

Uniwersytet Warszawski
Wydział Zarządzania

Daniel Kaczyński

Nr albumu: 408939

**Rozwój *Private Equity* w Polsce i Europie w latach
2010-2020**

Praca licencjacka na kierunku studiów:
Finanse, Rachunkowość i Ubezpieczenia

Praca wykonana pod kierunkiem
Dr. Andrzeja Rutkowskiego
Uniwersytet Warszawski

Warszawa, lipiec 2021

Streszczenie

Poniższa praca licencjacka zajmuje się oceną stanu rynku funduszy *Private Equity* z rozróżnieniem na obszar Polski i całej Europy. W pierwszej części przedstawiono charakterystykę konkretnych etapów działalności tych przedsiębiorstw jak i ogólne zalety oraz wady dotyczące się omawianego sposobu finansowania. Dotyczy to zarówno skutków obserwowalnych na poziomie samej spółki, jak i wpływie na funkcjonowanie całej gospodarki. Drugą połową jest część empiryczna skupiająca się na analizie danych na podstawie raportów organizacji *Invest Europe* (dawniej znanej jako EVCA), która zajmuje się badaniem tego rodzaju działalności już od 1983r. Obszar tych badań obejmuje sposób akwizycji kapitału, właściwej inwestycji oraz końcowej dezinwestycji zarówno pod względem wartościowym, jak i ilościowym. Pozwala to na ocenę obecnie panujących trendów w europejskich gospodarkach. Analizowane dane z całego kontynentu pokazują wysoki rozwój tej branży na przestrzeni ostatniej dekady, zastopowany prawdopodobnie dopiero poprzez wystąpienie kryzysu pandemicznego w roku 2020 i ścisłego zamknięcia się większości gospodarek. Dodatkowo wyniki przeprowadzonych badań świadczą jednocześnie o dużej dysproporcji pomiędzy Europą Środkowo – Wschodnią, a resztą Europy w kontekście wielkości prowadzonych działalności. Mimo osłabienia aktywności GPW jako popularnego środka dezinwestycji oraz słabnięcia Polski jako lidera tego obszaru to bliski kontakt z dojrzałymi partnerami gospodarczymi i stabilny rozwój gospodarczy, powinien dać szansę w przyszłych latach na powolne ujednolicenie się całego rynku europejskiego.

Słowa kluczowe

Private Equity, Venture Capital, akwizycja kapitału, inwestycja, dezinwestycja, kapitał wysokiego ryzyka, *Emerging Markets*.

Tytuł pracy w języku angielskim:

The development of Private Equity market in Poland and Europe in 2010-2020

Spis treści

Wstęp	3
1. Istota i znaczenie <i>Private Equity</i>	5
1.1. Private Equity, a Venture Capital - ustalenia definicyjne	5
1.2. Znaczenie funduszy <i>Private Equity</i> dla gospodarki	9
2. Proces inwestycyjny funduszu <i>Private Equity</i>	16
2.1 Pozyskiwanie kapitału	16
2.2 Proces wyboru przedsięwzięć	18
2.3 Rola funduszy w funkcjonowaniu przedsiębiorstw	20
2.4 Proces dezinwestycji	22
3 Analiza sektora <i>Private Equity</i> w Polsce	28
3.1 Geneza polskiego i europejskiego sektora <i>Private Equity</i>	28
3.2 Polska: rynek wschodzący czy rozwinięty?	30
3.3 Akwizycja kapitału	33
3.4 Struktura inwestycji	36
3.5 Struktura dezinwestycji	39
4. Analiza rynku <i>Private Equity</i> w Europie	43
4.1 Akwizycja kapitału	43
4.2 Struktura inwestycji	45
4.3 Struktura dezinwestycji	49
4.4 Analiza porównawcza rynku polskiego i europejskiego – wnioski końcowe	53
Zakończenie	57
Bibliografia:	59
Spis stron Internetowych:	61
Spis tabeli i schematów:	62
Spis wykresów:	63

Wstęp

Wraz z coraz to większym oddziaływaniem kryzysu finansowego na gospodarkę w końcówce poprzedniej dekady, inwestorzy zaczęli szukać alternatywnych i nowych kierunków rozwoju. Jednym z nich, odmiennym od reszty okazały się fundusze inwestycyjne o podwyższonym ryzyku, skupiających się na pozyskiwaniu środków i inwestowaniu ich w takie przedsięwzięcia, które według nich w przyszłości wielokrotnie podwyższą swoją wartość. Fundusze *Private Equity*, bo o nich mowa, wypełniły w ten sposób rynkową niszę zajmując się dostarczaniem kapitału niedofinansowanym spółkom osiągając przy tym wysokie stopu zwrotu. Co najważniejsze stanowiły symbol pracy u podstaw oraz koła zamachowego innowacyjnych, a zarazem długoterminowych działań inwestycyjnych, które to w przyszłości powinny zaowocować rozwojem technologicznym.

W pracy postawiono tezę, iż biorąc pod uwagę sytuację ekonomiczną ostatniej dekady, fundusze *Private Equity* zdążyły rozwinąć swoją działalność i stanowią obecnie istotniejsze źródło finansowania niż w 2010r. Z racji, że dane za rok 2020 są dopiero udostępniane przez organizację *Invest Europe*, analizowane będą tylko dane całłościowe z Europy z pominięciem wyszczególnionych informacji z danych obszarów. Da to szansę na początkowe udokumentowanie wpływu epidemii Covid-19 na europejski rynek funduszy o wysokim ryzyku. Interesujące będzie sprawdzenie jak w ciągu ostatnich 10 lat intensywny rozwój technologii przyczynił się do zmian w całej branży oraz czy wystąpiły zmiany w preferencjach inwestorów. Nie powinno się również zapominać o rozwoju polskiego działu *Private Equity*. Mimo stosunkowo krótkiej historii, warto byłoby przebadać dynamikę tego zjawiska na tle całej gospodarki.

Praca składa się z czterech rozdziałów. Pierwszy z nich zajmuje się wprowadzeniem do tematyki *Private Equity*, etapami działalności przedsiębiorstw oraz istotnymi różnicami pomiędzy PE, a *Venture Capital* i Aniołami Biznesu. Opisuje również wpływ jaki mają te fundusze na poziomie makro i mikro skali oraz różnic wynikających z tego konkretnego sposobu finansowania, a ubiegania się o kredyt czy przeprowadzania oferty publicznej na giełdzie.

Rozdział drugi skupia się na podziale działalności tego typu funduszy inwestycyjnych na 4 etapy: akwizycji kapitału, wyboru właściwej inwestycji, oddziaływania na siebie w trakcie jej trwania oraz końcowego procesu dezinvestycji. Pozwala to na dokładniejsze

scharakteryzowanie owej działalności poprzez rozbić jej elementów na podstawowe komponenty.

Kolejny rozdział jest wstępem do części empirycznej. Wprowadza on dodatkowo definicję rynków rozwijających się oraz wpływu cech takich gospodarek na ewentualne wyniki działalności funduszy *Private Equity*. Reszta tekstu skupia się na prezentacji danych z Polski i obszaru Europy Środkowo – Wschodniej oraz omawianiu głównych trendów panujących na przestrzeni dziesięciu lat.

Ostatni rozdział zajmuje się analizą danych zgromadzonych z całego kontynentu oraz poszukiwaniem różnic pomiędzy nimi, a danymi z poprzedniego rozdziału. Umożliwia to dostrzeżenie istotnych zmian w wynikach działalności w obu regionach, ewentualnych słabych i silnych punktach inwestycji typu *Private Equity* oraz szczególnie popularnych kierunkach działania w ostatnich latach.

