

Eliza Bandera

RYNEK POZYSKIWANIA FUNDUSZY PRIVATE EQUITY W POLSCE I EUROPIE ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ

Wstęp

Polska jako kraj Europy Środkowo-Wschodniej (CEE) posiada jeden z najlepiej rozwiniętych rynków finansowych. Pomimo krótkiego czasu dzielącego nas od transformacji ustrojowej mamy dobrze funkcjonujące banki, firmy ubezpieczeniowe czy giełdę. Jest jednak przed nami jeszcze daleka droga, abyśmy mogli porównywać się z krajami Europy zachodniej. Nadal brakuje w Polsce między innymi dużych inwestycji rozwijających i napędzających gospodarkę. Dlatego właśnie warto przyrzeć się inwestycjom private equity/venture capital. Dzięki ich różnorodności możliwe jest wsparcie zarówno dla nowej firmy, jak też inwestycja w dojrzałe przedsiębiorstwo, firmę z problemami i znakomicie funkcjonującą. Doświadczenia z rynków Stanów Zjednoczonych i Europy wyraźnie pokazują, iż inwestycje w kapitał podwyższonego ryzyka przynoszą ponadprzeciętne zyski dla inwestorów i szybki rozwój dla zasilanego przedsiębiorstwa. Wydaje się, że obawy związane z tego rodzaju inwestycjami często związane są po prostu z brakiem podstawowej wiedzy na ich temat. Stąd też ten artykuł pokazuje zarówno ramy historyczne private equity/venture capital, omawia podstawowe pojęcia oraz przedstawia ekspansję tego rodzaju inwestycji w Europie, krajach CEE oraz w Polsce.

1. Początki inwestycji private equity/venture capital

Początki działalności typu private equity/venture capital datuje się na lata siedemdziesiąte, kiedy w Stanach Zjednoczonych powstały pierwsze firmy specjalizujące się w zarządzaniu środkami zbieranymi od inwestorów z przeznaczeniem na inwestycje w spółki niepubliczne. W Europie rynek PE zaczął rozwijać się dopiero w latach osiemdziesiątych, a jego prekursorami była Wielka Brytania i Holandia. Wzrost ilości transakcji przyspieszyły liczne programy prywatyzacji w Europie Zachodniej. Oprócz popytu na inwestorów dla prywatyzowanych przedsiębiorstw potrzebowano również inwestorów dla firm pobocznych, które zostały oddzielone w procesie restrukturyzacji. Wymusiło to zmiany prawne i fiskalne zachęcające do inwestycji na terenie danego kraju.

Początkowo inwestycje w perspektywiczne przedsiębiorstwa były domeną bogatych rodzin. Przeważały inwestycje w małe, dynamiczne spółki we wczesnej fazie rozwoju – venture capital, early stage. W miarę rozwoju zaczęły jednak powstawać wyspecjalizowane firmy zarządzające coraz większymi funduszami, w których kapitał pochodził przede wszystkim od instytucji finansowych. Wzrost gospodarczy oraz coraz łatwiejszy dostęp do kapitału spowodował coraz większe zainteresowanie transakcjami wykupu lewarowanego, czy menedżerskiego.

W miarę dalszego rozwoju rynku następowało przesunięcie zainteresowania inwestorów na inwestycje PE. Dla podmiotów, których portfel inwestycyjny jest z założenia długoterminowy, PE stwarza możliwość alokacji proponując atrakcyjną klasę aktywów. Dlatego też w Stanach Zjednoczonych, jak też Europie kapitał od funduszy emerytalnych, firm ubezpieczeniowych i banków stanowi około 60%.

W Polsce branża PE notuje swoje początki w latach dziewięćdziesiątych. Ważną rolę w jego rozwoju odegrali inwestorzy w wielu funduszach aktywnych w Polsce i w regionie: Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBOiR) oraz International Finance Corporation (IFC). Znane firmy, w których rozwój zaangażowane zostały środki private equity w Polsce to m.in. Aster City Cable, Bankier.pl, Beverly Hills Video, Euro-net, Polar, Radio Zet, Star Foods, WSiP, czy Zelmer.

