

Inwestycje i dezinwestycje *private equity* w Europie i w Polsce*

Małgorzata Kowalik**

Streszczenie: *Cel* – Celem opracowania było dokonanie diagnozy sytuacji w zakresie rozwoju istotnego dla współczesnych przedsiębiorstw źródła finansowania, jakim są fundusze *private equity*. Analiza inwestycji i dezinwestycji funduszy *private equity* zarówno w Europie, jak i w Polsce stała się zatem przedmiotem podjętych badań.

Metodologia badania – Analiza literatury przedmiotu oraz analiza porównawcza danych empirycznych dotyczących Europy i Polski.

Wynik – W wyniku przeprowadzonych badań podkreślono znaczenie procesu inwestycyjnego funduszy *private equity* w rozwoju przedsiębiorstw i całych gospodarek. Zaprezentowano i dokonano porównawczej analizy inwestycji i dezinwestycji dokonanych w Europie i w Polsce w latach 2007–2013. Rozwój funduszy *private equity* oraz wielkość kapitałów, które zostały przez nie pozyskane w ostatnich latach sprawił, że ich inwestycje osiągnęły zasięg światowy i zanotowały szybki wzrost wartości aktywów, które były pod ich zarządem.

Oryginalność/wartość – W artykule zwrócono uwagę na inwestycje i dezinwestycje funduszy *private equity* w Europie i w Polsce z uwzględnieniem także wpływu kryzysu gospodarczego. Wskazano na rosnące ich znaczenie w finansowaniu działalności podmiotów gospodarczych.

Słowa kluczowe: finansowanie przedsiębiorstw, fundusze *private equity*, inwestycje i dezinwestycje *private equity*

Wprowadzenie

Rozwój gospodarczy na świecie wymusza na przedsiębiorcach posiadanie coraz większej wiedzy zarówno teoretycznej, jak i praktycznej. Dzięki temu są oni w stanie utrzymać się na rynku pomimo wszelkich perturbacji i kryzysów. Jednakże w większości przedsiębiorstwa są skazane na naukę na własnych błędach i tylko najsilniejsi pozostają na rynku. Zwłaszcza nowo powstałe podmioty gospodarcze oraz niedoświadczeni, młodzi przedsiębiorcy są narażeni na bankructwo już we wczesnych etapach działalności. Rozwiązaniem tego problemu może być pomoc inwestorów kapitałowych typu *private equity* (fundusze bądź inwestorzy indywidualni). *Private equity* są to wszelkie inwestycje na rynku kapitałowym, niepublicznym, których celem jest osiągnięcie zysków w dłuższym okresie z przyrostu

* Publikacja sfinansowana ze środków przyznanych Wydziałowi Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie w ramach dotacji na utrzymanie potencjału badawczego.

** dr Małgorzata Kowalik, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, e-mail: kowalikm@uek.krakow.pl.

wartości kapitału przedsiębiorstwa. Inwestorzy kupują akcje/udziały danego przedsiębiorstwa, aby później sprzedać je z zyskiem. W związku z tym starają się o wzrost wartości kapitału danego przedsiębiorstwa poprzez wsparcie finansowe, a także merytoryczne – dzieląc się swoją wiedzą oraz doświadczeniem. Ten sposób finansowania przedsiębiorstwa jest od dawna bardzo popularny na świecie. Natomiast w Polsce rynek *private equity* dopiero się rozwija, jednak coraz więcej przedsiębiorców zaczyna dostrzegać jego zalety.

1. Proces inwestycyjny funduszy *private equity* i ich znaczenie

Opierając się na doświadczeniach wysoko rozwiniętych krajów można stwierdzić, że metoda finansowania działalności przedsiębiorstw, jaką jest *private equity*, sprawdziła się oraz dzięki niej nastąpiło przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Wkład funduszy miał wpływ na wzrost efektywności funkcjonowania gospodarki. Spółki, które posiadają inwestora typu *private equity*, osiągają dużo lepsze wyniki finansowe aniżeli konkurencyjne przedsiębiorstwa, które wspomagane są tradycyjnymi formami finansowania. Obecność inwestora wymusza niejako na podmiotach gospodarczych szybki wzrost, podniesienie wydajności, a także uzyskanie pozycji konkurencyjnej na rynku, w którym prowadzą działalność. Inwestor angażuje się zwykle w sprawne zarządzanie, udziela wsparcia kadrze menedżerskiej oraz wspomaga podnoszenie jej kwalifikacji. Nie jest on także nastawiony na bieżące zyski, ale na wzrost wartości podmiotu w dłuższym okresie oraz – tym samym – akceptuje wyższe ryzyko przedsięwzięcia. Doświadczenia USA oraz Europy Zachodniej pokazują, że aktywność funduszy *private equity* jest skorelowana ze wzrostem gospodarczym oraz tworzeniem nowych miejsc pracy, a także rozwojem przedsiębiorczości w danym państwie. Bazując na badaniach naukowych można stwierdzić, iż inwestycje przy pomocy *private equity* wywierają pozytywny wpływ na szybkość tworzenia nowych podmiotów gospodarczych. Inwestycje *private equity* wspomagają rozwój inwestycji oraz mają wpływ na liczbę zarejestrowanych patentów (Szłęczak-Matusiewicz, Felis 2014, s. 48).

