

WITOLD LUCIŃSKI

SEKTORY *PRIVATE EQUITY* W EUROPIE I POLSCE W DOBIE KRYZYSU

Wprowadzenie

Końcowe lata pierwszej dekady XXI wieku zostaną zapamiętane przez społeczeństwa niemal całego świata jako okres dokuczliwego kryzysu. Poważne perturbacje dotknęły nie tylko relatywnie niewielkie i niezamożne gospodarki, jak Grecja czy Portugalia, lecz także stabilną do 2008 roku Irlandię, a nawet w Wielką Brytanię czy USA. Pojawiły się liczne bankructwa i inne zjawiska, skutkujące powszechną utratą zaufania do rynków finansowych. W rezultacie spowodowało to wycofanie się wielu inwestorów z rynku finansowego. W rezultacie wiele podmiotów utraciło swoją płynność finansową. Jaskrawym tego przykładem są tak wielkie organizmy gospodarcze jak banki. Łączna kwota dwóch trzyletnich pożyczek z końców grudnia 2011 i lutego 2012 wypłaconych przez Europejski Bank Centralny bankom dla ratowania strefy euro przekroczyła bilion euro¹. We wcześniejszych okresach w wielu krajach banki były wspierane pomocą publiczną. I tak belgijska grupa KBC otrzymała w czasie kryzysu łącznie ok. 7 mld euro wsparcia i obecnie –zgodnie z żądaniem Komisji Europejskiej – przystąpiła do jej zwrotu. Efektem tych zdarzeń jest sprzedaż m.in. dwóch polskich spółek zależnych Kredyt Banku SA i TUiR Warta SA innym podmiotom gospodarczym (odpowiednio bankowi hiszpańskiemu Santander i spółce Talanx International)². Podobny los spotkał irlandzki bank AIB, który został zmuszony do sprzedaży Banku Zachodniego WBK SA. Nabywcą był ponownie wspomniany już Santander Bank, który w okresie kryzysu dzięki takim zakupom wielu innych jeszcze podmiotów, stał się drugim pod względem wartości rynkowej i siódmym pod względem wartości aktywów bankiem w Europie³.

Tego typu spektakularne transakcje zachodzą także w innych częściach rynku finansowego. Po tak długim okresie dekonjunkury wiele firm utraciło płynność finansową i jest zmuszonych do odsprzedawania części swoich aktywów innym inwestorom. Alternatywa, jaką postawił przed nimi kryzys jest rozpięta pomiędzy czasami bolesną, dogłębną restruk-

¹ Ł. Wilkowicz: *Po aukcji EBC: ostrożnie z optymizmem*, „Rzeczpospolita” z dnia 29.02.2012 r.

² G. Siemończyk: *Grupa KBC ciągle nie wyszła z kryzysu i mocno ogranicza działalność*, „Rzeczpospolita” z dnia 28.02.2012 r.

³ *Ibidem*.

turyzacją (połączoną z wyprzedzą niekiedy cennych części aktywów) a wysoce prawdopodobną upadłością.

W takiej sytuacji stwarza się wielka szansa rozwojowa dla tych podmiotów, które w okresie kryzysu mają dużą ilość środków i dzięki temu są w stanie po zaniżonych – w stosunku do ubiegłych okresów – kupować pożądane przez siebie aktywa po korzystnych dla siebie cenach z zamiarem późniejszego zbycia zrestrukturyzowanych firm. Tego typu operacje są typowe dla sektora *private equity*.

Przez *private equity* rozumie się inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków z przyrostu wartości kapitału, polegające na znacznym zaangażowaniu w finansowanie kapitałów własnych firm. *Private equity* może być wykorzystane na rozwój nowych produktów i technologii, zwiększenie kapitału obrotowego, przejmowanie spółek lub też na poprawę i wzmocnienie bilansu spółki⁴.

