

*Tomasz Sosnowski**

PRIVATE EQUITY A KRYZYS

Wszystkie podmioty prowadzące działalność gospodarczą mają do czynienia ze zmiennym otoczeniem. W wyniku kryzysu gospodarczego stało się ono jeszcze bardziej dynamiczne i nieprzewidywalne. Dostępność zewnętrznych źródeł finansowania dla przedsiębiorstw została w znacznym stopniu ograniczona. Banki, w obawie przed złymi wynikami finansowymi potencjalnych kredytobiorców, zmniejszyły ilość udzielanych kredytów, co może prowadzić do pogłębienia się spadku rozwoju gospodarczego kraju.

Alternatywą wobec bankowych źródeł pozyskania kapitału mogą być fundusze *private equity*, które w zamian za wysoką stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału są gotowe zaakceptować ponadprzeciętne ryzyko¹. Ponadto spółki korzystające z tego źródła finansowania mogą uzyskać dodatkowe wsparcie w postaci kapitału menedżerskiego², które, szczególnie w warunkach dynamicznych zmian na rynku, może okazać się kluczowym czynnikiem sukcesu gospodarczego wielu przedsięwzięć.

Głównym celem autora opracowania jest przedstawienie wpływu kryzysu gospodarczego na sektor *private equity* w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem przebiegu cyklu inwestycyjnego oraz wskazaniem na zaistniałe szanse i zagrożenia dla podmiotów działających w tym segmencie rynku finansowego. B. Bartoń, prezes OneRay Investment SA wskazuje, iż „[...] kryzys to szansa dla inwestorów. Niedrogo kupić, zbudować wartość i dobrze sprzedać, to podstawowa zasada działania VC. Ważne, żeby w dobrym momencie mieć w posiadaniu wolne środki. Z całą pewnością nie ma lepszego czasu na inwestowanie niż kryzys i brak kapitału na rynku”³. O ważności tego tematu świadczy też fakt, iż

* Mgr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Uniwersytet Łódzki.

¹ M. Pietraszewski, *Proces inwestycyjny realizowany przez fundusze private equity*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna we Włocławku, Włocławek 2007, s. 30.

² M. Panfil, *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 20.

³ R. Pałgan, *Zalety venture capital w czasach kryzysu*, „Gazeta Finansowa”, 19.06.2009 r.

fundusze *private equity* wspierają rozwój wielu innowacyjnych przedsiębiorstw, przez co wywierają pozytywny wpływ m.in. na zmniejszenie skali bezrobocia oraz rozwój gospodarczy kraju.

Dla realizacji celu opracowania sformułowana została hipoteza badawcza, stwierdzająca, iż kryzys gospodarczy prowadzi do spowolnienia rozwoju sektora *private equity* w Polsce.

Weryfikacja powyższej hipotezy badawczej została dokonana głównie w oparciu o dane statystyczne publikowane przez *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA). Okres badawczy obejmuje dane za lata 2007–2008. Za przyjęciem takiego okresu badawczego przemawiają dwa argumenty. Po pierwsze, kryzys gospodarczy rozpoczął się pod koniec 2007 r. głównie w sektorze kredytów hipotecyjnych, a w 2008 r. przeniósł się na pozostałe segmenty rynku. Po drugie, w roku 2007 zmianie uległa metodologia zbierania i przetwarzania danych statystycznych przez EVCA. Dane gromadzone i przetwarzane są wg dwóch układów: w ujęciu *industry*, czyli wg siedziby funduszu PE, oraz w ujęciu *market*, czyli zgodnie z miejscem prowadzenia działalności przez spółkę portfelową. Dodatkowo z segmentu *private equity* zostały wyodrębnione dane dotyczące funduszy *venture capital*. Uwzględnienie powyższych zmian metodycznych w pewnym stopniu usprawiedliwia wybór dwuletniego okresu badań.

1. CHARAKTER INWESTYCJI PRIVATE EQUITY

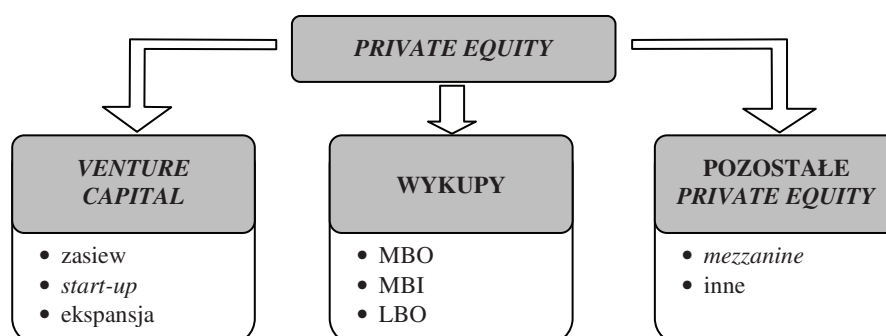
Inwestycje typu *private equity* stanowią kategorię niezwykle złożoną. Ogólnie można powiedzieć, iż są to inwestycje średnio- i długoterminowe o charakterze udziałowym, lokowane przede wszystkim na rynku niepublicznym, połączone ze wsparciem menedżerskim w przedsiębiorstwa o ponadprzeciętnym potencjale wzrostu wartości w określonym przez inwestora horyzoncie czasowym⁴. Swym zakresem obejmują inwestycje w spółki znajdujące się na różnych etapach rozwoju. Pozwala to na wyodrębnienie trzech głównych segmentów inwestycji *private equity* (zob. rys. 1).

Inwestycje *venture capital* polegają na inwestowaniu w przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju lub w fazie ekspansji⁵. W przed-

⁴ K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 13.