W pracy skupiono się na analizie danych zawartych w raportach *Invest Europe* z ostatnich lat, interpretacji zgromadzonych informacji oraz uwzględnieniu podstawowych zagadnień związanych z tematyką tego typu inwestycji z umyślnym pominięciem spraw organizacyjno-prawnych. Miało to na celu jak najprostsze ujęcie problematyki tej pracy z pominięciem dywagacji na temat zmiany stosowanych aktualnie rozwiązań prawnych.

1. Istota i znaczenie *Private Equity*

1.1. *Private Equity*, a *Venture Capital* - ustalenia definicyjne

Geneza funduszy *Venture Capital* sięga pierwszej połowy XX wieku. Pierwotnie inwestycjami zajmowały się głównie prywatne osoby fizyczne wraz ze swoimi rodzinami.¹ To one decydowały o kierunku podejmowanych inwestycji i zajmowały się bezpośrednio wyceną każdej z nich. Na nie spadało również całe ryzyko operacji, nie istnieli mianowicie pośrednicy mogący wziąć na siebie ewentualne koszty nietrafionych wydatków. Miało to niewątpliwie swoje zalety: cały wypracowany dochód wracał do oryginalnych inwestorów. Po zakończeniu II wojny światowej w Stanach Zjednoczonych zaczął się powolny rozwój sektora *Venture Capital* jaki to znamy dziś. Zaczęto tworzyć zamknięte fundusze inwestycyjne na potrzebę odbudowania gospodarki i zmieniających się wymagań społeczeństwa. Kluczem do sukcesu przemawiający za VC miało być poszukiwanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu z inwestycji w niszowe i dobrze zapowiadające się przedsięwzięcia. Dzięki korzystnym zmianom w prawie: tworząc nowe formy organizacyjne, pozwalające ograniczyć nadmierne opodatkowanie, modernizacji działania funduszy poprzez wprowadzeniu ograniczonego czasu funkcjonowania oraz ścisłych metod badających podejmowane ryzyko; cała dziedzina zaczęła osiągać oczekiwane przez inwestorów zyski. Miało to dać początek zupełnie nowej branży, specjalizującej się inwestycjami we własnej wąskiej niszy.

Wraz z rozwojem branży poczuło potrzebę rozróżniania funduszy na *Private Equity* i *Venture Capital*, choć nawet do dziś powszechnie i błędnie są ze sobą utożsamiane. Inwestycje PE² są to średnio- i długoterminowe inwestycje o charakterze udziałowym, zwykle na rynku niepublicznym, połączone ze wsparciem menadżerskim w przedsiębiorstwa, które mają szansę osiągnięcia ponadprzeciętnego wzrostu wartości w określonym dla inwestora czasie.³ Dodatkowo *Private Equity* skupia się głównie na zakupie większościowych bądź całościowych części udziałów, gdzie VC upatruje zakupów jedynie części przedsiębiorstwa. Zdobycie większości udziałów pozwala na realne sterowanie spółką oraz zapewnia większy udział w zyskach. *Venture Capital* oryginalnie zajmuje się jedynie inwestycjami we wczesne etapy

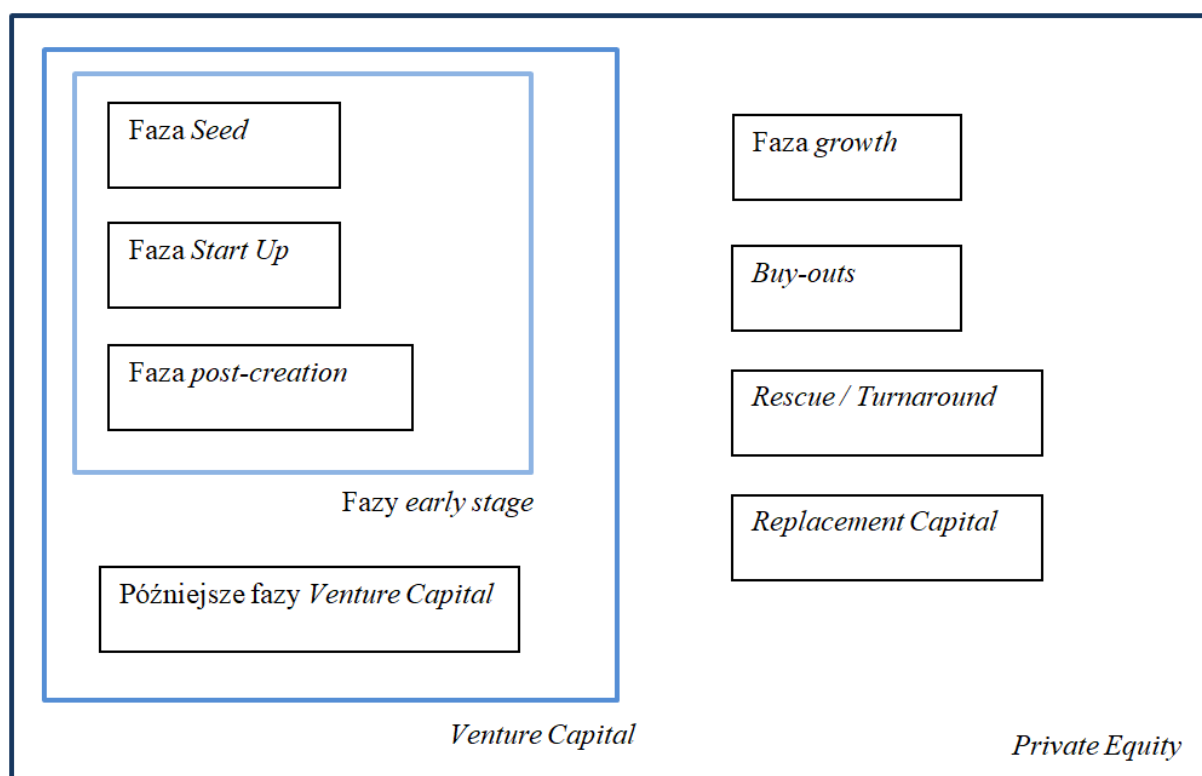
¹ Kornasiewicz A. *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 36

² W dalszej części pracy stosowane będą skróty dla PE – *Private Equity* oraz VC – *Venture Capital*

³ Sieradzan P., Sobańska-Helman K., *Inwestycje Private Equity/Venture Capital*, Key Text, Warszawa 2013, s.

rozwoju podmiotów gospodarczych. Według definicji stosowanych przez *Invest Europe*,⁴ VC obejmuje etap zasiewów (*seed*), etap rozruchu (*start-up*), etap jej początkowej działalności (*post-creation* albo *other early stages*) oraz późniejszych faz *Ventura Capital*. Faza zasiewu zajmuje się procesem tworzenia produktu jeszcze przed wystartowaniem pełnoprawnej produkcji, badaniem jego opłacalności oraz rozpoznaniem przyszłego rynku. Poniesione koszty nie zostają wykorzystane zazwyczaj na bezpośrednie rozpoczęcie masowej produkcji i dystrybucji. W kolejnym etapie (*start-up*), mówi się o oficjalnym starcie spółki, wydatki przeznaczane są wtedy na początkowy marketing, komercjalizację tworzonych towarów oraz rozwój produkcji. Trzeci etap, podobnie jak poprzedni, cechuje się ciągłym rozwojem jeszcze niedojrzałego przedsięwzięcia. Przedstawiony wyżej podział początkowych etapów rozwoju przedsiębiorstw, został opisany na schemacie 1.1.