Wyróżniane są dwie podstawowe odmiany rynku *private equity*: nieformalny oraz formalny. Formalny rynek są to instytucje takie jak banki czy specjalne programy inwestycyjne, a także przedsiębiorstwa, które zarządzają funduszami *private equity*. Z kolei rynek nieformalny tworzony jest przez inwestorów indywidualnych (*Business Angels*) (Fałat-Kijlińska 2014, s. 30).

Proces inwestycyjny funduszy *private equity* ma charakter cykliczny. Fundusze zwykle uruchamiane są na okres 7–10 lat, a wyniki, które osiągnęły dla inwestorów, w głównej mierze decydują o powstaniu kolejnych funduszy. Wyodrębnić można cztery etapy tego procesu inwestycyjnego (Panfil 2005, s. 85–86):

- pozyskiwanie od inwestorów kapitału na uruchomienie funduszy, a także poszukiwanie oraz pozyskiwanie atrakcyjnych projektów inwestycyjnych,

- uruchomienie funduszu – pierwsze wezwanie kapitałowe, selekcja biznes planów, szczegółowa analiza wybranych projektów (*due diligence*), negocjacje oraz projektowanie etapów inwestycji, wezwania kapitałowe, dodatkowe inwestowanie kapitału,
- kreowanie wartości oraz monitoring w spółkach portfelowych – uczestnictwo w radzie nadzorczej, rekrutacja kadry menedżerskiej, ciągła ocena skutków inwestycji, pomoc w pozyskaniu dodatkowego finansowania, budowanie kontaktów handlowych,
- wyjście z inwestycji (pierwotna emisja akcji – IPO, wykup menedżerski, przejęcia, sprzedaż, likwidacja) oraz osiągnięcie korzyści finansowych (emisja akcji, gotówka i inne).

Fundusze *private equity* są pośrednikami finansowymi między inwestorami kapitałowymi (indywidualnymi i instytucjonalnymi) a spółkami portfelowymi, czyli biorcami kapitału. Zapewniają one profesjonalne zasady selekcji atrakcyjnych przedsięwzięć inwestycyjnych, a także gromadzą kapitał oraz przyciągają znaczną liczbę inwestorów w celu za-inwestowania środków w spółki portfelowe. Inwestorom oferowana jest również możliwość wpływu na zarządzanie powierzonymi przez nich środkami pieniężnymi, raportowanie oraz monitoring inwestycji. W związku z tym fundusze *private equity* redukują koszty oraz ryzyko inwestora. Dodatkowo menedżerowie funduszy wynagradzani są przez inwestorów poprzez opłaty roczne za zarządzanie oraz udział w przyszłych zyskach z kapitału (Panfil 2005, s. 85–86).

2. Inwestycje *private equity* w Europie i w Polsce

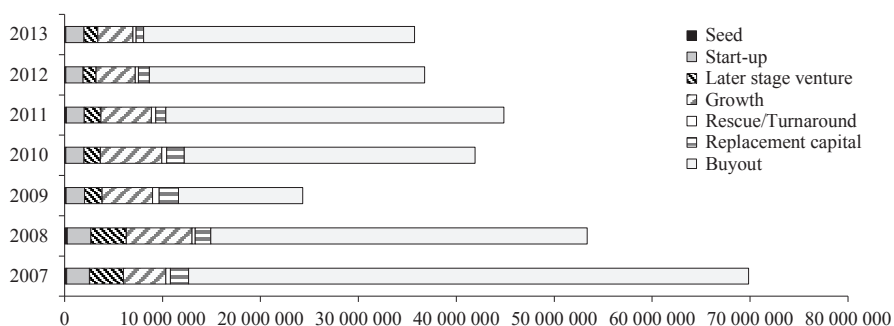
Inwestycje dokonywane przez fundusze *private equity* można pogrupować m.in. według sektorów gospodarki, w które został zainwestowany kapitał, czy faz życia przedsiębiorstw w momencie rozpoczęcia w nich inwestycji. Rodzaj inwestycji jest uzależniony głównie od przedmiotu inwestycji (Fałat-Kilijańska 2014, s. 44).