⁵ J. Grzywacz, A. Okońska, *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa 2005, s. 42; zob. <http://www.evca.eu/toolbox/glossary.aspx?id=982>, 04.08.2009 r.

siębiorstwach tych inwestor ma do czynienia z nowym przedsięwzięciem, wprowadzeniem nowego produktu bądź usługi na rynek lub też nowym sposobem podejścia do rynku⁶. Często oferowany produkt lub usługa nie zostały zweryfikowane przez rynek i znajdują się na samym początku cyklu życia produktu. Wiąże się to z możliwością poniesienia fiaska na rynku i utratą całego lub części zainwestowanego kapitału.



Rys. 1. Struktura *private equity*

Źródło: opracowanie własne.

Inwestycje *venture capital* należą do inwestycji o największym ryzyku, co powoduje, że inwestor oczekuje w zamian wysokiej stopy zwrotu. Ten segment *private equity* wydaje się być najbardziej narażony na skutki spowolnienia gospodarczego.

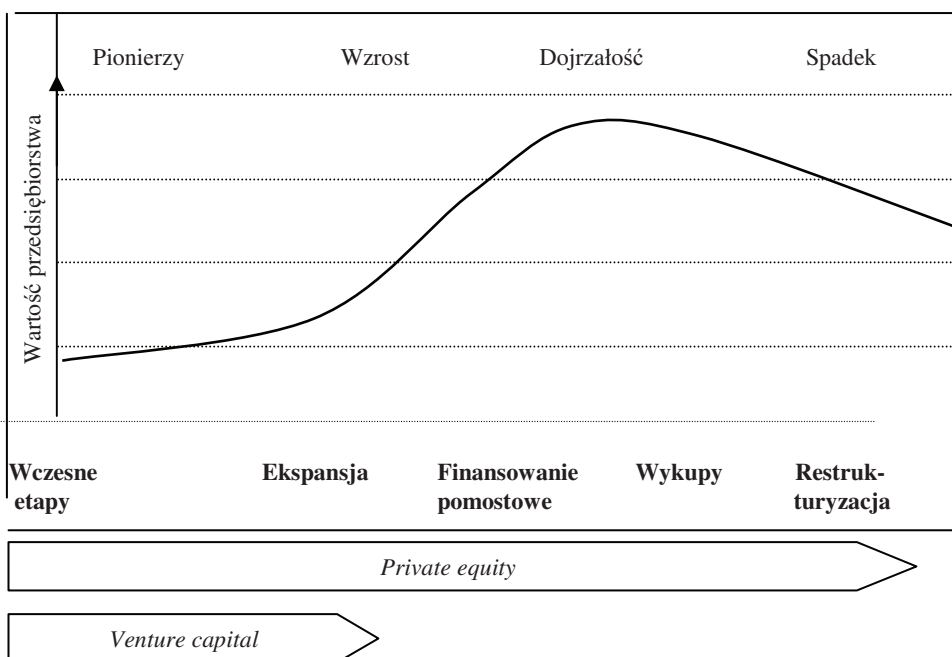
Drugim ważnym segmentem *private equity* są wykupy. Fundusze mogą dostarczyć kapitał niezbędny do przejęcia przedsiębiorstwa przez dotychczasową kadrę zarządzającą (MBO) lub przez inny podmiot zewnętrzny (np. fuzja). Środki z funduszy *private equity* stanowią jednak na ogół tylko część niezbędnego kapitału. Transakcje tego typu zazwyczaj wspomagane są finansowaniem zewnętrznym z innych źródeł (np. banków)⁷.

Wpływ kryzysu gospodarczego na rynek wykupów może mieć dwojaki charakter. Banki w znaczny sposób ograniczyły dostęp przedsiębiorstw do kredytów. W konsekwencji może to prowadzić do sytuacji, w której jednostka chcąc dokonać akwizycji nie będzie w stanie zgromadzić niezbędnych środków, a transakcja, która może przynieść korzyści firmie w długim okresie, nie zostanie przeprowadzona. Z drugiej jednak strony, w okresie dekonunktury na

⁶ M. Panfil, *Fundusze private equity...*, s. 20.

⁷ A. Kornasiewicz, *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 21.

rynku przedsiębiorstwa wyceniane są na zdecydowanie niższym poziomie niż w okresach dynamicznego wzrostu. Co za tym idzie, pojawia się więcej potencjalnych przedsiębiorstw do przejęcia po znacznie niższej cenie. Środki pieniężne z funduszu *private equity* w takich warunkach stają się atrakcyjnym źródłem kapitału. W długim okresie może to prowadzić do zwiększenia stopy zwrotu z inwestycji.



Rys. 2. Finansowanie *private equity* na różnych etapach rozwoju przedsiębiorstwa

Źródło: V. Kraft, *Erfolgreiches Management von Private equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen*, Universität St. Gallen Working Paper, 2001, s. 4.

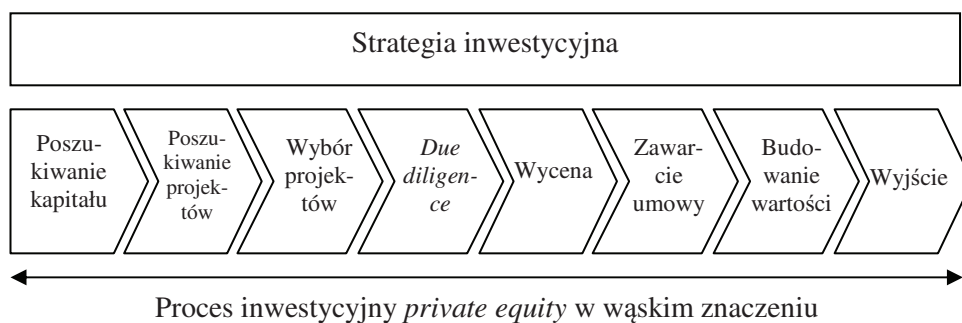
Wyodrębnione w strukturze *private equity* finansowanie *mezzanine* dotyczy przedsiębiorstw przygotowujących się do wprowadzenia spółki do publicznego obrotu, a środki z funduszy *private equity* przeznaczone są na pokrycie wydatków związanych ze sprzedażą akcji na giełdzie oraz poprawę struktury podstawowych informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa⁸. Celem takich działań jest poprawa atrakcyjności oferty publicznej dla potencjalnych inwestorów.