Schemat 1.1 Podział przedsiębiorstw, na podstawie etapu w jakim fundusze *Private Equity* postanowiły w nie zainwestować



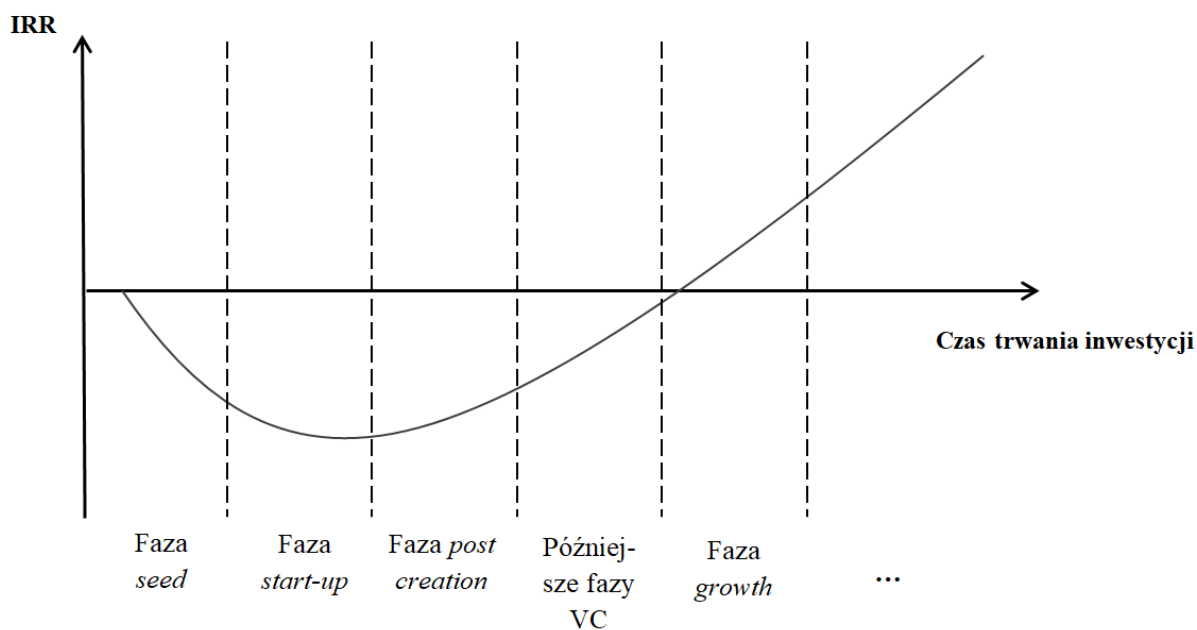
Źródło: Opracowanie własne

Łącznie trzy pierwsze etapy młodych przedsięwzięć charakteryzują się potrzebą znacznej ilości funduszy oraz tymczasową nieopłacalnością. Jest to naturalna kolej rzeczy

⁴ Dawniej EVCA – *European Private Equity and Venture Capital Association*

opisywana przez krzywą *J-Curve*. Może ona opisywać rentowność całego funduszu PE z perspektywy czasu, bądź jak w tym przypadku opisuje ona zależność między wewnętrzną stopą zwrotu (IRR), a okresem życia konkretnej inwestycji.⁵ W przypadku zainwestowania środków w trakcie fazy *seed*, początkowo wartość IRR będzie równa 0, lecz z czasem w wyniku ponoszonych kosztów stopa zwrotu przejdzie na wartości negatywne. Ta osiągnie maksimum dopiero w kolejnych fazach rozwoju, gdzie stosunek wyniesionych korzyści do włożonych w przedsięwzięcie pieniędzy będzie najmniejszy. Powyższa zależność potrafi utrzymać się nawet do fazy *growth*, niemniej trzeba uważać na płynne granice pomiędzy konkretnymi fazami rozwoju przedsiębiorstw. Na czas potrzebny do zwrócenia się kosztów wpływa konkretna sytuacja spółki, dlatego powinno się do tego podchodzić indywidualnie. Przykładową zależność pomiędzy wewnętrzną stopą zwrotu, a czasem trwania inwestycji opisuje Schemat 1.2.

Schemat 1.2 Krzywa J-Curve opisująca zależność IRR, a czasu trwania inwestycji przykładowej spółki



Źródło: opracowanie własne

Fazy *seed*, *start-up* oraz *post creation* są często określane jako fazy *early stage*, a inwestowanie w nie wczesnym lub początkowym finansowaniem⁶. Raporty *Invest Europe* zawierają również pozycję nazwaną jako *later stage Venture Capital*. Opisuje ona kolejne

⁵ Malec M. *J-Curve, czyli Krzywa J w funduszu Private Equity*, <https://www.private-equity.pl/krzywa-j-curve-fundusz-pe/>, data dostępu: 26.04.2021

⁶ Sieradzan P., Sobańska-Helman K. *Inwestycje...*, s. 12

fazy inwestowania funduszy VC w spółki, które to już mogą być rentowne oraz wcześniej otrzymywały wsparcie kapitałowe.⁷ Jest to swoiste wydłużenie działania funduszu VC w danej spółce, w celu czerpania dalszych korzyści.

Dużą częścią *Private Equity*, która nie zawiera się w *Venture Capital* są wykupy (*buy-outs*). Fundusze zajmujące się tego typami inwestycji skupują akcje kontrolne bądź znaczną ich część od dotychczasowych właścicieli, co pozwala również na zmiany w pozostałej strukturze własnościowej.⁸ Są to zazwyczaj już dojrzałe przedsiębiorstwa, czekające na fuzję, modernizację bądź ekspansję. Ze względu na swoją wielkość, zazwyczaj pochłaniają większość środków zgromadzonych przez fundusze mimo stosunkowo niewielkiej ilości operacji tego rodzaju. Pozostałymi typami inwestycji *Private Equity* są inwestycje rozwojowe (*growth*) polegające na rozwoju spółki na nowe rynki, nowe gałęzie produktów czy poprawie wyników w dotychczasowej działalności operacyjnej, inwestycje restrukturyzacyjne przedsięwzięć mające kłopoty finansowe (*rescue / turnaround*) oraz wykup akcji dotychczasowych inwestorów (*replacement capital*). W takim przypadku, zastępowane mogą to być zarówno instytucje powiązane z PE, albo i nie. Powyższe typy inwestycji łączy brak chęci dotychczasowych właścicieli na kontynuowanie działalności i poszukują podmiotów, które częściowo lub w pełni przejmą ich rolę.

Anioły Biznesu

Podobnym typem inwestycji co *Private Equity* jest niejednorodna grupa ludzi nazywanymi *Business Angels*. Są to osoby fizyczne, które inwestują swoje własne środki pieniężne w celu osiągnięcia korzyści majątkowych w postaci wzrostu wartości firmy bądź wypłacie wypracowanego zysku. Nie istnieją jednak regulacje ujednolicające ich działania, dlatego cechują się oni różnymi metodami działania. Mogą to być zarówno pasywni jak i aktywni inwestorzy, gdzie fundusze PE cechują się typowo aktywnym braniem udziału w spółkach. Z reguły jednak są oni jednak szybsi i bardziej elastyczni biorąc pod uwagę terminy przeprowadzanie inwestycji, a ich proces *due diligence*,⁹ monitorowanie działalności jest mniej kosz-

⁷Raport *Investing in Europe: Private Equity Activity 2019*, s.77

⁸Sieradzan P., Sobańska-Helman K. *Inwestycje...*, s. 12

⁹Więcej o *Due diligence* w rozdziale 2

towne niż typowy fundusz inwestycyjny.¹⁰ Z racji, że Invest Europe nie dostarcza informacji o działalności Aniołów Biznesu nie będą oni uwzględniani w poniższej pracy.

1.2. Znaczenie funduszy *Private Equity* dla gospodarki

Badając skutki finansowaniem funduszami *Private Equity*, można wyróżnić dwa różne poziomy, na które oddziałują: na poziomie całej gospodarki oraz lokalnym, czyli jak dodatkowe środki wpływają na działanie pojedynczego przedsiębiorstwa. Ze względu na skalę działania funduszy PE na terenie Polski lub też na terenie całej Europy, efekty dobrze widoczne na przykładzie pojedynczego projektu będą znacząco się różnić w szerszej perspektywie.