2. Istota kapitału podwyższonego ryzyka

W literaturze istnieje wiele definicji „kapitału podwyższonego ryzyka”. Ewoluuja one w związku z szybkim rozwojem tego sektora. W swojej książce na temat kapitału podwyższonego ryzyka Michał Wrześniński podaje trzy definicje dopasowane, jego zdaniem, do warunków polskich¹:

1. Europejskie Stowarzyszenie Inwestorów opisuje kapitał podwyższonego ryzyka jako „kapitał średnio- i długoterminowy, inwestowany w papiery wartościowe o charakterze udziałowym bądź właścicielskim przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych, z zamiarem ich późniejszej odsprzedaży w celu wycofania zainwestowanego kapitału i realizacji zysków, których podstawowym źródłem jest przyrost wartości akcji przedsiębiorstwa”².
2. J. Węclawski z kolei stwierdza, że „venture capital można zdefiniować jako kapitał własny wnoszony na ograniczony okres przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcji bądź usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek, a więc stwarzają wysokie ryzyko niepowodzenia inwestycji”³.

¹ M. Wrześniński *Kapitał podwyższonego ryzyka*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, 2006, s. 25

² Definicja „european venture capital association” na podstawie www.evca.eu

³ J. Węclawski *Venture Capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa, 1997, s. 14

3. Ostatnia definicja wybrana przez M. Wrześcińskiego została stworzona przez czołowego europejskiego teoretyka przedmiotu, brytyjskiego naukowca M. Wrighta. Definiuje on kapitał podwyższonego ryzyka jako długoterminowe zaangażowanie kapitałowe profesjonalnych inwestorów w nienotowane publicznie akcje nowo powstałych przedsiębiorstw w celu uzyskania wysokiego zwrotu z poczynionych inwestycji, przede wszystkim za sprawą zysku kapitałowego (rozumianego jako różnica między ceną nabycia i sprzedaży akcji)⁴.

Niezależnie od próby zdefiniowania „kapitału podwyższonego ryzyka” przez ostatnie 30 lat ta forma finansowania budzi szczególne emocje. Wykup spółek odbywa się poprzez fundusze wykupowe (buy out funds), które zaliczane są do kategorii kapitału prywatnego (private equity). Działają one jako reprezentacja prywatnych inwestorów finansowych aktywnie uczestniczących w ich działaniach. Kontrowersyjny jest dla wielu fakt lepszego działania firm zarządzanych przez takie fundusze, niż przez osoby „z branży”. Jednak fala wykupów rozpoczęta w latach 80-tych ubiegłego stulecia udowadnia jak wielki potencjał drzemie w tym rodzaju finansowania.

Na podstawie różnych definicji kapitału podwyższonego ryzyka można wyróżnić kilka podstawowych cech charakterystycznych dla tego rodzaju inwestycji, obejmujących zarówno Venture Capital, jak i Private Equity⁵:

1. Instrumenty finansowe – inwestycje zwiększają zwykle kapitał udziałowy lub założycielski, w zamian wnoszący kapitał nabywa określone prawa wynikające z posiadania akcji bądź udziałów przedsiębiorstw;
2. Rodzaj przedsiębiorstw – typowo środki są angażowane w przedsiębiorstwa nienotowane na rynku publicznym, fundusze zainteresowane są zwykle małymi i średnimi przedsiębiorstwami. „Do finansowania podwyższonego ryzyka zalicza się również środki finansowe używane do finansowania wykupów menedżerskich i wykupów lewarowanych spółek notowanych publicznie. Należy przy tym podkreślić, że intencją inwestorów w tym przypadku jest wycofanie przejętych firm z obrotu publicznego (ang. going private transactions). Do inwestycji transakcji wysokiego ryzyka nie zalicza się natomiast średnio- i długoterminowych inwestycji o charakterze portfelowym, tj. w pakiety akcji niedające znaczącego wpływu na działalność firmy.”;
3. Ryzyko – do aspektu podwyższonego ryzyka tego rodzaju inwestycji należy podejść wielowymiarowo. Z jednej strony zagrożenie

⁴ M. Wright, R. Ken, *Venture capital and private equity: a review and synthesis*, „Journal of Business Finance and Accounting” June–July 1998, No. 25(5), 6 s. 521

⁵ M. Wrześciński *Kapitał podwyższonego ryzyka*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, 2006, s. 21

wynika z możliwości niepowodzenia przedsięwzięcia i brak płynności aktywów. Ważne jest jednak również ryzyko związane z inwestycją w przedsiębiorstwo w fazie restrukturyzacji, gdzie zagrożenie niepowodzenia jest wyższe od przeciętnej w gospodarce;