Kierując się etapem życia, w jakim przedsiębiorstwo się znajduje, możemy wyróżnić następujące rodzaje inwestycji *private equity* (na podst. EVCA 2013):

- *seed* – zasiew, faza załączkowa – jest to najwcześniejsza faza życia przedsiębiorstwa, finansowanie badań, ocen oraz opracowania wstępnego projektu,
- *start-up* – przedsiębiorstwo rozpoczynające swoją działalność, finansowanie rozwoju istniejącego już produktu,
- *later-stage venture* – środki finansowe przeznaczane są na dalszy rozwój produktu, rozbudowę linii produkcyjnej, zwiększenie udziału w rynku,
- *growth* – rodzaj inwestycji w stosunkowo dojrzałe przedsiębiorstwa, które poszukują kapitału na rozszerzenie działalności, restrukturyzację działalności lub wejście na nowe rynki,
- *rescue/turnaround* – finansowanie przedsiębiorstwa, które znajduje się w kryzysie, doświadcza problemów z działalnością – restrukturyzacja,

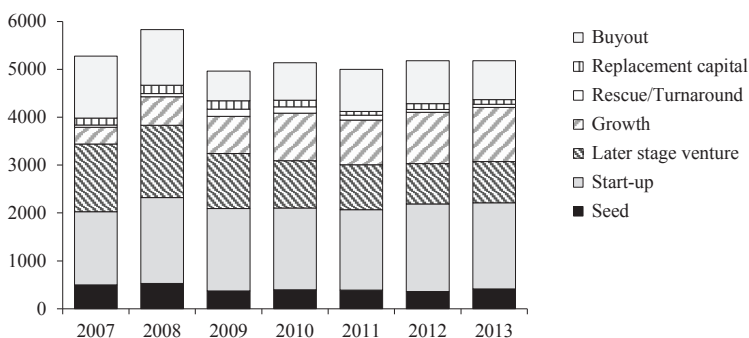
- *replacement capital* – refinansowanie; zakup mniejszościowego pakietu udziałów lub akcji w przedsiębiorstwie od innego inwestora *private equity* lub od innego akcjonariusza,
- *buyout* – finansowanie wykupu przedsiębiorstwa, pożyczone środki w znacznej części mogą pokryć koszty związane z wykupem udziałów.

Na rysunku 1 przedstawiono wartość inwestycji *private equity* w Europie w latach 2007–2013 z uwzględnieniem fazy rozwoju przedsiębiorstw, w które kapitał został zainwestowany. Natomiast na rysunku 2 zaprezentowano informacje o ilości podmiotów gospodarczych, w które zainwestowano ten kapitał.



Rysunek 1. Wartość inwestycji *private equity* w Europie w latach 2007–2013 z uwzględnieniem fazy rozwoju przedsiębiorstw, w które kapitał został zainwestowany (tys. euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: European Private equity Activity Data 2007–2014.



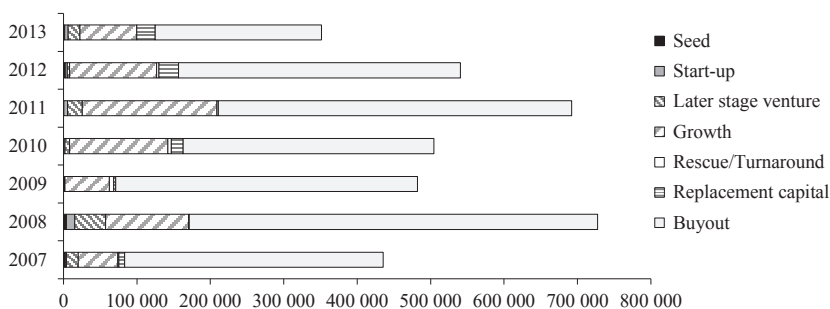
Rysunek 2. Liczba przedsiębiorstw, w które został zainwestowany kapitał *private equity* w Europie w latach 2007–2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie: European Private equity Activity Data 2007–2014.

Analizując dane na rysunkach 1 i 2 przedstawiające wartość kapitału zainwestowanego w Europie w latach 2007–2013 z podziałem na fazy życia przedsiębiorstwa oraz ilość przedsiębiorstw, w które zainwestowany został *private equity*, można zauważyć, iż najbardziej kapitałochłonnymi inwestycjami były wykupy, stanowiące większość wartości dokonanych inwestycji. Z kolei najwięcej przedsiębiorstw, w które zainwestowano *private equity* w latach 2007–2013, było w momencie inwestycji w fazie *start-up*.