Skutki na poziomie lokalnym

Przed podjęciem decyzji o próbie zdobycia finansowania z funduszy *Private Equity*, osoby decyzyjne muszą zestawić ze sobą wszystkie pozytywne jak i negatywne skutki, których to przedsięwzięcie dotknie. Stale rozwijające się grono funduszy PE, jak i pojawiające się informacje o sukcesach firm wspieranych przez powyższe fundusze, sprawia że pojawia się coraz to większe grono osób skłonnych do podjęcia znacznych zmian w funkcjonowaniu przedsiębiorstw. W przypadku wczesnych fazach rozwoju tj. fazie rozruchu, rozwoju lub ekspansji mogą to być jedyne możliwe źródło pozyskania kapitału. Sieradzan i Sobańska¹¹ wskazują na następujące korzyści osiągnięte poprzez finansowanie przez *Private Equity*:

- **Stabilny, długoterminowy kapitał.** Większość procesów inwestycyjnych trwa od 5 do 7 lat. W początkowym okresie inwestycji, fundusz nie skupia się na obecnych zyskach dlatego dopuszczalne są w tym okresie straty. Przy kiepskiej sytuacji spółki, możliwe są kolejne transze finansowe jeśli ta spełnia dotychczasowe założenia cyklu inwestycyjnego oraz nadal posiada potencjał na długoterminowe zwiększenie własnej wartości.
- **Oferta skierowana dla nietypowych przedsięwzięć.** Inwestorzy poszukując wyższych zysków niż te oferowane na rynku są w stanie podjąć się większego ryzyka i przeznaczyć środki na spółki bez renomy i niespełniających kryteriów kredytowych.

¹⁰ Malec M., *Anioły Biznesu. Jak działają? Gdzie szukać?* <https://www.private-equity.pl/anioly-biznesu-business-angels/>, data dostępu: 26.04.2021

¹¹ Sieradzan P., Sobańska-Helman K. *Inwestycje...*, s. 14-18

Mogą to być również przedsiębiorstwa obecnie przechodzące restrukturyzację, sprzedane działy spółki nie zgadzające się z jej obecną myślą rozwoju. Łączącym kryterium wszystkie te podmioty jest ich potencjalny wzrost wartości po przeprowadzeniu niezbędnych inwestycji.

- **Pozycjonowanie się na rynku jako nowoczesne przedsiębiorstwo.** Przyjmuje się, że fundusze PE inwestują w innowacyjne spółki. W takim przypadku zdobycia finansowania przez nie, firma może wykorzystać m. in. w marketingu. Pomaga to udowodnić swój rozwój technologiczny, co z kolei co ułatwia zdobycie lepszej pozycji w branży i budowaniu w świadomości konsumentów marki nowoczesnej, a przez to lepszej.
- **Dążenie do rozwoju.** Wraz z inwestycją, jednym z typowych działań funduszy PE jest zaproponowanie zmiany części zarządu, by ten był związany bezpośrednio z inwestorem. Powoduje to łatwy dostęp do wszelkiego rodzaju wiedzy, ułatwieniu dostępu do badań rynkowych w celu lepszego dostosowania asortymentu lub do własnego działu rozwojowego w celu przebadania funkcjonalności i możliwej eksploatacji tworzonych produktów.
- **Dostęp do sieci kontaktów.** Współpraca z inwestorami dostarcza wszelkiej maści kontaktów, czy to dostępu do nieznanych dotąd lub niedostępnych sieci dystrybucji, czy to dostępu do naukowców pozwalających lepiej przetestować nowe rozwiązania technologiczne. Są to również kontakty natury logistycznej jak firmy kurierskie i transportowe, kontakty do audytorów, kancelarii prawnych, organizacji typowo branżowych. Ważnym elementem takich znajomości jest możliwość zdobycia wczesnych rabatów, pomimo braku wcześniejszych kontaktów handlowych.
- **Wzmocnienie kadry menadżerskiej.** Wraz z przystąpieniem do projektu PE, 70% spółek zwiększa świadczenie zasadnicze członków zarządu, a w 85% przypadków spółki decydują się na zatrudnienie nowego CFO i w 45% na zmianę CEO.¹² Powoduje to wzrost jakości w sposobie zarządzania i nacisk na osiągnięcie lepszych wyników.
- **Dostęp do know-how.** Inwestorzy niosą ze sobą doświadczenie w jaki sposób powinno zarządzać się finansami, jak planować inwestycje i utrzymywać dobre zwyczaje w bieżącym zarządzaniu operacyjnym firmą.

¹²Krzyżanowski K., Kowalczyk P. *Fundusze Private Equity upatrują sukcesu w składzie zarządu spółki portfelowej*, <https://home.kpmg/pl/pl/home/media/press-releases/2017/10/fundusze-private-equity-upatruja-sukcesu-w-skladzie-zarzadu-spolki-portfelowej.html>, data dostępu: 26.04.2021

- **Wzrost motywacji pracowników.** Członkom zarządu oraz kluczowym pracownikom proponowane są tzw. *equity pool* czyli bonusy w postaci pakietów akcji spółki. W ten sposób ich dodatkowe zarobki są uzależnione od wyników finansowych firmy. Ponadto istnieje wewnętrzna presja na spełnienie warunków inwestora i zaangażowanie się politykę rozwojową. Poza kwestią finansową jest to szansa dla menadżerów na zostanie członkiem dużej i dobrze prosperującej spółki w swojej branży, źródłem prestiżu jak i motorem napędowym swojej kariery.
- **Poprawa struktury bilansowej spółki.** Finansowanie przez fundusze PE nie opiera się zazwyczaj na zmianach w strefie zobowiązań, ale w kapitałach własnych. Zwiększa to ewentualną zdolność kredytową, a także ułatwia to w przyszłości wprowadzenie spółki na rynek publiczny.
- **Większa elastyczność na zmiany rynkowe.** Spółki zyskują doświadczenie funduszy PE w sprawie dokonywania wszelkiego rodzaju restrukturyzacji i fuzji. Mogą to również być operacje polegające na wydzieleniu działów niepasujących do obecnego profilu firmy i skutecznego ich spieniężenia.
- **Zdolność do reinwestycji zysków.** Fundusz PE w pierwszych latach inwestowania nie jest zainteresowany dywidendą, dlatego wypracowany zysk jest zazwyczaj przekazywany do dalszego jak najbardziej dynamicznego rozwoju spółki. Kolejnym ważnym aspektem w przeciwieństwie do kredytów, jest brak wysokich zabezpieczeń i rezerw na potrzeby regulowania rat długu ewentualnej zaciągniętej pożyczki.

Jak każda metoda finansowania, *Private Equity* niesie za sobą pewne korzyści i wady. To w kwestii osób decyzyjnych leży kwestia ustalenia, która z nich będzie najbardziej korzystna w danym etapie rozwoju spółki. Ważne jest dokładne określenie zapotrzebowania na kapitał, na jak długo będzie potrzebny, jak szybko będzie mógł być spłacany oraz w jakich sprawach można pójść na ewentualne ustępstwa. Kredyty bankowe, choć są najpopularniejszą formą pożyczania kapitału, jednocześnie wymagają gwarantów ze strony pożyczkobiorcy w postaci wysokich zabezpieczeń, hipotek i stałych spłat rat. Po przeprowadzeniu pozytywnej oceny wypłacalności przedsiębiorstwa, banki nie roszczą sobie żadnych praw do majątku w przypadku terminowych spłat zobowiązań. Pomagają dodatkowo w tworzeniu tarczy podatkowej (*tax shield*), poprzez tworzenie kosztów które można wykorzystać do obniżenia

podstawy podatkowej.¹³ Nie są za to w stanie zapewnić takiej wielkości środków pieniężnych, które by w pełni zaspokoiły potrzeby przedsiębiorstw.

