbliższych kwartałach mogą być bardzo zainteresowani inwestycjami na naszym rynku w oczekiwaniu wyższej stopy zwrotu z kapitału, niż jest to możliwe do osiągnięcia w krajach Europy zachodniej.

Negatywnymi skutkami kryzysu, które można obserwować obecnie, jest ogromny spadek funduszy pozostawionych do dyspozycji private equity, który skutkuje dużo mniejszymi inwestycjami w tworzenie nowych produktów lub zdobywanie nowych rynków przez polskie spółki, które zostały dofinansowane przez fundusze private equity. Co gorsza, należy spodziewać się zachowania takiej tendencji w kolejnych kilku kwartałach. Fundusze private equity są również podatne na kondycję Giełdy Papierów Wartościowych, a co za tym idzie dezinwestycje poprzez IPO są przez zarządzających odkładane, co nie musi być złe dla dofinansowanych spółek, które tym samym zyskają czas na skorzystanie z *know-how* funduszu. Rzeczywistość jest taka, że cały obszar dezinwestycji w czasie kryzysu cierpi najbardziej. Również *trade sale*, czyli sprzedaż spółki inwestorowi branżowemu, stała się utrudniona, od kiedy na rynku obserwuje się duże ograniczenia w dostępie do finansowania długiem.

Pocieszającą konkluzją jest fakt, że polska gospodarka radzi sobie z kryzysem nadspodziewanie dobrze, recesja nie dotknęła naszego kraju, co daje podstawy, by myśleć pozytywnie o najbliższych latach na rynku private equity.

## **Bibliografia**

- Bannock Consulting. (2001). Innovative Instruments for Rising Equity for SMES in Europe. *Report for DG Enterprise*, (June).
- Caselli, S. (2010). *Equity and Venture Capital in Europe. Markets, Techniques, and Deals*. Oxford: Academic Press – Elsevier.
- Damodaran, A. (2007). *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*. Gliwice: Wydawnictwo Helion.
- Danish Investment Fund. (2002). Business Angels in Denmark, ver. 1,09/12-2002.
- European Private Equity and Venture Capital Association. (2013). EVCA Yearbook 2013. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association.
- KPMG (2011). Private Equity Executive Survey. Warszawa: KPMG.
- Ministerstwo Gospodarki Departament Strategii i Analiz (2012). Trendy rozwojowe sektora MSP w ocenie przedsiębiorców w pierwszej połowie 2012 roku, (2).
- Ministry of Economy (2003). Labour and Social Policy. Poland: Economic Analyses and Forecast Department.
- Orłowski, W., Sękowski, J. i Socha, J. (2009). *Kryzys na rynkach finansowych. Wyzwania stojące przed spółkami*. PricewaterhouseCoopers.
- Panfil, M. (2005). *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*. Warszawa: Difin.
- Panfil, M. (2008). *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*. Warszawa: Difin.
- Przybylska-Kapuścińska, W. i Mozalewski, M. (2011). *Kapitał wysokiego ryzyka*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Roland Berger. (2014). European Private Equity Outlook 2014. Frankfurt: Roland Berger.
- Sobańska, K. i Sieradzan, P. (2004). *Inwestycje private equity/venture capital*. Warszawa: Wydawnictwo Key Text.
- Strużycki, M. (red.). (2002). *Zarządzanie małym i średnim przedsiębiorstwem. Uwarunkowania europejskie*. Warszawa: Difin.
- Tamowicz, P. (2007). *Business angels. Pomocna dłoń kapitału*. Warszawa: Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości.
- Węclawski, J. (1997). *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.