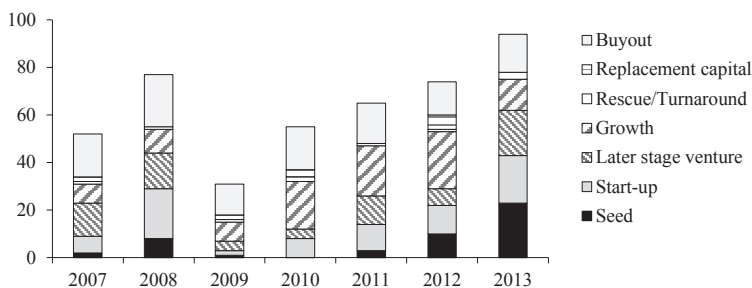
Można zauważyć, iż również w tym obszarze duże konsekwencje wywołał kryzys gospodarczy, gdyż po 2008 roku nastąpił gwałtowny spadek ilości oraz wartości inwestycji *private equity*.

Na rysunku 3 zaprezentowano dane dotyczące wartości inwestycji *private equity* w Polsce w badanym okresie z uwzględnieniem fazy rozwoju przedsiębiorstw, w które ten kapitał zainwestowano, natomiast rysunek 4 zawiera analogicznie informacje dotyczące ilości podmiotów gospodarczych, w które zainwestowano kapitał *private equity* w Polsce w latach 2007–2013.



Rysunek 3. Wartość inwestycji *private equity* w Polsce w latach 2007–2013 z uwzględnieniem fazy rozwoju przedsiębiorstw, w które kapitał został zainwestowany (tys. euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie EVCA Poland 2013.

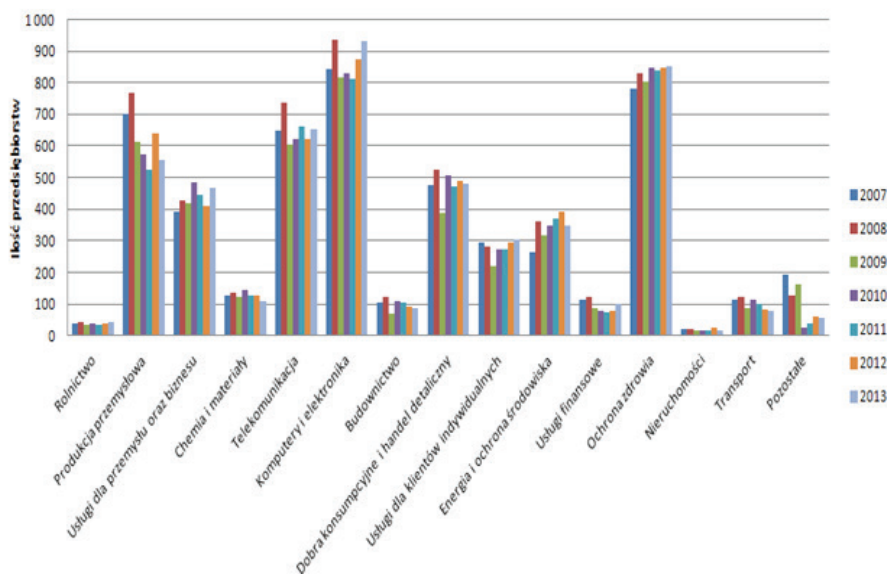


Rysunek 4. Liczba przedsiębiorstw, w które został zainwestowany kapitał *private equity* w Polsce w latach 2007–2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie EVCA Poland 2013.

Na podstawie danych przedstawionych na rysunkach 3 i 4 można stwierdzić, iż w Polsce, podobnie jak w całej Europie, największą wartość miał kapitał inwestowany w wykupy. Poza tego rodzaju inwestycjami najwięcej kapitału zainwestowano w przedsiębiorstwa będące w fazie dojrzałości, podobnie jak na rynku *private equity* w całej Europie. Natomiast biorąc pod uwagę ilość przedsiębiorstw, w których dokonane zostały inwestycje, to w latach 2009–2012 większość stanowią przedsiębiorstwa będące w fazie dojrzałości, w roku 2008 dominują przedsiębiorstwa w fazie *start-up*. Z kolei w ostatnim badanym roku większość stanowiły przedsiębiorstwa będące w fazie załączkowej – *seed*.

Kolejnym analizowanym aspektem było zestawienie ilości przedsiębiorstw, w które został zainwestowany kapitał *private equity* w badanym okresie zarówno w Europie, jak i w Polsce w zależności od branży gospodarczej, w której przedsiębiorstwa te prowadzą działalność. Na rysunku 5 zawarto dane dotyczące Europy, natomiast na rysunku 6 – dane dotyczące Polski.