4. Realizacja zysku – jest możliwa dzięki różnicy w cenie nabycia i sprzedaży akcji;
5. Horyzont inwestycyjny – inwestycja funduszu z założenia jest czasowa, zwykle okres ten waha się pomiędzy 2 a 5 latami;
6. Forma inwestowania – kapitał venture capital jest zarządzany przez profesjonalnych pośredników finansowych – fundusze venture capital, które zajmują się analizowaniem i strukturyzowaniem transakcji, jak też monitorowaniem i nadzorem właścicielskim przedsiębiorstw portfelowych;
7. Znaczący pakiet akcji lub udziałów – inwestycje venture capital dochodzą do skutku zwykle przy możliwym zakupie większościowego pakietu lub przynajmniej pakietu blokującego;
8. Wymagana stopa zwrotu – rekompensatą za podejmowanie wysokiego ryzyka powinna być wysoka stopa zwrotu;

Po analizie różnych rodzajów inwestycji kapitałowych o charakterze podwyższonego ryzyka J. Węclawski podaje ostateczną definicję: „Kapitał podwyższonego ryzyka to typowo średnio- lub długoterminowe zaangażowanie kapitału zarządzającego przez profesjonalnych pośredników finansowych przede wszystkim w znaczne pakiety akcji, bądź pakiety udziałów przedsiębiorstw nienotowanych publicznie, znajdujących się w procesie radykalnych zmian, w celu uzyskania ponadprzeciętnej stopy zwrotu, przede wszystkim za sprawą realizacji zysku kapitałowego”⁶.

3. Rodzaje inwestowania w spółki portfelowe w zależności od stopnia ich rozwoju

Problematyka zdefiniowania kapitału wysokiego ryzyka jaką omówiono powyżej, wiąże się również z szerokim spektrum inwestycji jaki może obejmować. Ze względu na różne etapy finansowania rozwoju przedsiębiorstwa poprzez kapitał private equity można wyszczególnić poniższe rodzaje inwestycji⁷:

1. Finansowanie kapitałem wysokiego ryzyka (ang. venture capital deals)
 - a. Zasiw (ang. Seed) – Finansowanie wstępnych, potencjalnie zyskownych pomysłów, jeszcze przed założeniem przedsiębiorstwa. Zapewnienie środków na badania, ocenę i rozwój.

⁶ M. Wrzesiński *Kapitał podwyższonego ryzyka*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, 2006, s. 23

⁷ Opracowanie na podstawie 2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity, <http://www.evca.eu> oraz <http://www.psic.org.pl>

- b. Faza stratu (ang. Start-up): Finansowanie udzielane na rozwój produktu i wstępne działania marketingowe. Firma nie rozpoczęła jeszcze działalności komercyjnej lub istnieje krótko na rynku, jednak nie prowadzi jeszcze sprzedaży produktów na znaczącą skalę.
 - c. Późny etap przedsięwzięcia (ang. Later-stage venture): dalsza ekspansja często związana z przekroczeniem progu rentowności, a co za tym idzie częste przejście z rąk prywatnych do publicznych przez IPO (ang. bridge financing).
2. Finansowanie wykupów i ekspansji (ang. buy out and growth deals)
 - a. Wzrost/ekspansja (ang. growth) – Finansowanie wzrostu i rozwoju spółki, zarówno po, jak i przed osiągnięciem progu rentowności. Kapitał tego typu może zostać spożytkowany na finansowanie zwiększenia mocy produkcyjnych, rozwój rynku lub produktu bądź też na finansowanie kapitału obrotowego.
 - b. Wykup (ang. buyouts) – inwestycja mająca na celu nabycie przedsiębiorstwa zwykle połączone z pożyczaniem dużych środków na sfinansowanie operacji.
 - c. Restrukturyzacja (ang. rescue / turnaround) – forma finansowania private equity / venture capital polegająca na pomocy spółce w kłopotach finansowych, z zamiarem przywrócenia dobrej kondycji finansowej oraz rozwoju.
 - d. Kapitał zastępczy (ang. replacement capital) – Nabycie udziałów w spółce od innej instytucji oferującej kapitał typu private equity / venture capital lub od innych udziałowców.