⁸ M. Pietraszewski, *Proces inwestycyjny...*, s. 46.

2. CYKL INWESTYCYJNY PRIVATE EQUITY

Inwestycje *private equity* dotyczą lokowania środków w przedsiębiorstwa prywatne. Każda inwestycja posiada zatem swój indywidualny charakter, gdyż warunki na jakich kapitał jest udostępniany przedsiębiorcom są ustalane w drodze negocjacji pomiędzy inwestorem a spółką portfelową. Można jednak wyróżnić kilka charakterystycznych etapów w funkcjonowaniu każdego funduszu *private equity*.

Proces inwestycyjny funduszy wysokiego ryzyka przebiega według określonego wzorca. V. Kraft wyróżnił osiem kolejnych kroków składających się na cykl inwestycyjny *private equity*⁹. Należą do nich: poszukiwanie kapitału, poszukiwanie projektów, wybór projektów, *due diligence*, wycena, zawarcie umowy, budowanie wartości oraz wyjście (zob. rys. 3).



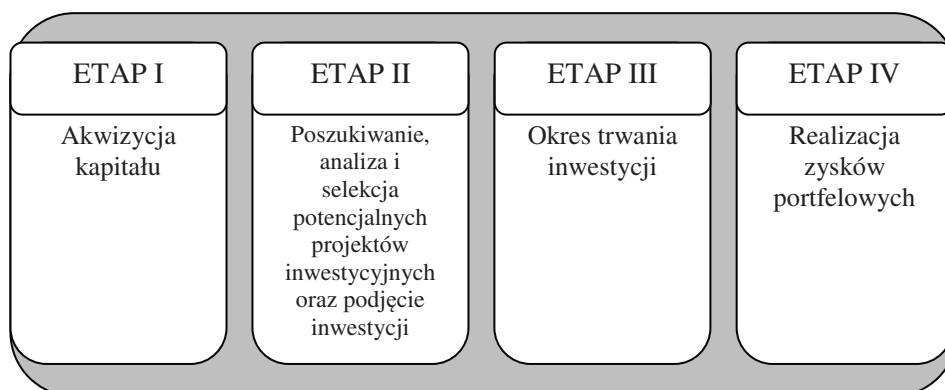
Rys. 3. Cykl inwestycyjny *private equity*

Źródło: jak do rys. 2, s. 6.

W polskiej literaturze przedmiotu wskazuje się na bardziej ogólny schemat cyklu inwestycyjnego funduszy *private equity*. Mając na uwadze kierunki aktywności funduszy oraz zmiany wartości aktywów, K. Sobańska i P. Sieradzan podzielił proces inwestycyjny funduszu na cztery etapy¹⁰ (zob. rys. 4). Takie przedstawienie przebiegu cyklu trwania inwestycji zakłada, że poszczególne stadia nie mają charakteru następujących po sobie rozłącznych etapów, lecz mogą występować one jednocześnie.

⁹ V. Kraft, *Erfolgreiches Management von Private equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen*, Universität St.Gallen, Working Paper, 2001, s. 6. <http://www.turnaroundinvest.com/Articles/Turnaroundinvest.pdf>

¹⁰ K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 33.



Rys. 4. Cykl inwestycyjny funduszy *private equity*

Źródło: opracowanie własne na podstawie K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equality/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 33.

Na podobny przebieg tego cyklu zwraca uwagę również M. Panfil, który wymienił następujące etapy¹¹:

- a) pozyskanie kapitału od inwestorów na uruchomienie funduszy oraz równoległe poszukiwanie i pozyskiwanie atrakcyjnych inwestycji;
- b) uruchomienie funduszu (selekcja biznesplanów, *due diligence*, negocjacje i projektowanie etapów inwestycji, dodatkowe wezwania kapitałowe od inwestorów, inwestowanie kapitału);
- c) kreowanie wartości i monitoring w spółkach portfelowych;
- d) wyjście z inwestycji i osiągnięcie korzyści finansowych.

Amerykańscy ekonomiści P. Gompers i J. Lerner wskazali na trzy główne fazy składające się na cykl kapitału podwyższonego ryzyka: pozyskanie kapitału przez fundusz, inwestowanie go w spółki oraz realizacja zysków poprzez wyjście z inwestycji¹².

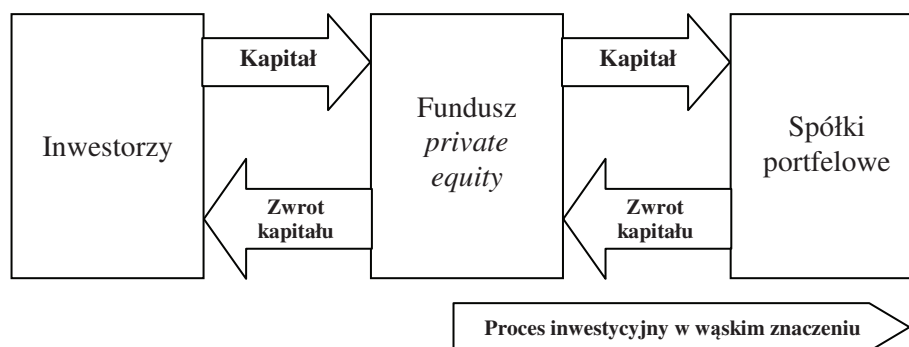
Podejście to zostanie wykorzystane w dalszej części pracy do przedstawienia wpływu kryzysu gospodarczego na rynek kapitału ryzyka w Polsce. Za wyborem tego podejścia do dalszych rozważań przemawia fakt, iż na każdy poszczególny etap cyklu inwestycyjnego mogą oddziaływać inne czynniki. Choć podział ten wydaje się być ogólny, mimo to pozwoli, w oparciu o dostępny materiał empiryczny, w pełni ocenić sytuację na tym rynku w Polsce.