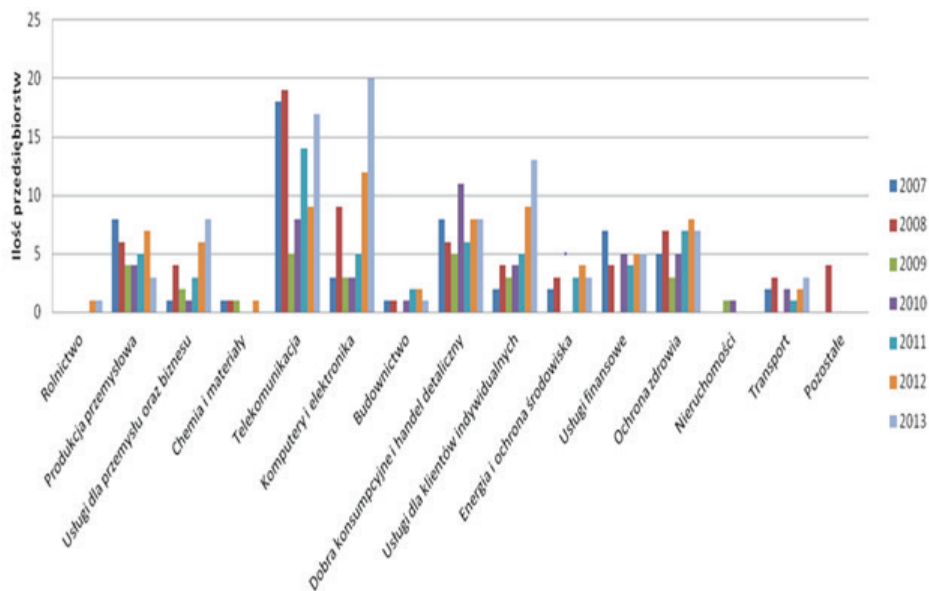


Rysunek 5. Liczba przedsiębiorstw, w które został zainwestowany kapitał *private equity* w Europie w latach 2007–2013 z podziałem na branże gospodarcze

Źródło: opracowanie własne na podstawie: European Private equity Activity Data 2007–2014.

Uwzględniając rodzaj branż gospodarczych, w jakie zainwestowano kapitał *private equity* w Europie, można zauważyć, iż w ostatnich latach najwięcej przedsiębiorstw powstało w obszarach: komputerów i elektroniki oraz ochrony zdrowia. Znaczącą liczbę stanowiły również przedsiębiorstwa działające na rynku telekomunikacyjnym oraz w sektorze produkcji przemysłowej (rys. 5). Inwestorzy niechętnie inwestowali w rolnictwo, a także

w nieruchomości. W tych dwóch branżach w badanym okresie powstało najmniej przedsiębiorstw.



Rysunek 6. Liczba przedsiębiorstw, w które został zainwestowany kapitał *private equity* w Polsce w latach 2007–2013 z podziałem na branże gospodarcze

Źródło: opracowanie własne na podstawie EVCA Poland 2013.

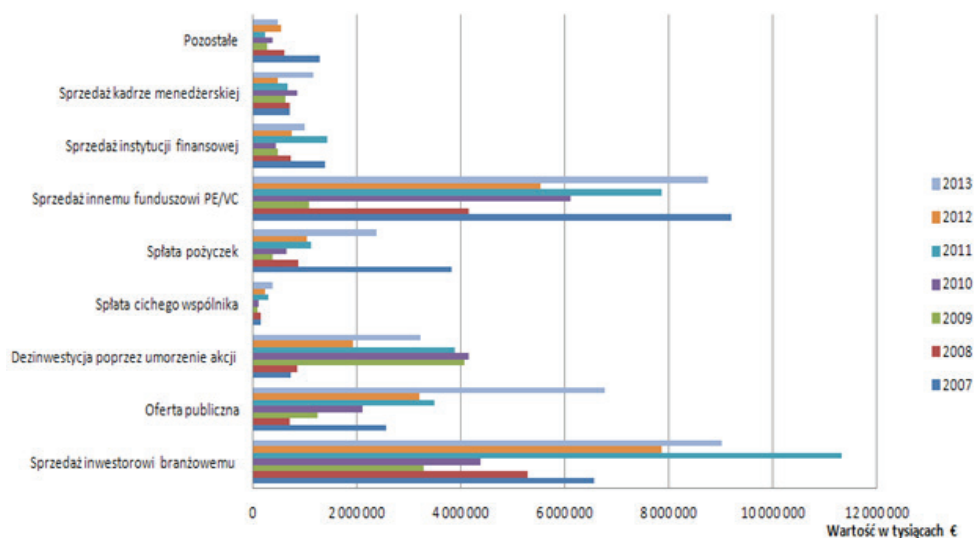
Na rysunku 6 przedstawiono liczbę przedsiębiorstw powstałych w poszczególnych gałęziach gospodarki w Polsce w latach 2007–2013. Sytuacja na polskim rynku *private equity* jest nieco inna niż w Europie. Najwięcej przedsiębiorstw w Polsce powstało w obszarze telekomunikacji. W ostatnim z badanych lat zanotowano znaczny wzrost nowo powstałych przedsiębiorstw w sektorze komputerów i elektroniki, a także w obszarze usług zarówno dla klientów indywidualnych, jak też dla przemysłu i biznesu. Znaczącą liczbę stanowią również przedsiębiorstwa zajmujące się produkcją przemysłową oraz dobrami konsumpcyjnymi i handlem detalicznym. Najmniej przedsiębiorstw powstało, podobnie jak w całej Europie, w sektorze rolnictwa, nieruchomości oraz w przemyśle chemicznym.