Fundusz private equity powstaje w celu finansowania inwestycji w przedsiębiorstwo. Jednak zawsze jest to inwestycja terminowa. Po osiągnięciu założonych celów przychodzi czas na dezinwestycję, czyli wyjście z inwestycji (ang. exit, divestment). Jest to sprzedaż papierów wartościowych znajdujących się w posiadaniu funduszu private equity / venture capital. Pośród metod wyjścia z inwestycji wyróżnia się⁸:

- sprzedaż inwestorowi branżowemu,
- ofertę publiczną (w tym pierwszą ofertę publiczną),
- sprzedaż innemu funduszowi private equity / venture capital,
- sprzedaż instytucji finansowej,
- umorzenie akcji przez spółkę i wypłatę inwestorowi wynagrodzenia z tytułu umorzenia,
- likwidację spółki.

⁸ Na podstawie <http://www.evca.eu> oraz <http://www.psik.org.pl>

4. Kapitał podwyższonego ryzyka – Europa

Studiując dane na temat funduszy działających w Europie w 2012 roku można zaobserwować spadek ich zaangażowania o 43%, do 23,6 bln euro. Redukcję tą spowodowała mniejsza działalność dużych funduszy. W 2012 roku jedynie 13 funduszy inwestowało na poziomie ponad 250 mln euro w porównaniu do 26 firm w 2011 roku. Natomiast liczba funduszy z zaangażowaniem 250 mln euro spadła aż o 51% w porównaniu z poprzednim rokiem. Spadek był słabszy tylko jeżeli chodzi o fundusze mniejsze niż 250 mln i osiągnął pułap 25%.

Ogólna liczba firm z zapleczem private equity nie zmieniła się i stanowi około 5000, chociaż ich dokapitalizowanie nie przebiegało tak intensywnie. Około 43% z tych przedsiębiorstw były dofinansowane przez private equity w 2012 roku po raz pierwszy.

Zanotowano również spadek liczby inwestycji typu venture capital o 14% w porównaniu z rokiem 2011 do poziomu 3,2 bln euro. Natomiast ogólna liczba przedsiębiorstw pozostała na niemal niezmiennym poziomie około 2 900, z czego jednostek w fazie startu (ang. start-up) odnotowano 56–60%. Na finansowanie wzrostu i rozwoju spółki (ang. growth) mogło liczyć po raz pierwszy aż 1000 przedsiębiorstw, chociaż poziom całkowitego dofinansowania spadł o 26%.

Ponad 800 przedsiębiorstw zostało zasilonych inwestycjami typu buy-out, co stanowiło podobny poziom do roku 2011, chociaż poziom inwestycji spadł o 19% do 28 bln euro.

5. Kapitał private equity w Europie Środkowej i w Polsce

Analiza danych Europejskiego Stowarzyszenia Private Equity i Venture Capital (EVCA) za 2012 rok wskazuje na stabilny rozwój rynku *private equity / venture capital* w Europie Środkowo – Wschodniej (CEE). 2012 rok był trzecim z rzędu, w którym wzrosła liczba spółek sfinansowanych przez inwestorów PE / VC. Wartość inwestycji utrzymała się na poziomie powyżej 1 mld EUR. Na rynku wyjść odnotowano drugi co do wartości wynik w historii – 1,1 mld EUR.

Polskie spółki przyciągnęły 48% wartości inwestycji PE / VC w regionie. Na kolejnych miejscach w rankingu uplasowały się Czechy (11%), Węgry (10%), Słowacja (10%) oraz Bułgaria (8%). Polskie firmy dominowały na rynku wykupów i finansowania wzrostu pozyskując 52% wartości inwestycji na późniejszych etapach rozwoju. Węgry natomiast okazały się liderem na rynku inwestycji VC, przyciągając 63% wartości ogółu transakcji na tym etapie.

Wyjścia z inwestycji w 2012 (mierzone według wartości początkowej inwestycji) wyniosły 1,1 mld EUR, co stanowi drugi pod względem wartości wynik w historii i 34% spadek wobec rekordowego roku 2011⁹.