¹¹ M. Panfil, *Fundusze private equity...*, s. 85.

¹² P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge Mass., 2006, s. 3.

2.1. Pozyskanie kapitału przez fundusze *private equity*

Fundusze *private equity* są pewnego rodzaju pośrednikami na rynku inwestycji kapitałowych. Pozyskują one kapitał od innych uczestników rynku, inwestują go, a następnie po upływie określonego czasu zwracają kapitał inwestorom wraz z wypracowanym zyskiem.



Rys. 5. Struktura rynku *private equity*

Źródło: opracowanie własne.

Środki na inwestycje *private equity* pozyskiwane są z wielu bardzo zróżnicowanych źródeł. Inwestorami mogą być podmioty o różnym profilu działania i strukturze własności, zarówno wchodzące w skład systemu finansowego, jak i spoza niego¹³. Głównymi dawcami kapitału są na ogół banki, fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, przedsiębiorstwa i korporacje, agencje rządowe, instytucje publiczne, instytuty naukowe, osoby prywatne oraz fundusze funduszy¹⁴. Instytucje te na ogół nie posiadają odpowiednio wykwalifikowanych kadr ani możliwości przeprowadzenia niezbędnych analiz efektywności inwestycji bezpośrednich w prywatne przedsiębiorstwa. Fundusze wysokiego ryzyka pozwalają na ograniczenie ryzyka towarzyszącego tego typu inwestycjom poprzez odpowiedni dobór spółek portfelowych, przy jednoczesnym zapewnieniu ponadprzeciętnych stóp zwrotu.

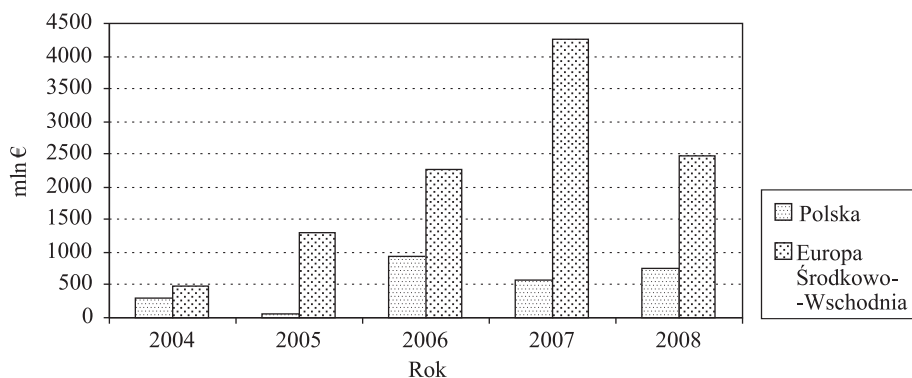
P. Gompers i J. Lerner, analizując czynniki mające wpływ na napływ kapitału do funduszy wysokiego ryzyka, wskazali, iż wahania w poziomie wzrostu PKB mają znaczący wpływ na wielkość dostępnych funduszy¹⁵.

¹³ M. Pietraszewski, *Proces inwestycyjny...*, s. 50.

¹⁴ K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje...*, s. 33.

¹⁵ P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Cycle...*, s. 45.

Oddziaływanie panujących warunków gospodarczych na podaż dostępnych środków na rynku kapitału podwyższonego ryzyka szczególnie widoczne jest w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (zob. rys. 6). Zanim rozpoczął się kryzys gospodarczy widoczny był dynamiczny napływ funduszy w tym sektorze. W roku 2007 odnotowany został rekordowy napływ kapitału do funduszy z rejonu Europy Środkowo-Wschodniej – wynosił on 4253 mln euro. Natomiast w roku 2008 miał miejsce znaczący spadek napływu nowych kapitałów. Fundusze *private equity* działające w tym regionie zgromadziły tylko 2468 mln euro, co wskazuje na spadek o blisko 42% w porównaniu z rokiem poprzednim.



Rys. 6. Napływ nowego kapitału do funduszy *private equity* w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2004–2008

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2009*, s. 292, oraz *CEE Statistics 2008, An EVCA Special Paper*, 2009, s. 5.

W Polsce pozyskiwanie nowych kapitałów przez fundusze *private equity* kształtowało się odmiennie niż w pozostałych krajach regionu. Polskie fundusze najwięcej kapitału zgromadziły w 2006 r. (937 mln euro), a w roku następnym nastąpił spadek napływu nowych kapitałów o 39%, do poziomu blisko 571 mln euro. W roku 2008, mimo panującego kryzysu gospodarczego, polskie fundusze zgromadziły więcej środków niż w roku poprzednim. Odnotowano wzrost o ponad 33%, do poziomu 760,46 mln euro. Inwestorzy chętniej udostępniali kapitał, gdyż polska gospodarka w znacznie mniejszym stopniu odczuła wpływ kryzysu niż pozostałe kraje regionu, jak np. Węgry.