Znaczne zaangażowanie funduszu jest celowe, ma ono bowiem często dać taką przewagę przy podejmowaniu decyzji w spółce, aby wszystkie kluczowe decyzje były podejmowane z odpowiednią przewagą głosów. Tak więc władza w spółce, spodziewane zyski kapitałowe są w trakcie trwania operacji dzielone. Jest to szczególnie dotkliwe dla firm rodzinnych, gdzie przedsięwzięcie jest traktowane ze szczególną estymą, jak dodatkowy członek rodziny. Niemniej jednak przedsiębiorcy wielokrotnie godzą się na taką sytuację. Często bowiem stoi przed nimi alternatywa: albo podział władzy i zysków albo bardzo prawdopodobna utrata dotychczasowego dorobku, co może wynikać z braku możliwości skutecznego podwyższania kapitałów firmy, braku rozeznania na rynkach krajowych i zagranicznych, z małej skali produkcji, czy też silnej konkurencji innych przedsiębiorstw⁵.

Zasadność istnienia sektora *private equity* polega na wypełnianiu luki kapitałowej, wynikającej z konieczności realizowania przez przedsiębiorców drogiej projektów przy jednoczesnym silnym ograniczeniu możliwości ich finansowania (brak dostępnych kredytów w początkowej fazie funkcjonowania czy szczupłość środków własnych)⁶.

Ciągle doskonalenie wyżej zaprezentowanego modelu działania funduszy *private equity*, choć pracochłonne i drogie, pomaga im w uzyskiwaniu znaczącej przewagi konkurencyjnej wobec swoich największych rywali, zatem *kryzys to szansa dla inwestorów. Niedrogo kupić, zbudować wartość i dobrze sprzedać, to podstawowa zasada działania venture capital* (szerzej: *private equity* – przypisek autora)⁷. Powstaje pytanie czy taki scenariusz rozwojowy – prowadzący w prostej linii do wzrostu znaczenia sektora *private equity* w gospodarce – jest prawdopodobny.

⁴ Glossary EVCA 2007.

⁵ B. Mikołajczyk: *Instytucje wspomagające rozwój małych i średnich firm*, ODDK Gdańsk 1998, s. 35.

⁶ B. Mikołajczyk, M. Krawczyk: *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin Warszawa 2007, s. 26.

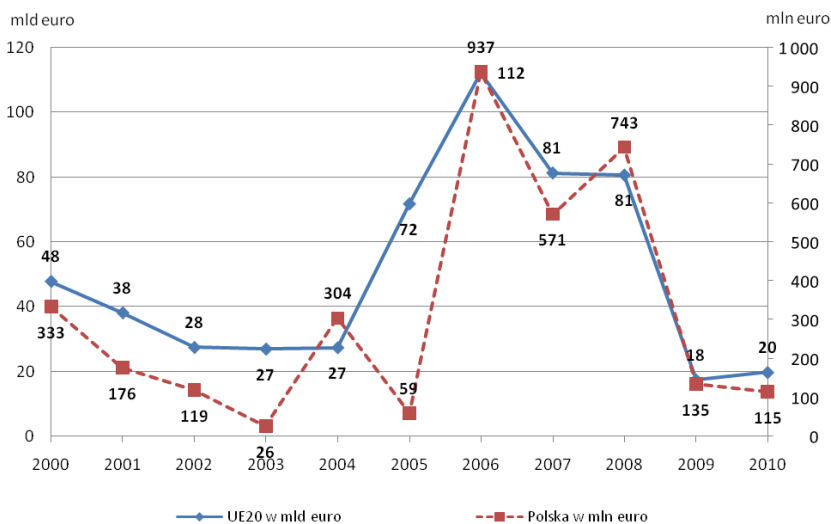
⁷ R. Pałgan: *Zalety Venture Capital w czasach kryzysu*, „Gazeta Finansowa” z dnia 19.06.2009 r.

Celem tego artykułu jest analiza branży *private equity* w Europie i Polsce pod kątem oceny, w jakim stopniu kryzys wpłynął na aktywność tego sektora w zakresie gromadzonych środków, dokonywanych inwestycji oraz dezinvestycji, a także zgromadzonych portfeli inwestycyjnych wraz z próbą nakreślenia najbliższych jego perspektyw.

W swych badaniach autor posłużył się ostatnimi dostępnymi danymi prezentowanymi przez EVCA – największą europejską organizację badającą i w sposób ciągły monitorującą ten rynek. Analiza będzie dotyczyła Europy reprezentowanej przez 20 krajów: Unii Europejskiej bez krajów nadbałtyckich, Bułgarii, Cypru, Luksemburga, Malty, Słowenii i Słowacji oraz z uwzględnieniem Norwegii i Szwajcarii. Roczniki EVCA podają zaangażowanie w obszar *private equity* jedynie tych krajów, które pod względem rozmiarów aktywności kwalifikują się do obserwacji. W dalszej części artykułu tak określony podzbiór państw oznaczono symbolem UE20. W każdym z prezentowanych zestawień autor przedstawia także sytuację Polski w wyżej zdefiniowanych przekrojach danych.