3. Dezinwestycje *private equity* w Europie i w Polsce

Dezinwestycja, inaczej wyjście z inwestycji (*exit, divestment*) jest to, według Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, sprzedaż papierów wartościowych, które znajdują się w posiadaniu funduszu *private equity* bądź *venture capital*. Wśród metod wyjścia z inwestycji wyróżnić można (na podst. www.psik.org.pl/slowniczek.html):

- sprzedaż inwestorowi branżowemu,
- sprzedaż innemu funduszowi *venture capital/ private equity*,
- ofertę publiczną,
- sprzedaż papierów instytucji finansowej,
- umorzenie akcji przez spółkę oraz wypłatę wynagrodzenia z tytułu umorzenia inwestorowi,
- likwidację spółki.

Na rysunku 7 zaprezentowano wartość kosztów dokonanych dezinwestycji w Europie w latach 2007–2013 w zależności od sposobu wyjścia z inwestycji.



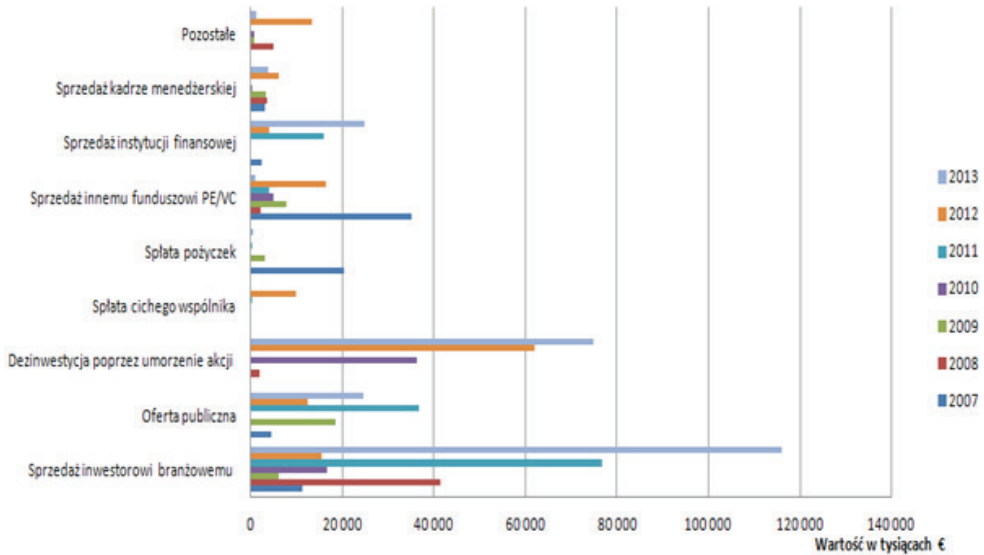
Rysunek 7. Wartość kosztów dokonanych dezinwestycji w Europie w latach 2007–2013 według sposobów wyjścia z inwestycji

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Private equity Activity Data 2007–2014.

Najpopularniejszym sposobem dezinwestycji wśród inwestorów była sprzedaż innemu funduszowi *private equity/venture capital* bądź sprzedaż inwestorowi branżowemu. W 2013 roku nastąpił znaczący wzrost wartości dokonanych dezinwestycji poprzez ofertę publiczną. Najbardziej spotykanym sposobem wyjścia z inwestycji jest spłata cichego wspólnika oraz sprzedaż kadry menedżerskiej.