Analizując podaż kapitału na rynku *private equity*, należy zwrócić uwagę na źródła jego pochodzenia. W latach 2007–2008 wszystkie środki zgromadzone przez polskie fundusze pochodziły ze źródeł zagranicznych, głównie z innych krajów europejskich (odpowiednio 60,3% i 64,5%). Małe zaangażowanie podmiotów krajowych we wspieranie rozwoju tego rynku jest niezwykle nie-

pokojące. Problemy gospodarcze w innych krajach mogą znacznie odbić się w dłuższym okresie na krajowym rynku kapitału ryzyka. Należy podjąć działanie promujące ten obszar rynku finansowego w Polsce i zachęcić krajowe podmioty gospodarcze do lokowania wolnych środków w fundusze *private equity*.

W analizowanym okresie zauważalna jest również zmiana w strukturze podmiotów inwestujących w branżę *private equity*.

Tabela 1. Źródła kapitału *private equity* w Polsce w latach 2007–2008

Wyszczególnienie	2007 r.		Zmiana (w %)	2008 r.	
	wartość (w tys. euro)	udział (w %)		wartość (w tys. euro)	udział (w %)
Banki	132 987	23,31	-38,34	82 000	10,78
Fundacje	0	0,00	–	119 500	15,71
Fundusze funduszy	36 000	6,31	613,89	257 000	33,80
Towarzystwa ubezpieczeniowe	188 550	33,05	-86,74	25 000	3,29
Fundusze emerytalne	141 975	24,89	10,94	157 500	20,71
Pozostałe źródła	70 988	12,44	68,28	119 460	15,71
Razem	570 500	100,00	33,30	760 460	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2009*.

Najważniejszym źródłem nowych kapitałów dla funduszy *private equity* w 2007 r. były towarzystwa ubezpieczeniowe. Przekazały one 188 550 tys. euro, co stanowiło 33,05% wszystkich środków, jakie pozyskały fundusze w tym roku. Natomiast w 2008 r. w drastyczny sposób zmniejszyło się zainteresowanie tych instytucji inwestycjami w polskie fundusze kapitału ryzyka. W konsekwencji spowodowało to spadek finansowania o ponad 86%, do poziomu 25 000 tys. euro w roku 2008 (3,29%). Również banki ograniczyły wielkość przekazywanych do funduszy *private equity* kapitałów. W 2007 r. dostarczyły one 132 987 tys. euro, co stanowiło 23,31% ogółu dostępnych środków w tym roku. Kryzys gospodarczy spowodował jednak ograniczenie napływu środków na inwestycje z tego sektora. W 2008 r. przekazały one o 38,34% mniej kapitału, czyli 82 000 tys. euro. Nadal jednak pozostały znaczącym dostawcą kapitału, gdyż ponad 10% wszystkich pozyskanych środków pochodziło z tego źródła.

Znaczącym dostawcą nowych środków na inwestycje polskich funduszy *private equity* są fundusze emerytalne. W 2007 r. przeznaczyły one na inwestycje tego typu 141 975 tys. euro, co stanowiło 24,89% wszystkich pozyskanych w tym roku środków. W następnym roku suma przekazanych kapitałów wzrosła o 10,94%, do poziomu 157 500 tys. euro. Udział tego źródła podaży kapitału na polskim rynku zmalał jednak do poziomu 20,71% – jest to wynikiem wzrostu ogólnej sumy środków pozyskanych przez fundusze w 2008 r.

Głównym dostawcą kapitału podwyższonego ryzyka w 2008 r. były fundusze inwestycyjne. Dostarczyły one 257 000 tys. euro nowego kapitału, co stanowiło 33,8% ogółu pozyskanych środków. Jest to wyraźna zmiana w stosunku do roku poprzedniego (+613,89%), gdyż zainteresowanie zagranicznych jednostek tego typu inwestycjami w polskie fundusze *private equity* było w 2007 r. niewielkie (36 000 tys. euro; 6,31%).

2.2. Inwestycje funduszy *private equity* w polskie przedsiębiorstwa

Po zgromadzeniu przez fundusze *private equity* niezbędnych na inwestycje środków rozpoczyna się kolejny etap cyklu inwestycyjnego. Fundusze przekazują zgromadzone uprzednio środki do przedsiębiorstw, umożliwiając im tym samym dynamiczny rozwój.

W roku 2008 fundusze *private equity* zainwestowały mniej środków w polskie spółki niż w roku poprzednim. Wartość inwestycji spadła o 15,88%, z poziomu 746 540 tys. euro w 2007 r. do poziomu 627 956 tys. euro w 2008 r. (zob. tab. 2); spadek ten był mniejszy niż w całym regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

Najistotniejszą część rynku kapitału ryzyka w Polsce stanowią transakcje związane z wykupami. W 2007 r. stanowiły one 81,85% wszystkich środków przekazanych do polskich spółek w ramach działalności funduszy. Mimo że w 2008 r. odnotowano spadek wielkości inwestycji w tej części o 17,99%, do poziomu 501 122 tys. euro, to inwestycje związane z finansowaniem wykupów nadal stanowią największą część tego rynku (79,8% ogółu zainwestowanych środków). Ważną część inwestycji kapitału ryzyka stanowi finansowanie wzrostu spółek (kolejno 12,78%, 11,54% ogółu inwestycji), chociaż i w tej części zauważalny jest spadek wielkości zainwestowanych środków o 24,03% r.d.

Mimo trudnych warunków gospodarczych, w 2008 r. inwestycje w polskie spółki dokonywane przez *venture capital* zwiększyły się o 43,95% w porównaniu z rokiem poprzednim, z poziomu 37 730 tys. euro do 54 312 tys. euro. Mimo dynamicznego wzrostu wielkości środków zainwestowanych przez *venture capital* ich udział na polskim rynku *private equity* jest niewielki i wynosi zaledwie 5,05% ogółu inwestycji w 2007 r. oraz 8,65% zainwestowanych środków w 2008 r.