Gromadzenie środków przez fundusze *private equity*

Analiza sytuacji w sektorze *private equity* rozpoczyna się od wielkości środków, jakie napłynęły w latach 2000–2010 do omawianego obszaru. Dane liczbowe na ten temat zgromadzono na rysunku 1.



Rysunek 1. Wartość środków wniesionych do obszaru *private equity* w Europie i Polsce w latach 2000–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie roczników EVCA Yearbook za lata 2001–2011.

W Europie szczytowym osiągnięciem w zakresie gromadzenia środków przez fundusze *private equity* był rok 2006. Zgromadzono w nim 112 mld euro. W dwóch kolejnych latach zanotowano ten sam poziom pozyskanych środków (81 mld euro), zaś na koniec 2009 roku można zaobserwować gwałtowny ich spadek, do kwoty 18 mld euro. Analiza danych za rok 2010 wskazuje na niewielki wzrost wartości środków angażowanych w sektor *private equity* w Europie. Najbardziej szczodrobliwym donatorem środków były agencje rządowe, a w dalszej kolejności fundusze emerytalne (odpowiednio 15,1% i 12,1%). Charakterystyczne, że w roku 2010 udział banków w finansowaniu sektora *private equity* zmniejszył się z 19,0% (2009) do 8,8%⁸.

Sytuacja na polskim rynku *private equity* przedstawiała się w sposób nieco odmienny. W naszym kraju nadal notowano dalszy spadek wnoszonych do funduszy *private equity* środków do poziomu 115 mln euro. Osiągnięcie z roku 2006 (niemal miliard euro) leży w chwili obecnej w sferze marzeń. W Polsce w roku 2010 ponad połowa środków pochodziła z agencji rządowych⁹.

Inwestycje funduszy *private equity*

Drugą kategorią najczęściej przywoływaną do scharakteryzowania sektora *private equity* jest wartość inwestycji funduszy *private equity* w spółki portfelowe. Informacje na ten temat zgromadzono na rysunku 2.

W latach 2008 i 2009 europejski sektor *private equity* w sposób istotny zmniejszył swoje inwestycje (do poziomu odpowiednio 53 i 24 mld euro) w relacji do 2007 roku, kiedy to uzyskano maksymalne zaangażowanie na poziomie 74 mld euro.

Tabela 1

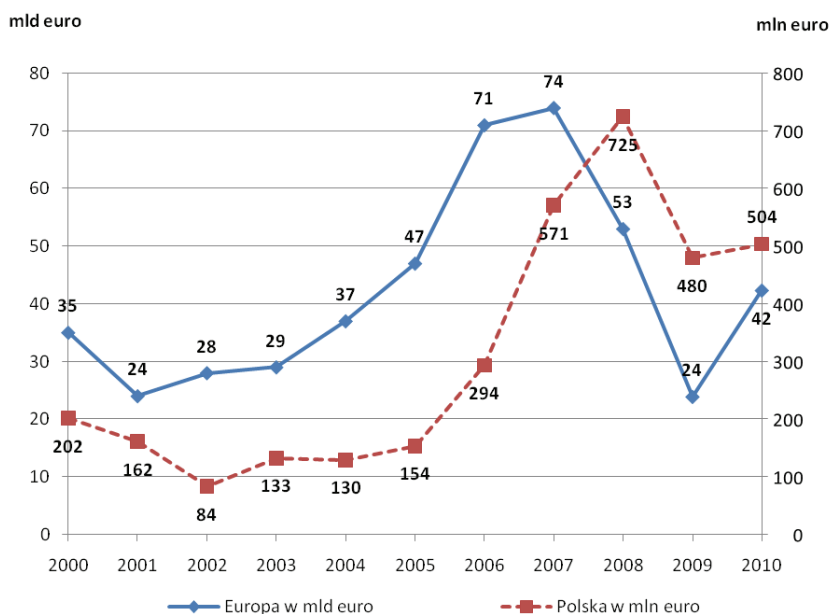
Skumulowane nadwyżki środków wniesionych w stosunku do zainwestowanych w Europie i Polsce w latach 2000–2010