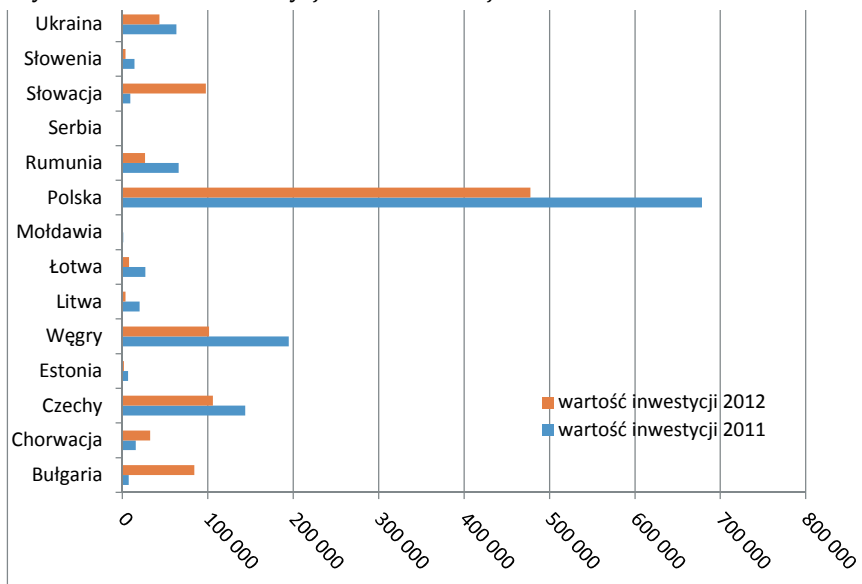
⁹ Należy jednak zaznaczyć, że wysoka wartość wyjść w regionie CEE w znacznej mierze była rezultatem jednej transakcji, której wartość przewyższyła 60% ogółu wartości wyjść w regionie.

Tabela 1. Wartość inwestycji PE / VC w krajach CEE w latach 2011–2012

	wartość inwestycji	
	2011	2012
Bułgaria	7 225	84 164
Chorwacja	15 625	32 299
Czechy	143 933	105 874
Estonia	6 508	1 863
Węgry	194 841	101 455
Litwa	20 222	3 802
Łotwa	26 671	7 651
Moldawia	975	0
Polska	678 436	477 615
Rumunia	65 918	26 506
Serbia	0	435
Słowacja	9 149	97 848
Słowenia	14 089	3 508
Ukraina	63 309	43 314
Razem kraje CEE	1 246 901	986 334
Razem Europa	44 870 147	36 459 491

Źródło: Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013

Wykres 1. Wartość inwestycji PE / VC w krajach CEE w latach 2011–2012

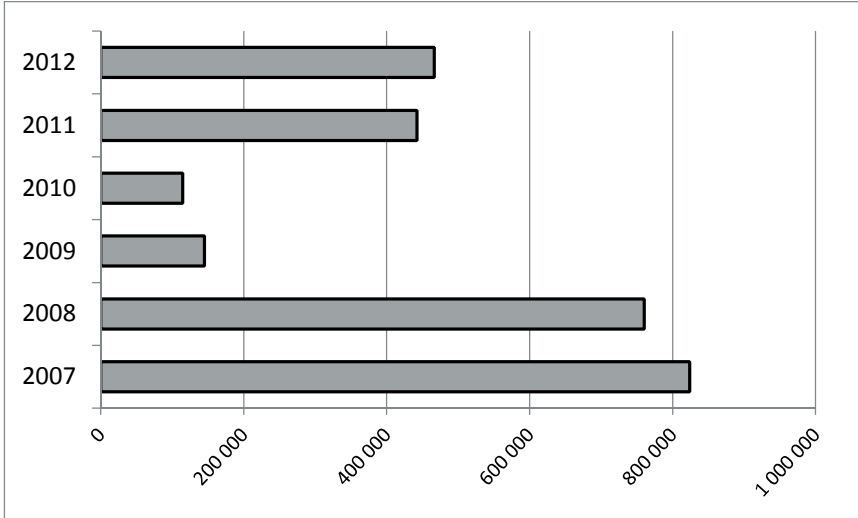


Źródło: Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013

Analizując inwestycje funduszy PE w Polsce w latach 2007–2012 wyraźnie zaznaczają się kolejne trzy fazy. W roku 2007 i 2008 wartości osiągnęły maksimum na poziomie 823 780 tys. euro i 760 460 tys. euro.

W ciągu kolejnych dwóch lat zaznacza się drastyczny spadek, a inwestycje w roku 2010 w porównaniu z 2007 są siedmiokrotnie niższe. Po krótkim okresie niżu ostatnie dwa lata przyniosły jednak wyraźną tendencję zwyżkową do 466 720 tys. euro w 2012 roku.