Tabela 1.1 Różnice pomiędzy finansowaniem kapitałem Private Equity, kredytem bankowym, a publiczną emisją akcji

	Fundusze Private Equity	Kredyty bankowe	Emisja akcji na giełdzie
Koszty pozyskania kapitału	Początkowe koszty uzyskania finansowania z funduszy PE są niewielkie. Stają się znaczne dopiero w kolejnych latach, gdzie fundusz inwestycyjny pobiera sporą część wypracowanego zysku jako swoje wynagrodzenie.	Koszty pozyskania kapitału są stosunkowo najmniejsze, banki wymagają natomiast stałego spłacania długu zaraz po udzieleniu kredytu. Nie biorą jednak udziału w podziale uzyskanego zysku przez przedsiębiorcę.	Poprzez emisję akcji można nabyć na czas nieograniczony znaczny kapitał i rozszerzyć tym samym liczbę inwestorów. Sam proces jest jednak dosyć kosztowny oraz zabiera w przyszłości możliwość dowolnego zarządzania zyskiem.
Dostępność finansowania	Najważniejszą determinantą otrzymania finansowania jest potencjał przedsięwzięcia do zwiększenia swojej wartości w przyszłości. Nie ogranicza to młodych projektów, ani firm wymagających restrukturyzacji. Przeznaczony tylko dla nielicznych.	Warunkiem otrzymania kredytu bankowego jest spełnienie wymagań odnośnie wypłacalności przedsięwzięcia w przeciągu okresu kredytowania. Niedostępne dla nowych oraz nierentownych firm.	Dostępne jedynie dla firm o dobrej kondycji finansowej, które mogą o tym przekonać opinię publiczną poprzez udostępnienie swoich sprawozdań finansowych.
Kwestie własności	Inwestycja funduszy PE zazwyczaj wiąże się z czasową zmianą własnościową przedsiębiorstwa. Wartość pozostałych udziałów pierwotnych inwestorów może jednak po czasie znacznie się zwiększyć.	Banki nie ingerują w zarządzanie firmą, której udzieliły kredytu.	Przekazanie części udziałów publicznym inwestorom, którzy to mogą decydować o rozdysponowywaniu zysku.
Dostęp do informacji poufnych	Z powodu niepublicznego charakteru inwestycji PE, informacje nie wydostają się do opinii publicznej. Pomiędzy tymi dwoma podmiotami wymagana jest jednak ścisła współpraca i pełna wymiana informacji.	Banki nie mają dostępu do bardzo wrażliwych informacji przedsiębiorstwa oraz nie może wykorzystać wiedzy zgromadzonej przy ocenie wypłacalności spółki.	Pełna transparentność odnośnie sytuacji finansowej spółki.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Sieradzian P., Sobańska-Helman K. *Inwestycje Private Equity/Venture Capital*, Key Text, Warszawa 2013, s. 19

¹³ Majaski C. *Debt Financing vs Equity Financing: What's the Difference?*, <https://www.investopedia.com/ask/answers/05/debtcheaperthanequity.asp>, data dostępu: 26.04.2021

Ciekawą alternatywą na jaką decydują się często rozbudowane i dojrzałe spółki jest wejście na giełdę. Wymaga to jednak dobrych wyników finansowych i przekonującego planu na zainwestowanie zdobytych środków. Nikt nie zdecyduje się na wsparcie spółki na rynku publicznym na poczet odbudowania swojej płynności finansowej lub spłaceniu strat z lat ubiegłych. Siła przedsięwzięcia zaczyna się opierać na postrzeganiu jego w opinii publicznej, co niesie za sobą zarówno duże zagrożenia jak i szansę na zaistnienie. Dla nietypowych inwestycji tylko *Private Equity* jest właśnie w stanie zapewnić niezbędne środki. Fundusze tego typu posiadają na tyle duży kapitał i wysoką skłonność do podejmowania ryzyka, że stanowią istotną rolę w „ekosystemie” dla tych najbardziej innowacyjnych spółek. Bardziej rozbudowaną charakterystykę różnych sposobów finansowania przedsiębiorstw przedstawia Tabela 1.1.

Skutki na poziomie globalnym

Z perspektywy całego kraju jakim jest Polska tj. największe państwo w Europie Środkowej i jedno z większych państw w całej Europie, wartość przeprowadzanych wszystkich inwestycji *Private Equity* stanowi dosyć niewielką część PKB. Można dojść wtedy do pochoptnego wniosku, że te nie mają większego wpływu na gospodarkę. Ważne jest jednak spostrzeżenie faktu o istotnym wpływie na najbardziej innowacyjne i obiecujące projekty poszukujące finansowania. Te albowiem mają największe szanse na gwałtowny rozwój, a więc są najbardziej pożądane przez inwestorów. Fundusze *Private Equity* stają się w ten sposób katalizatorami wzrostu gospodarki i dyktują kierunek jej rozwoju. Dobrze prosperująca branża PE będzie świadczyła o swoich mocnych portfelach inwestycyjnych oraz co za tym idzie gwałtownym powiększeniem wartości całości rynku. Według badań¹⁴, fundusze *Venture Capital* oraz inkubatory przedsiębiorczości pozytywnie wpływają na rozwój przedsiębiorstw w gospodarce. Zmniejszają również szansę na wczesny upadek spółek, które w przeciwnym razie miałyby problemy finansowe. Jest to o tyle istotne, że pozwala na łamanie granic ustanowionych przez tradycyjny rynek i skutecznie inwestować w podmioty istotnie nowatorskie.

Fundusze *Private Equity* mają istotny wpływ na rozwój giełdy i rynku spółek akcyjnych. Przy procesie dezinwestycji to właśnie giełda zapewnia największe zyski dla inwestorów. Publiczna oferta sprzedaży najczęściej jest wyższa od prowadzonych prywatnych nego-

¹⁴ Gaspar F. *The stimulation of entrepreneurship through venture capital and business incubation*, International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management, 2009, s.12

cjacji, dlatego to fundusze chętnie przeprowadzają proces wprowadzania nowych spółek na giełdę.¹⁵ Proces ten nazwany IPO – *Initial Public Offering*, jest szczególnie korzystny dla rozwoju alternatywnych systemów obrotu, jak na przykład NewConnect będący częścią GPW. Zajmuje się on wyceną spółek zbyt małych na notowanie na głównej giełdzie oraz upraszcza mechanizmy przygotowania pierwszej oferty publicznej. Fundusze PE przyczyniają się tym do wzmocnienia konkurencyjności i różnorodności na rynku. Natomiast silna i zróżnicowana giełda świadczy o stopniu dojrzałości gospodarki danego kraju, co również trzeba ocenić jako zjawisko pozytywne.

Kolejnym ciekawym zaobserwowanym zjawiskiem jest większa skuteczność w tworzeniu nowych miejsc pracy i przeciwdziałaniu bezrobociu przez fundusze *Private Equity* niż posiadające identyczne środki publiczne programy społeczne. Program *First Start* w Stanach Zjednoczonych miał pochłaniać 250 tys. dol. na stworzenie jednego miejsca pracy, gdzie za taką samą kwotę sektor prywatny mógł stworzyć ich aż osiem.¹⁶ Wynika to ze słabej optymalizacji ponoszonych kosztów i wymogów tworzenia kolejnych miejsc urzędniczych na obsługiwaniu powyższych programów. Z tej perspektywy przeznaczenie środków publicznych na inwestycje w PE wydaje się idealnym rozwiązaniem. W rzeczywistości okazuje się, że potencjalne podwyższone ryzyko oraz brak możliwości sterowania kapitałem odstrasza rząd od inwestowania w taki sposób. Tworzone programy rządowe są bardziej medialne i pokazują aktywne działanie nawet jeśli ostatecznie są mniej skuteczne.