Środki wniesione	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
UE20	48	38	28	27	27	72	112	81	81	18	20
Polska	333	176	119	26	304	59	937	571	743	135	115
Środki zainwestowane											
UE20	35	24	28	29	37	47	71	74	53	24	42
Polska	202	162	84	133	130	154	294	571	725	480	504
Skumulowana nadwyżka środków wniesionych nad zainwestowanymi											
UE20	13	27	27	25	15	40	81	89	116	110	87
Polska	131	145	180	73	247	152	795	795	813	468	79

Źródło: opracowanie własne na podstawie roczników EVCA Yearbook za lata 2001–2011. UE20 w mld euro, Polska w mln euro.

⁸ EVCA Yearbook 2011.

⁹ *Ibidem*.



Rysunek 2. Wartość środków zainwestowanych w obszarze private equity w Europie i Polsce w latach 2000–2010

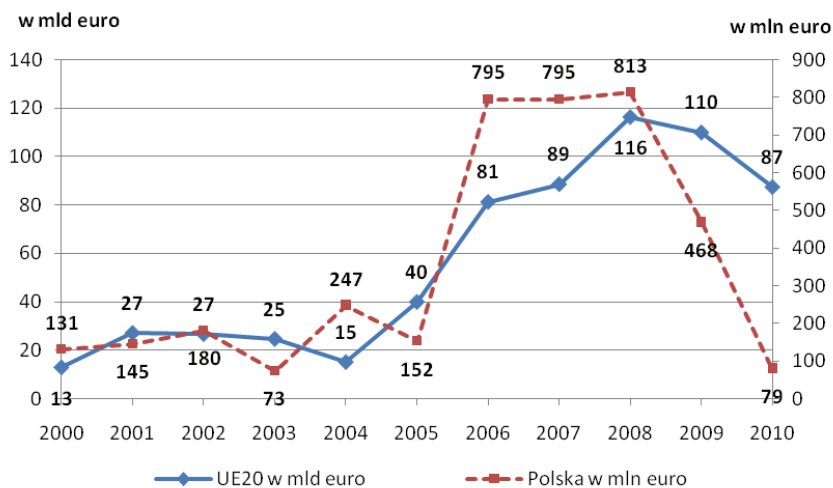
Źródło: opracowanie własne na podstawie roczników EVCA Yearbook za lata 2001–2011.

Wielkość inwestycji na poziomie 42 mld euro w ostatnim roku analizy wskazuje na zmianę trendu i początek okresu zasiewów w sektorze *private equity*. W stosunku do roku poprzedniego, w roku 2010 w Europie osiągnięto wzrost o 75%.

We wstępie do tego artykułu przedstawiono fundusze *private equity* jako instytucje, które mają duże zasoby środków. Warto zatem przeanalizować na czym jest oparty ten optymizm. Dane służące tej analizie są zawarte w tabeli 1.

W przypadku Europy skumulowana wartość środków stanowi względnie obfitą rezerwę (na koniec 2010 r. aż 87 mld euro), pozwalającą na szerokie poszukiwanie okazji zakupu aktywów stwarzających szansę osiągnięcia w przyszłości dużych zwrotów z inwestycji.

W Polsce sytuacja przedstawia się odmiennie, bowiem w ostatnich czterech latach inwestycje utrzymywały się na relatywnie wysokim poziomie, a wartość nowych środków wnoszonych do obszaru *private equity* szczególnie w ostatnich dwóch latach analizy była niewielka. Można powiedzieć, że „okres zasiewów” w Polsce zaczął się wcześniej niż w Europie. Skutkuje to relatywnie niedużą kwotą środków do dyspozycji w nadchodzących okresach. Graficzna prezentacja badanych zjawisk jest treścią rysunku 3.



Rysunek 3. Skumulowane nadwyżki środków wniesionych w stosunku do zainwestowanych w Europie i Polsce w latach 2000–2010

Źródło: tabela 1.