W analizowanym okresie nieznacznie wzrosła liczba polskich spółek, w które zainwestowały fundusze *private equity* (60 przedsiębiorstw w 2007 r., 64 w 2008 r.). W kryzysie atrakcyjnym źródłem nowych środków na rozwój okazały się fundusze *venture capital*. Z tego kapitału w 2008 r. skorzystało 41 przedsiębiorstw w Polsce, czyli aż o 19 więcej niż w roku poprzednim.

Tabela 2. Inwestycje *private equity* w polskie przedsiębiorstwa w latach 2007–2008

Faza rozwoju ^a	2007			Zmiana wartości inwestycji (w %)	2008		
	kwota (w tys. euro)	udział (w %)	liczba spółek		kwota (w tys. euro)	udział (w %)	liczba spółek
Zasiew	2 483	0,33	4	50,02	3 725	0,59	10
<i>Start-up</i>	1 088	0,15	4	1269,49	14 900	2,37	14
Późniejsze etapy <i>venture</i>	34 159	4,58	14	4,47	35 687	5,68	17
Razem <i>venture capital</i>	37 730	5,05	22	43,95	54 312	8,65	41
Wzrost	95 375	12,78	8	-24,03	72 454	11,54	5
Restrukturyzacja	1 257	0,17	1	-94,59	68	0,01	1
Refinansowanie	1 118	0,15	1	-100,00	0	0,00	0
Wykupy	611 060	81,85	28	-17,99	501 122	79,80	17
Razem	746 540	100,00	60	-15,88	627 956	100,00	64

^a Od 2008 r. inwestycje w fazie ekspansji wg klasyfikacji EVCA zostały podzielone na dwie odrębne fazy finansowania inwestycji:

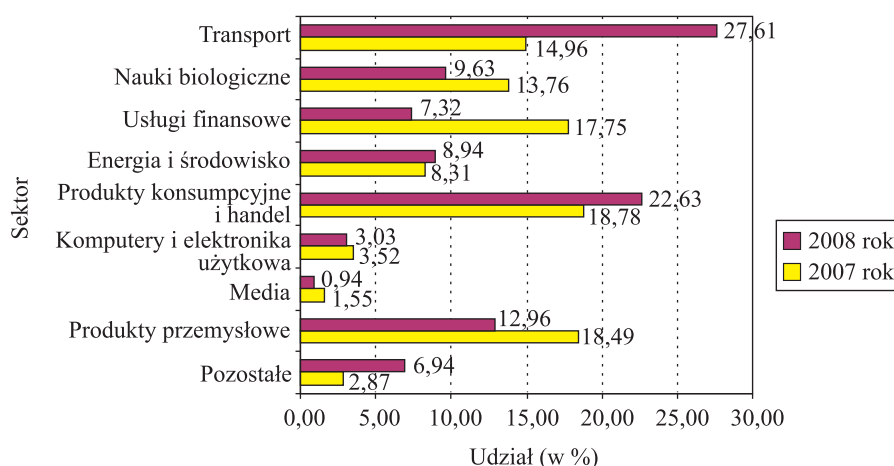
- *venture – późniejszy etap*, czyli finansowanie rozwoju spółki zarówno po, jak i przed osiągnięciem progu rentowności,
- *finansowanie wzrostu*, czyli finansowanie najczęstiej mniejszociowe, ale niekonicznie, stosunkowo dojrzałych spółek. Kapitał tego typu może zostać wykorzystany np. na rozszerzenie lub restrukturyzację działalności, wejście na nowe rynki czy też sfinansowanie znaczącego przejęcia bez zmiany kontroli. Finansowanie na tym etapie nie jest już zaliczane do inwestycji *venture capital*.

Zob. <http://www.ppea.org.pl/new/aktualnosci.php?art=425>

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2009*.

W znaczny sposób jednak zmniejszyła się liczba spółek korzystających z kapitału przeznaczanego na finansowanie późniejszych etapów rozwoju niż *venture capital* (38 przedsiębiorstw w 2007 r., 23 w 2008 r.).

Fundusze *private equity* inwestują w spółki działające w różnych branżach. Podczas kryzysu gospodarczego zauważalne są zmiany w wyborze kierunków inwestowania przez te instytucje (zob. rys. 7).



Rys. 7. Inwestycje *private equity* w latach 2007–2008 – ujęcie sektorowe

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2009*.

Największym zainteresowaniem kapitału ryzyka w 2008 r. cieszyły się spółki działające w sektorze transportu (27,61% sumy zainwestowanych środków) oraz spółki zajmujące się produkcją i handlem dóbr konsumpcyjnych (22,63% ogółu inwestycji). W porównaniu z 2007 r. zaangażowanie funduszy *private equity* w tych branżach najbardziej wzrosło. Zmniejszył się natomiast udział w ogólnej kwocie inwestycji spółek działających w branżach najbardziej podatnych na wpływ kryzysu gospodarczego. Przedsiębiorstwa zajmujące się usługami finansowymi stanowiły 7,32% sumy zainwestowanych środków w 2008 r.; w 2007 r. ich udział wynosił aż 17,75%. Zauważalny jest również znaczący spadek udziału przedsiębiorstw działających na rynku produktów przemysłowych.

2.3. Wyjście z inwestycji funduszy *private equity*

W procesie inwestycyjnym funduszu kluczowym problemem jest możliwość realizacji zysku z inwestycji. Charakterystyczne dla tego typu inwestycji jest, że spółki portfelowe funduszu nie wypłacają dywidendy ani innego rodzaju

wynagrodzenia w formie odsetek za udostępniony kapitał w czasie trwania samego procesu inwestycyjnego. Źródłem dochodów dla funduszy *private equity* jest przyrost wartości zainwestowanego kapitału osiągany podczas rozwoju działalności gospodarczej spółek będących własnością funduszu. Zysk z inwestycji osiągany jest dopiero w momencie wycofania uprzednio zainwestowanego kapitału.