Wykres 2. Fundusze private equity w Polsce (w tysiącach euro)



Źródło: EVCA_Yearbook 2013_POLAND, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force

W analizowanym okresie zmieniały się rodzaje inwestycji funduszy PE. Jak pokazuje tabela 2 zainteresowanie firmami w okresie zasiewu było większe w latach 2007–2009, natomiast na późny etap stawiano w latach 2010–2011. Fundusze wykupowe były aktywne przez cały badany okres, jednak wartość inwestycji ulegała wyraźnym wahaniom. W latach 2007–2012 brak inwestycji funduszy mezzanine, natomiast inwestycje wspierające ekspansję były marginalne.

Tabela 2. Fundusze private equity w Polsce ze względu na rodzaj inwestycji (w tysiącach euro)

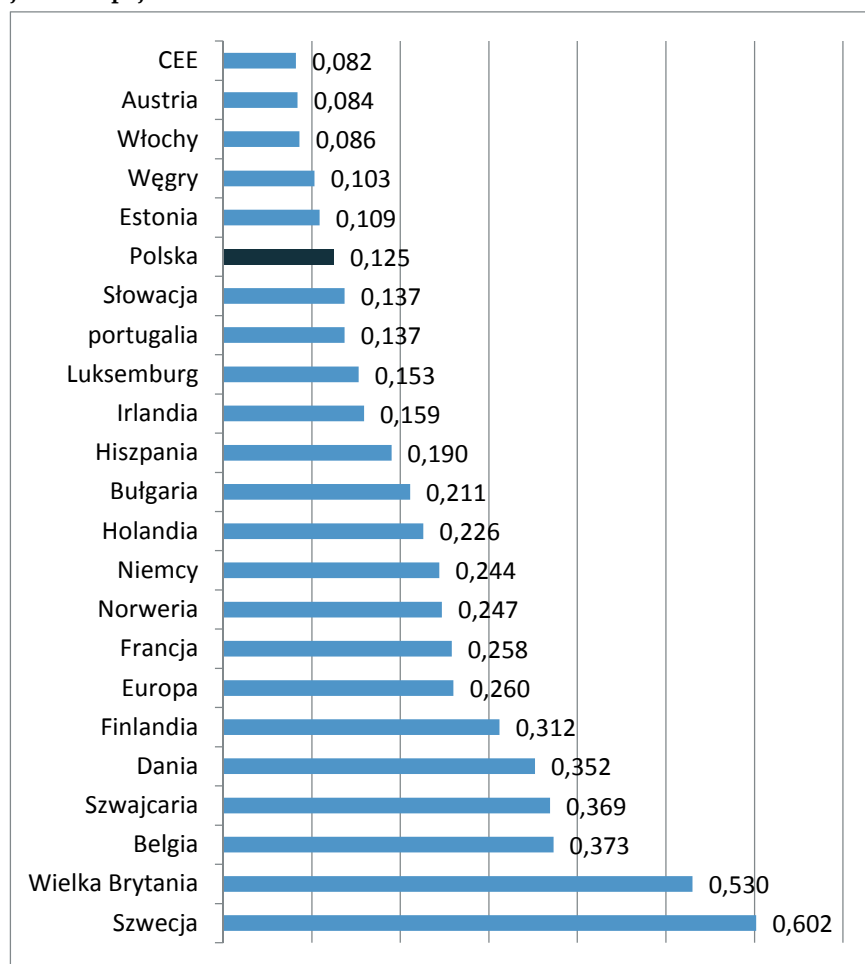
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
zasiew	11 120	8 860	13 360	0	1 100	0
późny etap	0	0	0	7 660	2 460	0
Razem	11 120	8 860	13 360	7 660	3 560	0
ekspansja	0	100 000	0	0	0	0
wykup	273 000	651 600	131 990	107 100	408 280	466 600
Mezzanine	0	0	0	0	0	0
ogólny	539 660	0	0	0	30 750	120
Razem	823 780	760 460	145 350	114 760	442 590	466 720

Źródło: EVCA_Yearbook 2013_POLAND, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force

W 2012 relacja inwestycji private equity do PKB w krajach CEE wynosiła 0,082%, natomiast dla całej Europy 0,260%. Wartość inwestycji w stosunku do PKB zmalała w porównaniu z rokiem poprzednim, kiedy wynosił 0,104% dla regionu CEE i 0,328% dla całego kontynentu.