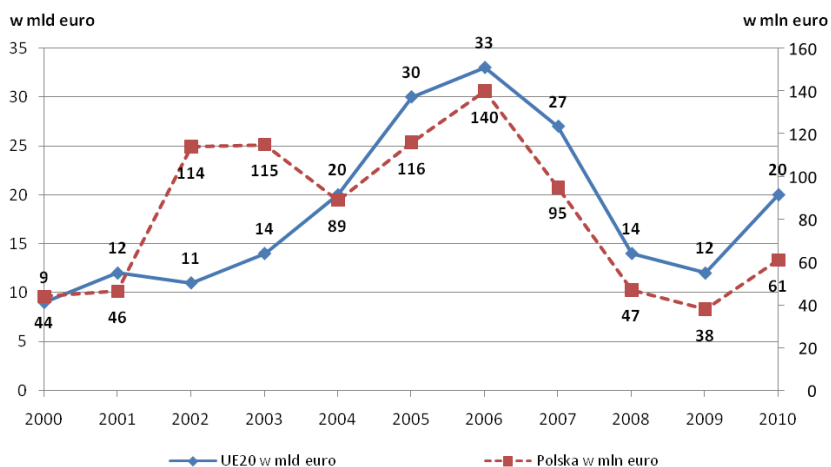
Dezinwestycje funduszy

Dezinwestycja jest niezwykle istotnym momentem dla wszystkich funduszy *private equity*. Ich cały wysiłek jest ukierunkowany na ten właśnie moment. Sens gromadzenia środków, ich dalsze zaangażowanie w postaci inwestycji służą jednemu celowi – pomnożeniu otrzymanych środków zarówno z pożytkiem dla funduszy, jak i dla donatorów kapitałów, co staje się faktem dzięki korzystnej dezinwestycji. Informacje o przebiegu zjawisk w tym aspekcie funkcjonowania funduszy przedstawia wykres 4.

W Europie na przestrzeni lat 2006–2009 zanotowano silny spadek wartości dezinwestycji z 33 do 12 mld euro. Oznacza to zmniejszenie się wartości tej kategorii aktywności o niemal 67%. Poziom osiągnięty w końcu 2009 roku (12 mld euro) był bliski najniższej w dekadzie wartości z roku 2000 (9 mld euro). Rok 2010 stanowi przełom w tej dziedzinie, bowiem wartość dezinwestycji wzrosła o 67% do poziomu 20 mld euro.

Sytuacja w Polsce jest w tendencjach zbliżona. Rekordowym pod względem dezinwestycji rokiem był 2006, kiedy osiągnęły one poziom 140 mln euro. W końcu 2009 roku ich wartość spadła do kwoty 38 mln euro, co oznacza spadek o niemal 73% w stosunku do rekordowego osiągnięcia. Taki rezultat jest najniższym w okresie 2000–2009. W roku 2010 zanotowano wzrost wartości dezinwestycji do poziomu 61 mln euro, co oznacza wzrost o 60% w stosunku do poprzedniego okresu.

W obu przypadkach przyczyną tak znacznego spadku wartości dezinwestycji w latach 2006–2009 były trudności w zbywaniu przedsiębiorstw portfela. Niski poziom cen



Rysunek 4. Wartość dezinvestycji funduszy private equity w Europie i Polsce w latach 2000–2010
 Źródło: opracowanie własne na podstawie roczników EVCA Yearbook za lata 2001–2011.

zbywanych aktywów na rynkach finansowych obserwowany podczas kryzysu jest bowiem „bronią obosieczną”. Z jednej strony niskie ceny pozwalają tanio pozyskiwać spółki portfelowe, natomiast w momencie dezinvestycji fundusz *private equity* ma przed sobą z reguły trudne negocjacje z potencjalnymi nabywcami, którzy oczekują korzystnej dla nich oferty w sytuacji zaniżonego poziomu cen. W efekcie fundusze *private equity* stały przed dylematem wyrażenia zgody na niższe ceny (co skutkowało niższymi zyskami kapitałowymi), ewentualnie mogły podejmować decyzje o utrzymaniu danej spółki przez kolejne okresy¹⁰. Ta ostatnia możliwość była jak widać powszechna w latach 2006–2009, natomiast rok 2010 z dużym prawdopodobieństwem należy traktować jako moment odwrócenia się tej tendencji.