Działalność funduszy *Private Equity* powinna stanowić jeden z filarów nowoczesnej gospodarki rozwijających się państw. Posiada ona możliwości do najskuteczniejszego rozdystrybucowania dostępnych zasobów poprzez wypracowanie możliwe najbardziej odpornych na ryzyko metod działania. Nie chroni to jednak stuprocentowo przed poniesieniem ewentualnych strat. Mając kontakt z elementem ludzkim, nawet najbezpieczniejsza inwestycja może stać się porażką w wyniku niewiedzy bądź emocji. Typowy fundusz PE działający w modelu „10+2” tj. 10 lat podstawowej działalności z dwoma dodatkowymi jednorocznymi okresami, musi dbać o balans prowadzonych jednocześnie inwestycji i dezinwestycji.¹⁷ W pierwszych latach, gdzie zazwyczaj prowadzi się intensywną działalność alokacyjną kapitału, zła inwestycja ob-

¹⁵ Przybylska-Kapuścińska W., Łukowski M. *Fundusze Private Equity i Venture Capital i ich znaczenie dla gospodarki*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu 2014, s. 294

¹⁶ Sieradzan P., Sobańska-Helman K., *Inwestycje...*, s. 31

¹⁷ Zeisberg C., Prahl M., White B. *Mastering Private Equity*, WILEY, 2017

jawia się opóźnieniem procesu odzyskiwania gotówki. Może doprowadzić to ostatecznie do wycofania się potencjalnych nowych inwestorów w przypadku kolejnych otwarć funduszu oraz zmniejsza dostępne środki. Firma zarządzająca funduszem zazwyczaj po zamknięciu jednego decyduje się na otwarciu kolejnego. W przypadku kiepsko zarządzanego kapitału, może to istotnie spowolnić efekt synergii pomiędzy kolejnymi „edycjami” funduszy, efektu który szczególnie widać w okresie prosperity gdzie wartość pozyskiwanego i odzyskiwanego kapitału potrafi gwałtownie wzrastać. W takim okresie wysokie zwroty inwestycji zachęcają do ponownego refinansowania. Dokładny analiza działalności funduszy *Private Equity*, z podziałem na etapy działalności oraz ewentualnych mocnych i słabych stron konkretnych działań, zostanie opisana w kolejnym rozdziale.

2. Proces inwestycyjny funduszu *Private Equity*

W procesie inwestycyjnym funduszy PE można wyróżnić następujące etapy¹⁸:

1. Pozyskanie źródeł finansowania (akwizycja kapitału);
2. Proces poszukiwania, analizy i wyboru najbardziej optymalnej inwestycji (*due diligence*);
3. Przebieg trwania inwestycji;
4. Wyprowadzenie kapitału z zakończonej inwestycji (dezinwestycja).

Każdy fundusz przeprowadza wiele z tych etapów na raz, a same granice między nimi nie są twarde. Taka płynność pozwala funduszom na stosowanie indywidualnego podejścia do każdej sytuacji/inwestycji z osobna. Nie mniej jednak każda faza ma swoje własne cechy charakterystyczne, które zostaną opisane poniżej w każdym z podrozdziałów.

2.1 Pozyskiwanie kapitału

Pierwszym krokiem do stworzenia fundamentów pod przyszły fundusz inwestycyjny typu *Private Equity* jest zdobycie źródła finansowania. Wiąże się to z zapotrzebowaniem rynku na inwestycje o podwyższonym ryzyku. Na nie może wpływać nie tylko ogólna awersja do podejmowania ryzyka, ale też ograniczenia wprowadzone w prawie. W celu zapewnienia bezpieczeństwa oraz uniemożliwieniu poniesienia potencjalnych znacznych strat, instytucje obsługujące powierzone pieniądze posiadają limity na prowadzenie inwestycji o większym narażeniu na niepowodzenie. Takie limity nie dotyczą prywatnych inwestorów jakimi są Aniołowie Biznesu. Mogą oni dowolnie decydować o kształcie i wielkości ponoszonych wydatków przez co mogą jednocześnie dużo stracić jak i dużo zyskać.

Jednym z kluczowych założeń działania funduszy *Private Equity* jest występowanie tylko i wyłącznie w roli pośrednika. Nie posiadają one same z siebie żadnych funduszy przeznaczonych do inwestowania, lecz zajmują się szukaniem chętnych, analizą i wyborem ofert, oraz nadzorowaniem podjętych inwestycji. Dzięki czemu unikają ryzyka utraty wartości za-inwestowanego kapitału. Z kolei kapitałodawcy nie ponoszą odpowiedzialności za niepowodzenia i zobowiązania funduszy inwestycyjnych, choć wiąże się z tym brak bezpośredniej

¹⁸ Panfil M. *Fundusze Private Equity*, Difin, Warszawa 2005, s. 85-86

kontroli nad środkami pieniężnymi. To z kolei nasuwa wątpliwości czy przeznaczony kapitał był na pewno umiejętnie wykorzystany, choć na podstawie przeprowadzonych badań¹⁹ wynika, że nie ma miejsca taka zależność, a fundusze PE są zazwyczaj skuteczne.

Najczęstszymi kapitałodawcami funduszy PE według *Invest Europe* są²⁰:

- **Banki** (*Banks*) – na podstawie danych historycznych widać, że stanowiły one w przeszłości jedno z głównych źródeł finansowania funduszy inwestycyjnych. W poszukiwaniu dodatkowych dochodów decydują się na dywersyfikację działalności inwestycyjnej. Są również partnerami w trakcie przeprowadzania różnorodnych transakcji jak przeprowadzanie wykupów oraz zapewniają kapitał poprzez pożyczki.
- **Fundusze emerytalne** (*Pension funds*) – istnieje silna więź pomiędzy funduszami PE, a funduszami emerytalnymi. Obydwie strony są skierowane na działanie długoterminowe i świadomie operują na ryzyku. Mimo że tylko część ze zgromadzonego kapitału trafia do Private Equity, to sama skala działalności funduszy emerytalnych sprawia, że zdobyte aktywa są istotnym źródłem w finansowaniu branży.
- **Towarzystwa ubezpieczeniowe** (*Insurance companies*) – podobnie jak fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe posiadają długi horyzont czasowy działalności oraz zgromadzone znaczne środki pieniężne.
- **Przedsiębiorstwa** (*Corporate investors*) – obejmuje zespół prywatnych korporacji za wyłączeniem pozycji już wymienionych w tej liście. Interesują się one funduszami PE jako lokaty długoterminowe bądź źródło potencjalnych nowych technologii i innowacji.
- **Fundusze funduszy** (*Fund of funds*) – niektóre fundusze Private Equity specjalizują się we wspieraniu najbardziej obiecujących innych funduszy tego typu, zapewniając sobie względnie bezpieczne źródło zysku.
- **Osoby prywatne** (*Family offices & Private individuals*) – pod nazwą *Family offices* kryją się firmy oferujące zamożnym osobom, zarządzanie ich majątkiem. Zapewnia to profesjonalność usług, najwyższą dbałość o interes klientów, a samym funduszom sposobność na dodatkowe fundusze. Prywatne osoby w przeciwieństwie do Aniołów Biznesu pozostawiają kwestię zarządzania aktywami osobom trzecim.