Analiza danych liczbowych zawartych w tabeli 3 wskazuje, iż kryzys gospodarczy spowodował spadek ogólnej sumy wartości dezinwestycji w 2008 r. Fundusze *private equity* dokonały wyjścia z inwestycji w polskie przedsiębiorstwa o wartości początkowej 72 975 tys. euro, co oznacza spadek o 60,74% w porównaniu z rokiem poprzednim. Zmniejszeniu uległa również średnia wartość inwestycji przypadająca na jedno przedsiębiorstwo, z którego fundusze wycofały środki. Wielkości te kształtują się odpowiednio na poziomie 5466,26 tys. euro/spółkę w 2007 r. oraz 4292,65 tys. euro/spółkę w 2008 r. (-21,47%).

Główną metodą dezinwestycji stosowaną przez fundusze kapitału ryzyka była sprzedaż posiadanych udziałów w spółce portfelowej innemu inwestorowi *private equity*. W 2007 r. fundusze zrealizowały tą metodą wyjścia z inwestycji o wartości 98 934 tys. euro, co stanowiło aż 53,23% sumy wszystkich dezinwestycji. W kolejnym roku metoda ta została zastosowana wobec inwestycji o wartości 26 995 tys. euro, co oznacza spadek o 72,71% w stosunku do roku poprzedniego. Mimo to nadal pozostał to dominujący sposób zakończenia współpracy funduszu ze spółką portfelową (36,99% ogólnej kwoty dezinwestycji).

Istotną rolę na polskim rynku wyjść z inwestycji odgrywa sprzedaż spółki portfelowej inwestorowi branżowemu. W 2007 r. metodę tą zastosowano wobec 11 spółek. Zakończono inwestycje o wartości 30 306 tys. euro, co stanowiło 16,31% sumy dezinwestycji w tym roku. W 2008 r. metodę tę zastosowano zaledwie do dwóch spółek w Polsce, w przypadku których wartość początkowa inwestycji wynosiła 20 463 tys. euro.

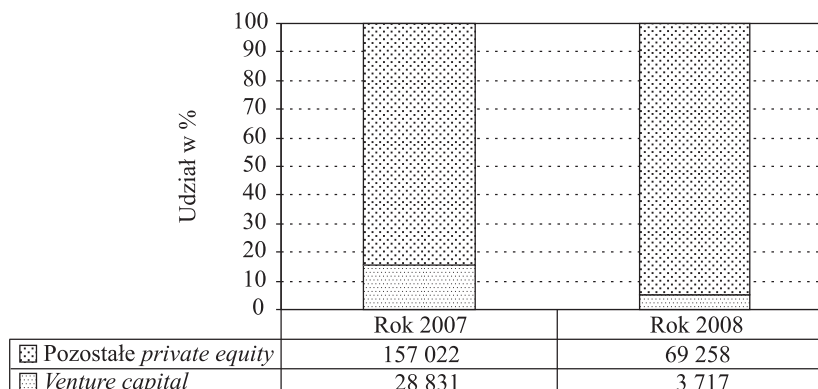
Zauważalny jest również wpływ uwarunkowań makroekonomicznych na wykorzystanie giełdy papierów wartościowych do realizacji zysków z inwestycji. W 2007 r. fundusze *private equity* poprzez publiczną emisję akcji wyszły z inwestycji o wartości początkowej 5910 tys. euro, co stanowiło 3,18% ogólnej kwoty dezinwestycji w tym roku. W 2008 r. natomiast metodą tą dokonano dezinwestycji zaledwie na kwotę 200 tys. euro, co oznacza spadek o 96,62% rdr.

Na etapie dezinwestycji zauważalny jest również spadek udziału sektora *venture capital* w sumie wyjść z inwestycji funduszy kapitału podwyższonego ryzyka (zob. rys. 8).

Tabela 3. Wyjścia z inwestycji w polskie spółki wg początkowej wartości inwestycji w latach 2007–2008

Wyszczególnienie	2007			Zmiana wartości dezinwestycji (w %)	2008		
	kwota (w tys. euro)	udział (w %)	liczba spółek		kwota (w tys. euro)	udział (w %)	liczba spółek
Sprzedaż inwestorowi branżowemu	30 306	16,31	11	-32,48	20 463	28,04	2
Sprzedaż w drodze emisji publicznej	5 910	3,18	7	-96,62	200	0,27	1
w tym:							
pierwsza oferta publiczna	2 550	1,37	5	-92,16	200	0,27	1
sprzedaż na rynku wtórnym	3 360	1,81	2	-100,00	0	0,00	0
Likwidacja spółki/umorzenie udziałów	0	0,00	0	-	2 079	2,85	2
Splata preferencyjnych pożyczek	22 417	12,06	2	-100,00	0	0,00	0
Sprzedaż innemu inwestorowi PE	98 934	53,23	4	-72,71	26 995	36,99	4
Sprzedaż instytucji finansowej	3 785	2,04	3	-100,00	0	0,00	0
Sprzedaż zarządowi spółki (buy-back)	3 423	1,84	2	5,87	3 624	4,97	5
Inne metody dezinwestycji	21 078	11,34	6	-6,95	19 614	26,88	4
Razem	185 853	100,00	34	-60,74	72 975	100,00	17

Źródło: opracowanie własne na podstawie EVCA Yearbook 2009.

Rys. 8. Udział *venture capital* w strukturze dezynwestycji w latach 2007–2008

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2009*.