Wielkość portfeli inwestycyjnych

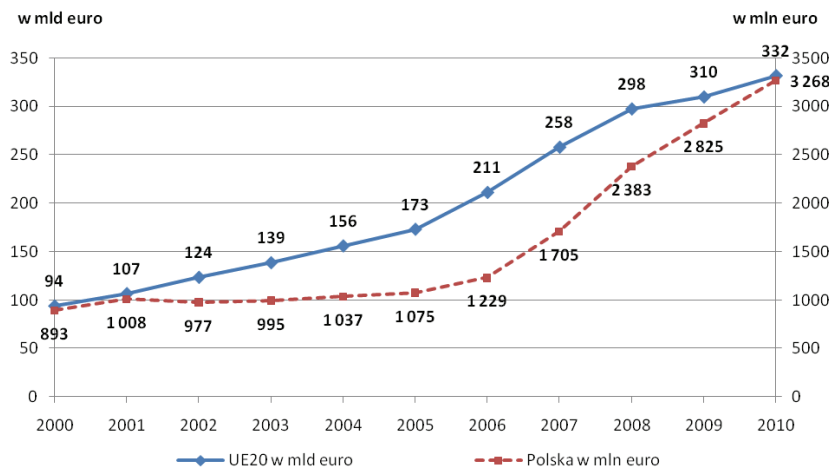
Na początku każdego roku we wszystkich funduszach *private equity* istnieje pewne kwantum inwestycji kontynuowanych.

Jest ono powiększane o wartość nowych przedsięwzięć i pomniejszane o dezinvestycje. Wartość wynikowa to portfel inwestycyjny przechodzący na następny rok.

Wielkość portfela inwestycyjnego jest wielce znaczącą liczbą. Można ją traktować jako prognozę na nadchodzące lata. Bogaty portfel inwestycyjny z dużym prawdopodobieństwem świadczy o dużym rozmachu i wysoce możliwym prosperity branży *private equity* w danym kraju w nadchodzących latach. Analiza wykresu 5 skłania do opinii, że w minio-

¹⁰ N. Nazelle: *Back to basics*, EVCA Yearbook 2008, s. 17.

nej dekadzie obserwowaliśmy konsekwentny wzrost wartości portfeli inwestycyjnych funduszy *private equity* w Europie. W przeciwieństwie do poprzednich zestawień brak załamania trendu w wyniku zaistnienia zjawisk kryzysowych. Wartość europejskiego portfela na przestrzeni lat 2000–2010 wzrosła o 253%, a w latach 2007–2010 o 28%.



Rysunek 5. Wielkość portfeli funduszy *private equity* w Europie i Polsce w latach 2000–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie roczników EVCA Yearbook za lata 2001–2011.

W Polsce można zaobserwować podobną tendencję. Na przestrzeni całego badanego okresu wartość portfela wzrosła z 839 mln euro do 3268 mln euro, co stanowi wzrost o 266%, a więc zbliżony do osiągnięć europejskich. W latach 2007–2010 wzrost ten wyniósł niemal 92%.

Podsumowanie

Z przeprowadzonej wyżej analizy wynika, że rynek *private equity* został w sposób dość istotny dotknięty kryzysem. Znaczące parametry tego rynku, takie jak wartość pozyskanych środków, wielkość inwestycji czy dezinvestycji uległy istotnemu zmniejszeniu. Mimo wszystko nie można powiedzieć, że rynek ten zamarł. W wielu aspektach przemiany w funkcjonowaniu rynku *private equity* napawają dalszym optymizmem.

Już w okresie kryzysu różne instytucje finansowe próbują ocenić jego wpływ na różne aspekty gospodarki światowej, w tym sektor *private equity*. Jednym z obszernych opracowań będących plonem takich badań jest raport opublikowany przez Światowe Forum

Ekonomiczne¹¹. Wskazuje on na kilka zalet sektora *private equity*, wbudowanych w jego konstrukcję, które sprawiają, że jest on dość odporny na obecny kryzys. Do podobnych wniosków prowadzi analiza innych jeszcze opracowań, które wskazują, że¹²:

1. Działalność w zakresie *private equity* nie niesie systemowego ryzyka, bowiem na poziomie funduszu nie ma długu.
2. Fundusze są istotnym źródłem finansowania firm na wszystkich etapach rozwoju od wczesnej fazy załączkowej aż po restrukturyzację wielkich korporacji, a w gospodarce zapotrzebowanie na innowacyjne i zdrowe pod względem finansowym i organizacyjnym byty ekonomiczne jest duże.
3. Fundusze mają długi horyzont inwestycyjny, bowiem 58% inwestycji pozostaje w portfelu funduszy przez ponad 5 lat.
4. Fundusze wprowadzają w spółkach portfelowych wysokie standardy ładu korporacyjnego, co sprawia, że spółki są lepiej zarządzane i przez to bardziej odporne na zjawiska związane z kryzysem.