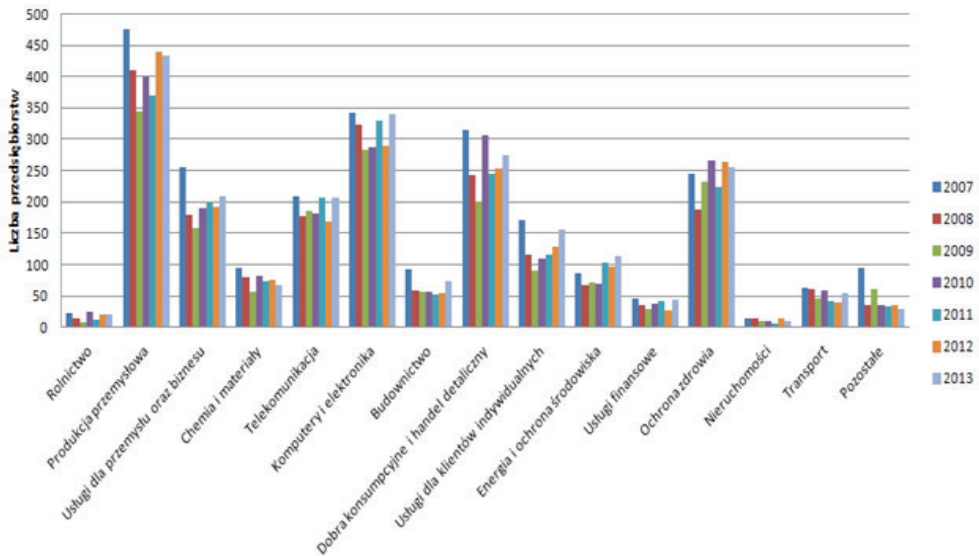
Na rysunku 8 zaprezentowano z kolei wartość dezinwestycji, które miały miejsce w badanym okresie w Polsce.

Podobnie jak w całej Europie, również w Polsce w badanym okresie czasu sprzedaż inwestorowi branżowemu była bardzo popularnym sposobem dezinwestycji. W ostatnich dwóch badanych latach dużą wartość miały również dezinwestycje poprzez umorzenie akcji



Rysunek 8. Wartość kosztów dokonanych dezinwestycji w Polsce w latach 2007–2013 według sposobów wyjścia z inwestycji

Źródło: opracowanie własne na podstawie: EVCA Poland 2013.

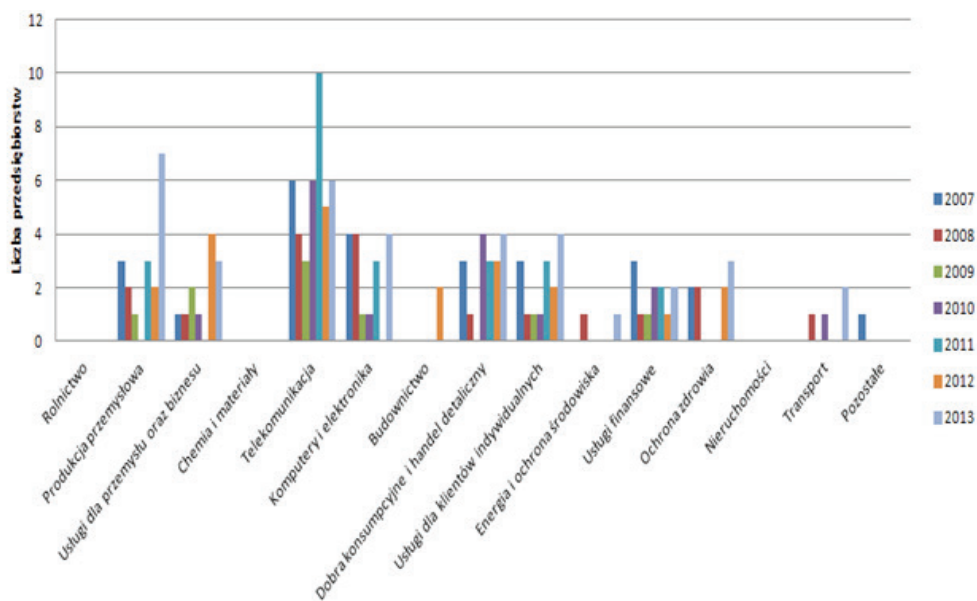


Rysunek 9. Liczba przedsiębiorstw, w których dokonano dezinwestycji w Europie w latach 2007–2013 z podziałem na branże gospodarcze

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Private equity Activity Data 2007–2014.

przedsiębiorstwa. Odbiega to nieco od tendencji panujących na rynku europejskim. Podobnie jak w całej Europie, spłata cichego wspólnika oraz sprzedaż kadrze menedżerskiej stanowią marginalną część wartości dokonanych dezinwestycji w Polsce.