¹⁹ Gryko J. M. *Asymetria informacji i konflikty agencji w kontraktach z funduszami Venture Capital*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa*, P. Karpuś (red.), Wydawnictwo UMCS, Lublin 2006, s.309

²⁰ Raport *Investing in Europe: Private Equity Activity* 2019, s.76

- **Instytucje publiczne** (*Government agencies*) – krajowe, regionalne, rządowe bądź europejskie instytucje zajmujące się wspieraniem rozwoju i innowacji.
- **Instytuty naukowe** (*Academic institutions*) – finansowanie przez nie jest niezbyt popularne w Europie, w przeciwieństwie do USA. Zainteresowanie z ich strony stanowi jednak prestiż i uznanie w branży, co wiąże się z pozyskaniem kolejnych sponsorów.
- **Państwowe fundusze majątkowe** (*Sovereign wealth funds*) – według definicji *Invest Europe* są to należące do państwa fundusze inwestycyjne, lokujące środki w zagraniczne przedsięwzięcia w celu dywersyfikacji portfolio.
- **Fundacje** (*Foundations & Endowments*) – agencje non-profit zajmujące się rozdysponowywaniem kapitału na cele społeczne. *Endowments* to z kolei fundusze inwestycyjne założone przez instytucje kulturowe, uniwersytety itd. na konkretny cel lub potrzeby, finansowany z odsetek wypracowanych przez ten fundusz.

2.2 Proces wyboru przedsięwzięć

Strategia działania funduszy *Private Equity* opiera się na wyborze nieprzeciętnych pomysłów i przedsiębiorstw, w których drzemie jeszcze niewykorzystany potencjał. Pierwszym problemem na jaki się natykają jest odsianie od reszty tych kandydatów, którzy wyróżniają się na tyle że są warci przeprowadzenia bardziej kompleksowych analiz. Ma się głównie do wyboru dwa sposoby na zdobycie zainteresowania funduszy PE: z inicjatywy funduszu bądź z inicjatywy potencjalnego kapitałobiorcy. Ten pierwszy polega zazwyczaj na obecności funduszy na obecności na wszelakiego typu konwencjach, targach, centrów inkubacji przedsiębiorstw, śledzenia nowinek technologicznych czy obserwowania komunikatów w prasie i mediach.²¹ Aktywne poszukiwania pomagają w znalezieniu podmiotów albo nie mających pojęcia o PE albo niepewnych swojej wartości. Z drugiej strony to przedsiębiorstwa szukające środków pieniężnych mogą przedstawiać oferty skierowane do funduszy inwestycyjnych.

Wybór odpowiedniego przedsięwzięcia jest procesem czasochłonnym. Może on zająć nawet do kilkudziesięciu tygodni.²² Początkowo z grona kilkuset ofert wybieranych jest kilka

²¹ Sieradzan P., Sobańska-Helman K., *Inwestycje...*, s.36

²² Tamże s. 37

potencjalnych pasujących spółek. Oznacza to że praktycznie 99% zostaje odrzucone we wstępnej współpracy.²³ Sprawdza się wówczas między innymi:

- Oczekiwany czas trwania inwestycji;
- Wymaganą minimalną kwotę;
- Profil działalności spółki i szans na jej rozwój;
- Cel zapotrzebowania na kapitał;
- Zgodność z założeniami działania pod skrzydłami funduszu PE.

Jeśli wszystkie z niezbędnych wymagań zostały spełnione, dana spółka może przejść do kolejnego etapu selekcji. Natomiast gdy zainteresowana firma np. szuka kapitału mniejszego niż minimum oferowane przez fundusz, ta oferta będzie bezsprzecznie odrzucona. W przypadku obydwie strony długoterminowy by straciły, gdyż dla kapitałobiorcy istnieją bardziej opłacalne źródła finansowania jak kredyt, emisja akcji czy obligacji. Kapitałodawca z kolei nie osiągnąłby zadawalającej stopy zwrotu z inwestycji.

Zaraz po przeprowadzeniu wstępnej analizy przychodzi czas na rozwój dalszej współpracy. Mniej więcej w tym czasie są podpisywane pierwsze umowy o zachowaniu poufności (z j. angielskiego NDA – *Non-Disclosure Agreement*). Chroni ona interesy potencjalnego kapitałobiorcy. Uniemożliwia to wykorzystanie niedostępnych publicznie informacji dla własnych korzyści. Wiąże się to np. z zakazem podejmowania inwestycji w tej samej branży ze względu na potencjalne użycie wrażliwych danych i uzyskanie nieuprawnionej przewagi biznesowej. Z drugiej strony podpisywany jest list intencyjny zawierający dotychczasowe założenia, stanowiący podwaliny do ostatecznej umowy inwestycyjnej. Zapewnia on też m. in. wyłączność na przeprowadzenie *due diligence* przez fundusz w najbliższym czasie²⁴. Ugruntowanie dotychczasowych ustaleń, pozwala na skuteczniejsze przeprowadzenie udanej transakcji i dobrze rokuje na przyszłość.

Według²⁵, *due diligence* to proces przeglądu i oceny biznesplanu, kondycji przedsiębiorstwa i kompetencji osób zarządzających przeprowadzany przez fundusz Venture Capital²⁶ przed inwestycją. W pewnym sensie jest podobnym procesem do audytu, ale skierowanym na przyszłość. Niezależny zespół specjalistów podchodzi indywidualnie do każdej oferty

²³ Lubecki P., *Venture...*, s.131

²⁴ Tamże s. 131-132

²⁵ Tamże s. 133

²⁶ W tym przypadku pasuje również określenie funduszu Private Equity.

i kompleksowo ocenia każdy z elementów działalności. Stara się obiektywnie ocenić szansę na osiągnięcie sukcesu. Jest to najprawdopodobniej najbardziej wymagający etap procesu inwestycyjnego i zajmujący najdłuższą część czasu całego badania. Sprawia to dodatkowo, że staje się przez to kosztowną czynnością, dlatego tylko nieliczne przedsięwzięcia przechodzą taką inspekcję. *Due diligence* jest kluczowym elementem wyceny przedsiębiorstw i stanowi punkt wyjścia do prowadzenia ostatecznych negocjacji. Dochodzi wtedy do badania siły przetargowej obydwu stron. Na szali waży się nie tylko cena kapitału, ale również sprawy pośrednie jak sprawowanie kontroli nad inwestycją, sposób dezinvestycji, interesy obecnych menadżerów i właścicieli itd.²⁷ Jeśli obydwie strony będą wystarczająco zadowolone z przeprowadzonego procesu, to zwieńczeniem ich dotychczasowej współpracy będzie podpisanie umowy inwestycyjnej. Tym samym kończy się najtrudniejszy etap z punktu widzenia przedsiębiorstwa w którym jest alokowany kapitał, lecz nie oznacza to jednocześnie, że zaczął się okres bezczynności.

2.3 Rola funduszy w funkcjonowaniu przedsiębiorstw

Podpisanie umowy inwestycyjnej kończy żmudny etap wyboru najbardziej obiecującego przedsiębiorstwa. Nie kończy to jednak pracy funduszy PE. Przeznaczone środki pieniężne, niosą za sobą kolejne obowiązki spadające na obydwie strony transakcji. Kadra menadżerska z ramienia funduszu, zajmująca się danym projektem, wspomaga przedsiębiorstwo głównie w następujących aspektach²⁸:

1. Badanie mikro- i makroekonomicznej sytuacji gospodarczej w branży
2. Pomoc przy podejmowanie strategicznych decyzji
3. Monitorowanie wywiązywania się z założeń planowego rozwoju przedsiębiorstwa

Tutaj ujawnia się aktywny charakter inwestowania funduszy PE. W przeciwieństwie do zwyczajnych funduszy inwestycyjnych, rola funduszy *Private Equity* nie kończy się na pasywnym obserwowaniu spółek w swoim portfelu inwestycyjnym. W zależności od rozwoju i wielkości rynku, potrafią one sobie zagwarantować miejsce w radzie nadzorczej, a nawet w samym zarządzie. Zatrudniają one zewnętrznych menadżerów przy pomocy rozległej bazy kontaktów, którzy będą dbać o ich dobro z wewnątrz spółki. Te dodatkowe doświadczenie