Reasumując można stwierdzić, że sytuacja segmentu funduszy *private equity* jest relatywnie dobra. Ocenia się, że rynek jest w okresie przejściowym¹³. Wprawdzie początkowo w zakresie aktywności uległ częściowo hibernacji, ale znacząco rosnące portfele w sektorach europejskim i polskim świadczą o dobrym „zasiewie” na przyszłość.

Literatura

EVCA Yearbook 2011.

Glossary EVCA 2007.

Gurung A., Lerner J.: *Executive summary*, [w:] *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010. The Globalization of Alternative Investments*, Working Papers Volume 3: World Economic Forum Genewa, 2010.

Informacja prasowa z konferencji prasowej zorganizowanej przez Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych na temat „Private equity na kryzys” w dniu 26.03.2009 r.

Kędra P.: *Fundusze private equity stają się najlepszym sprzymierzeńcem spółek w trudnych czasach*, „Gazeta Prawna” z dnia 20.03.2009 r.

Mikołajczyk B.: *Instytucje wspomagające rozwój małych i średnich firm*, ODDK Gdańsk 1998.

Mikołajczyk B., Krawczyk M.: *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa 2007.

Nazelle N.: *Back to basics*, EVCA Yearbook 2008.

Pałgan R.: *Zalety Venture Capital w czasach kryzysu*, „Gazeta Finansowa” z dnia 19.06. 2009 r.

¹¹ A. Gurung, J. Lerner: *Executive summary*, [w:] *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010. The Globalization of Alternative Investments*, Working Papers Volume 3: World Economic Forum Genewa, 2010, s. viii.

¹² Informacja prasowa z konferencji prasowej zorganizowanej przez Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych na temat „Private equity na kryzys” w dniu 26.03.2009 r.

¹³ P. Kędra: *Fundusze private equity stają się najlepszym sprzymierzeńcem spółek w trudnych czasach*, „Gazeta Prawna” z dnia 20.03.2009 r.

Siemończyk G.: *Grupa KBC ciągle nie wyszła z kryzysu i mocno ogranicza działalność*, „Rzeczpospolita” z dnia 28.02.2012

Wilkowicz Ł.: *Po aukcji EBC: ostrożnie z optymizmem*, „Rzeczpospolita” z dnia 29.02.2012 r.

dr Witold Luciński

Politechnika Łódzka

Zakład Ekonomii Instytutu Nauk Społecznych i Zarządzania Technologiami

Streszczenie

W momencie rozpoczęcia się kryzysu wiadomo było, że dotknie on wszystkich dziedzin życia gospodarczego, w tym obszaru *private equity*. Obserwatorów tej części rynku finansowego interesowała jednakże odpowiedź na pytanie, z jaką siłą i w jakich obszarach zaznaczy on swoją obecność. Celem tego artykułu jest analiza segmentu *private equity* w Europie i Polsce pod kątem oceny, w jakim stopniu kryzys wpłynął na aktywność tego sektora w zakresie gromadzonych środków, dokonywanych inwestycji oraz dezinvestycji, a także zgromadzonych portfeli inwestycyjnych wraz z próbą nakreślenia najbliższych perspektyw dla tego sektora.

PRIVATE EQUITY SECTORS DURING THE CRISIS IN EUROPE AND POLAND

Summary

It was well known at the beginning of the crisis that it will touch all segments of economic life including private equity. Observers of this part of the financial market were interested in the answer to the question how deep it will be and in which sectors it will appear the most painful way. The main goal of this paper is to analyze the private equity industry in Europe and Poland paying special attention to the level of its influence on raising funds, investments, disinvestments and portfolios' growth. An attempt at sketching the nearest prospects for the private equity industry is also included.