Utrzymująca się różnica we współczynniku pomiędzy Europą Centralną i Wschodnią oraz całym kontynentem jest zgodna z trendem inwestycji w regionie. Pokazuje duży długoterminowy potencjał dla rozwoju private equity oraz niedoinwestowanie w porównaniu z innymi krajami Europy Zachodniej. Bułgaria, Słowacja i Polska są krajami o najwyższym współczynniku inwestycji w regionie, jednak nadal poniżej średniej osiągniętej dla całego kontynentu.

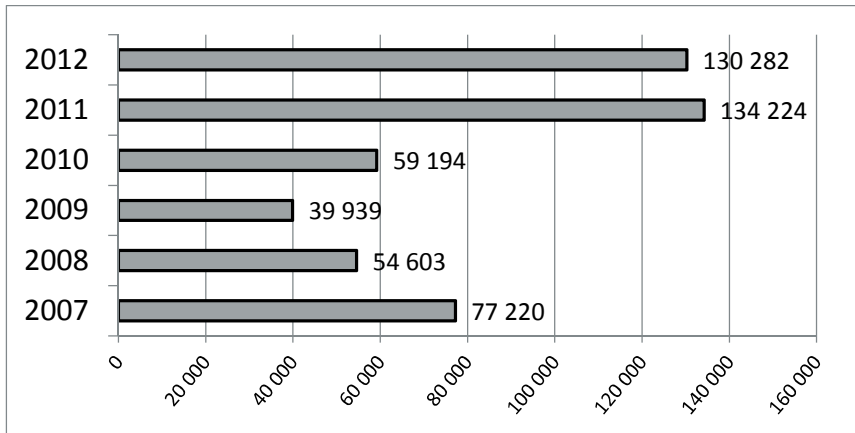
Wykres 3. Współczynnik inwestycje private equity do PKB w wybranych krajach europejskich



Źródło: *Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper* Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013

Deinwestycje w Polsce w tych samych latach nie podlegały tak silnym wahaniom. Po roku 2007, kiedy ich wartość osiągnęła 77 219,75 tys. euro widoczny jest spadek do 39 938,53 tys. euro, który w następnych latach zostaje odbudowany. W latach 2011 i 2012 wartość deinwestycji osiąga maksimum na poziomie 134223,92 tys. euro i 130282,11 tys. euro.

Wykres 4. Deinwestycje w Polsce (wartość według ceny nabycia w tysiącach euro)



Źródło: *EVCA_Yearbook 2013_POLAND, An EVCA Special Paper* Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force

Podsumowanie

Rynek inwestycji private equity w Polsce rozwija się bardzo szybko. Coraz więcej dużych funduszy międzynarodowych zakłada swoje filie właśnie w Polsce. Pomimo, że jesteśmy liderem inwestycji PE/VC w Europie Środkowo-Wschodniej, przed nami jest jeszcze daleka droga do osiągnięcia średniej europejskiej. Warto więc zwrócić uwagę na tą formę pomnażania kapitału. Z pewnością ilość inwestycji tego typu w naszym kraju będzie lawinowo wzrastać, zwłaszcza po zachęcających słowach przewodniczącego EVCA CEE Task Force, Roberta Manz: „Środkowoeuropejskie spółki z solidnymi podstawami i dużym potencjałem wzrostu są atrakcyjną okazją inwestycyjną dla zarządzających funduszami private equity / venture capital.”

Bibliografia:

1. Węclawski J., *Venture Capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa, 1997
2. Wright M., Ken R., *Venture capital and private equity: a review and synthesis*, „Journal of Business Finance and Accounting” June-July 1998, No. 25(5), 6
3. Wrzesiński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, 2006

4. 2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity Paper Edited by the EVCA,
5. EVCA_Yearbook 2013_POLAND, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA
6. Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013
7. www.psik.org.pl
8. www.evca.eu

RAISING CAPITAL BY MEANS OF PRIVATE EQUITY IN POLAND AND CEE REGION

Key words: *private equity, venture capital, investing, CEE, going private transactions*

Summary

Private equity is a form of equity investment into private companies that are not quoted on a stock exchange. Private equity is distinguished by its active investment model, in which it seeks to deliver operational improvements in its companies, over several years.

The private equity industry in CEE was started more than 20 years ago and now boasts multiple long-term experienced fund managers that have specialised in the region and whose investors have done well.

This paper tries to capture what is the PE / VC investment, what those firms have been doing across Europe, CEE and Poland in 2012 and prior year. It also shows the resilience and the continued potential of private equity in our region.