Na rysunkach 9 oraz 10 przedstawiono liczbę przedsiębiorstw, w których – odpowiednio – dokonano dezinwestycji w Europie i w Polsce w badanym okresie z uwzględnieniem branż gospodarczych, w których te przedsiębiorstwa prowadzą działalność.



Rysunek 10. Liczba przedsiębiorstw, w których dokonano dezinwestycji w Polsce w latach 2007–2013 z podziałem na branże gospodarcze

Źródło: opracowanie własne na podstawie: EVCA Poland 2013.

W Europie najwięcej dezinwestycji miało miejsce w przedsiębiorstwach działających w obszarze produkcji przemysłowej, a także w sektorze komputerów i elektroniki oraz dóbr konsumpcyjnych i handlu detalicznym. Struktura dokonanych dezinwestycji jest zbliżona do tej, która odzwierciedla ilość przedsiębiorstw, w których inwestorzy zainwestowali swój kapitał. Stąd więc najmniej dezinwestycji dokonano w obszarze rolnictwa oraz nieruchomości.

Z kolei w Polsce najwięcej wyjść z inwestycji miało miejsce w sektorze telekomunikacji. Podobnie jak na rynku europejskim, struktura dezinwestycji jest powiązana z inwestycjami dokonanymi na krajowym rynku *private equity*. W 2013 roku można zauważyć dosyć duży wzrost liczby przedsiębiorstw, w których nastąpiło wyjście z inwestycji w obszarze produkcji przemysłowej. W badanym okresie zanotowano brak aktywności dezinwestycyjnej w sektorach: rolnictwo, nieruchomości oraz chemia i materiały.

Uwagi końcowe

Rynek *private equity* w Polsce coraz lepiej się rozwija i staje się coraz bardziej popularny. Niestety, początkowy rozwój, który miał miejsce przed 2008 rokiem, został gwałtownie zatrzymany zarówno w Polsce, jak i w całej Europie przez światowy kryzys gospodarczy. Jednakże w ostatnich latach rynek *private equity* znalazł się znów w trendzie wzrostowym, a więc jest na jak najlepszej drodze do tego, by osiągnąć poziom sprzed kryzysu. Rozwój w Polsce przebiega nieco inaczej niż w Europie, jednak utrzymuje się w tendencji wzrostowej, co bardzo dobrze rokuje na przyszłość. Dzięki coraz większej atrakcyjności rynku *private equity* w Polsce wzrasta zarówno liczba inwestorów, jak i liczba nowo powstających przedsiębiorstw, które szukają alternatywy dla tradycyjnych źródeł i metod finansowania.

Literatura

- Fałat- Kilijańska I. (2014). *Private equity. Więcej niż kapital*. Warszawa: CeDeWu.
- Szlęzak- Matuszewicz J., Felis P. (red.) (2014). *Finansowanie przedsiębiorstwa. Ujęcie teoretyczno- praktyczne*. Warszawa: Oficyna Wolters Kluwer.
- Panfil M. (2005). *Fundusze private equity*. Warszawa: Difin.
- EVCA (2013). 2013 European Private Equity Activity. Statistics on Fundraising, Investments & Divestments. Pobrano z: www.investeurope.eu.
- EVCA Poland 2013. Pobrano z: www.psik.org.pl.

INVESTMENTS AND DIVESTMENTS OF PRIVATE EQUITY IN EUROPE AND IN POLAND

Abstract: *Purpose* – The aim of the study was to make a diagnosis of the situation in the field of development the *private equity* funds which are essential sources of funding for modern enterprises. Analysis of investments and divestments of *private equity* funds in Europe and in Poland became the subject of the study. *Design/methodology/approach* – Analysis of literature and comparative analysis of empirical data concerning Europe and Poland.

Findings – As a result of the study emphasized the importance of the investment process of private equity funds in the development of companies and entire economies. Presented and made a comparative analysis of investments and divestments made in Europe and in Poland in the years 2007–2013. The development of private equity funds and the volume of capital, which they have acquired in recent years, has meant that their investments have achieved worldwide range and recorded a rapid increase in the value of assets which were under their management.

Originality/value – The article focuses on the investments and divestments of private equity funds in Europe and in Poland, taking also into account the impact of the economic crisis. It was pointed to their growing importance in financing businesses.

Keywords: corporate finance, private equity funds, investments and divestments of private equity

Cytowanie

- Kowalik M. (2016). Inwestycje i dezinwestycje *private equity* w Europie i w Polsce. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/1), 919–929. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/1-76.