W 2007 r. dezynwestycje funduszy *venture capital* stanowiły 15,51% wszystkich wyjść z inwestycji dokonanych przez fundusze *private equity*. W następnym roku udział ten spadł do poziomu 5,09%. Sytuację tę można uznać za sygnał, iż zakończenie współpracy pomiędzy spółką portfelową, w którą zainwestowano środki na wczesnym etapie jej rozwoju, a funduszem kapitału podwyższonego ryzyka może być utrudnione w okresie dekonjunktury na rynku.

PODSUMOWANIE

Fundusze kapitału podwyższonego ryzyka wrażliwe są na zmiany zachodzące w otoczeniu zewnętrznym. Trwający w Polsce kryzys gospodarczy spowodował znaczące zmiany w działalności inwestorów *private equity*.

Działalność funduszy *private equity* związana z pozyskiwaniem nowych środków na inwestycje, mimo niesprzyjającej koniunktury na rynku, w Polsce wydaje się być niezagrażona. Analizując sytuację gospodarczą Polski na tle pozostałych krajów Europy Środkowo-Wschodniej, należy zauważyć, iż kryzys gospodarczy w naszym państwie przebiega znacznie łagodniej niż w pozostałych krajach regionu. Powoduje to, iż główni dostawcy kapitału na inwestycje, jakimi są zagraniczni inwestorzy instytucjonalni, w poszukiwaniu atrakcyjnych stóp zwrotu, skłonni są lokować więcej środków w polskie fundusze kapitału ryzyka. Wyjątkowo niepokojący pozostaje jednak fakt braku zainteresowania krajowych inwestorów inwestycjami w fundusze *private equity*. Wskazane zatem jest podjęcie działań zmierzających do upowszechnienia wiedzy o działalności tego typu funduszy w Polsce oraz liberalizacja przepisów dotyczących możliwości

inwestycyjnych krajowych otwartych funduszy emerytalnych¹⁶. Gwałtowne spadki na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie mogą skłonić inwestorów do poszukiwania alternatywnych możliwości inwestycyjnych, jakimi są fundusze *private equity*.

Bezpośrednim skutkiem trwającego kryzysu gospodarczego jest spadek wielkości środków przekazanych z funduszy *private equity* do spółek portfelowych. Niekorzystne warunki gospodarcze mogą negatywnie wpływać na wyniki osiągane przez spółki. Zdobywanie nowych rynków oraz wprowadzanie nowych produktów w okresie dekoniunktury jest zdecydowanie utrudnione z powodu ograniczenia dostępu do bankowych źródeł finansowania. W konsekwencji może prowadzić to do spadku stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału w przyszłości. Najbardziej narażone na tego typu negatywne skutki kryzysu są inwestycje *venture capital*. Z drugiej jednak strony spadek rynkowej wartości przedsiębiorstw tworzy okazje do licznych przejęć. Jeżeli fundusze zajmujące się wykupami posiadają dostępne środki, mogą one wykorzystać zaistniałą sytuację i w momencie poprawy koniunktury na rynku sprzedać nabyte obecnie spółki, w konsekwencji osiągając wyższą stopę zwrotu. Kryzys tworzy zatem atrakcyjne okazje do przejęć i wykupów.

Obszarem działalności funduszy *private equity*, który najdotkliwiej odczuł skutki kryzysu gospodarczego, jest etap wyjścia z inwestycji i realizacji zysków. W wyniku niekorzystnych warunków gospodarczych obniżona została wycena rynkowa posiadanych spółek portfelowych. Nowi inwestorzy są skłonni zapłacić za spółki mniejsze środki niż dotychczas. Fundusze odłożyły w czasie decyzje o dezinvestycji, licząc w przyszłości na poprawę sytuacji na rynku. Utrudniony został również dostęp do głównych metod wyjścia z inwestycji. Negatywny skutek na sprzedaż spółki inwestorowi branżowemu wywarł istotny wzrost kosztu finansowania dłużnego oraz ograniczenie dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania, niezbędnych często podczas zakupu spółek portfelowych¹⁷. Z kolei negatywne nastroje na rynku kapitałowym doprowadziły do drastycznego ograniczenia wykorzystania pierwszej oferty publicznej, najbardziej pożądanej przez fundusze *private equity* metody wyjścia z inwestycji. Na całym rynku spółki chcące zadebiutować na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA wielokrotnie odkładały decyzję dotyczącą debiutu w oczekiwaniu na poprawę sytuacji na rynku¹⁸. Sytuacja taka doprowadzić może do zmniejszenia zrealizowanej w przyszłości stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, lecz

¹⁶ Biała księga. *Inwestycje w private equity dla polskich inwestorów instytucjonalnych*, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, Warszawa 2007, s. 8–9.

¹⁷ A. Szablewski (red.), *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Difin, Warszawa 2009, s. 195.

¹⁸ Raport IPO 2009, s. 4.

także, w świetle wyników badań B. S. Blacka i R. J. Gilsona, do ograniczenia napływu nowych środków do sektora inwestycji kapitału ryzyka w przyszłości¹⁹.

W świetle powyższych rozważań, a także zawartych w pracy danych statystycznych, należy stwierdzić, iż postawiona na wstępie hipoteza badawcza, mówiąca o negatywnym wpływie kryzysu gospodarczego na rynek *private equity* w Polsce, wydaje się być prawdziwa.

Tomasz Sosnowski

PRIVATE EQUITY AGAINST ECONOMIC CRISIS

(Summary)

The primary aim of the article is to point out the impact of economic crisis on private equity industry in Poland. The attempt to identify opportunities and threats stemming from the economic situation for the firms which operate in this part of the financial market has been also taken up. The major hypothesis is that the economic crisis leads to slowing down the development of the private equity industry in Poland. The verification of this hypothesis has been carried out based on the analysis of data published by the European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA).

¹⁹ B. S. Black, R. J. Gilson, *Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets*, "Journal of Financial Economics" 1998, no. 47, s. 248–249.