²⁷ Lubecki P., *Venture...*, s. 145-149

²⁸ Sieradzan P., Sobańska-Helman K., *Inwestycje...*, s.100

w kadrze zarządzającej pomaga w szczególności w spółkach z niewielkim stażem czy nieprzygotowanych na gwałtowny rozwój. Ważnym sposobem na motywację kadry menadżerskiej jest ustalenie systemu premii uwzględniających wyniki spółki. Utrzymywanie terminów, skuteczne realizowanie biznesplanu czy też wyższe niż zakładano wyniki dezinwestycji są nagradzane dodatkowymi premiami bądź opcjami na akcje.²⁹

Zagwarantowanie wysokiej jakości kadry menadżerskiej jest tylko jednym ze sposobów na ograniczenie potencjalnego ryzyka. Inną metodą popularną w funduszach typu *Venture Capital* jest przeprowadzenie wieloetapowego procesu finansowania firmy, nazywana *stage financing*. Zgodnie z ustalonym w trakcie tworzenia umowy inwestycyjnej planem, kapitał powinien być dostarczany do przedsiębiorstwa partiami – zgodnie z obecnym zapotrzebowaniem. Niemal nigdy całość kapitału nie będzie potrzebna w jednym momencie w czasie, gdyż na proces zwiększający wartość spółki składa się wiele etapów. Dostarcza to funduszom narzędzia kontroli w postaci możliwości „zamknięcia kurka”, przez co rozumie się *de facto* jako likwidacja projektu.³⁰ Jest to silny bodziec głównie w przedsiębiorstwach mieszczących się w kategorii VC, gdyż to inwestycje o niewielkich rozmiarach są najbardziej narażone. Im wcześniejsza faza przedsiębiorstwa oraz transza finansowa tym bardziej rygorystyczna analiza potencjalnych szkód i zalet dalszego przekazywania kapitału. Teoretyczne wcześniejsze zakończenie projektu, świadczy o przyznaniu się do błędu po stronie funduszu, ale i pozwala na uniknięcie zbędnych kosztów.

Kolejnym istotnym elementem współpracy pomiędzy funduszem, a przedsiębiorstwem jest stała komunikacja. Przyjmuje się, że fundusz oczekuje comiesięcznych i kwartalnych raportów opisujących wszelkie zmiany o charakterze finansowym, rynkowym, gospodarczym, sposobie zużywania zainwestowanego kapitału czy mających jakikolwiek wpływ na spółkę np. utracie kontrahentów lub procesie tworzenia nowego produktu. Wszystko to w celu jak najrzetelniejszego ocenienia aktualnego stanu firmy. Nie muszą to być codzienne relacje z typowych operacji w spółce, ale wszelkie nieoczywiste i rzadkie zdarzenia gospodarcze pozwalające określić potencjalne nadchodzące szanse i zagrożenia. Poza regularnie tworzonymi miesięcznymi raportami kolejną opcją monitorowania przedsiębiorstwa są cotygodniowe (bądź rzadziej) spotkania oraz ciągła wymiana e-mailów.³¹ Tworzy to twardą podstawę do

²⁹ Sieradzan P., Sobańska-Helman K., *Inwestycje...*, s.100-101, 108

³⁰ Lubecki P., *Venture...*, s. 170-172

³¹ Sieradzan P., Sobańska-Helman K., *Inwestycje...*, s.105-106

skutecznej wymiany informacji. Ta jest niezwykle potrzebna, nieszczerłość bądź opieszałość w przekazaniu istotnych faktów zostanie prędzej czy później odkryta, a nadszarpnięcie stosunków między stronami będzie powodowało niepotrzebne konflikty. Obydwie strony na tym etapie inwestycji są zbyt mocno związane ze sobą, aby takie zachowanie byłoby dla nich korzystne i świadczą zazwyczaj o istnieniu nieodkrytych jeszcze problemów. Poniższe zachowania świadczą zazwyczaj o potencjalnych „punktach zapalnych”³²:

- **Niedokładne sprawozdania finansowe** – praca na nie zbyt dobrej jakości sprawozdaniach mija się z celem i stanowi silny sygnał ostrzegawczy;
- **Opóźnienia w dostarczaniu sprawozdań finansowych** – świadczy o słabym zarządzaniu obecną kadry menadżerskiej;
- **Stosunkowo duże straty i zmiany w magazynach** np. defraudacja materiałów, brak nadzoru;
- **Wartościowe, ale nieplanowane wydatki** np. kupno luksusowych samochodów;
- **Brak dobrego kontaktu ze spółką** – podejrzliwość w relacjach nigdy nie wpływa pozytywnie na przebieg zdarzeń;
- **Ponoszenie nieplanowanych strat** – straty same w sobie nie stanowią istotnego problemu, lecz brak ich przewidzenia w stworzonym biznesplanie.
- **Opóźnienia w opłacaniu zobowiązań** – objawy złego zarządzania operacyjnego.

2.4 Proces dezinwestycji

Ostatnim etapem cyklu inwestycyjnego funduszy PE jest proces dezinwestycji. Świadczy on bezsprzecznie o tym, czy przeprowadzone dotychczasowe działania były skuteczne oraz czy inwestorzy podjęli słuszną decyzję alokując środki pieniężne akurat w tą pozycję. Można porównać to do czasu żniw, gdzie gospodarz w pierwszym etapie stara się zebrać jak najwyższe plony. Nie mniej ważnym krokiem jest uzgodnienie ceny godziwej sprzedawanego towaru, z której to obydwie strony transakcji będą usatysfakcjonowane. Podobnie sprawa ma się w przypadku dezinwestycji na rynku *Private Equity*. Tutaj też najczęściej wychodzą konflikty pomiędzy dotychczasową kadrą menadżerską, a inwestorami. Ci pierwsi mogą się nie zgodzić na sposób w jaki fundusz chce odzyskać wyłożony na przedsięwzięcie kapitał. Wiąże się to czasami z utratą przez nich kontroli nad zarządzaną do tej pory spółką, co nie

³² Gladstone D., *Venture Capital Handbook*, Prentice Hall, New Jersey, s. 10-11

pokrywa się z ich dotychczasową wizją. Dlatego istotne jest zapewnienie sobie z perspektywy funduszu, aneksu w głównej umowie pomiędzy obydwoma podmiotami, o prawie do decydowania w jaki sposób może przeprowadzona być dezinwestycja. Kolejnym zabezpieczeniem powinno być określenie profilu charakteru menadżerów w trakcie *due diligence*. Posiadanie wiedzy o zdolności kadry zarządzającej do opuszczenia przedsiębiorstwa mimo świetnych wyników swojej działalności, powinno być kolejnym aspektem do brania pod uwagę na samym początku procesu decyzyjnego przy szukaniu obiektu godnego inwestycji.

Sam sposób wycofania się funduszu z inwestycji idealnie powinien być wybrany nawet przed dokonaniem ostatecznego wyboru o wyłożeniu środków. Pozwala to na czystą i niepozostawiającą żadnych niedomówień ścieżkę działań, która będzie możliwie najlepszym kompromisem pomiędzy inwestorami, a spółką. Określony z góry sposób i czas dezinwestycji poprawia wiarygodność i przekazuje czysty obraz profesjonalności prowadzonych działań. Niezdecydowanie i częste zmiany terminów dezinwestycji mogą prowadzić jedynie do zachowawczości potencjalnych przyszłych inwestorów. Skoro obecni menadżerowie są zaskakiwani teraźniejszą sytuacją to albo są niekompetentni, albo co gorsza istnieją czynniki pogarszające sytuację przedsiębiorstwa, które zostały jeszcze nieujawnione. To duża czerwona flaga. Co prawda nie da się nigdy dokładnie określić najbardziej korzystnego momentu opuszczenia firmy, ale powinno dążyć się do jak najściślejszego trzymania określonego w przeszłości terminu.³³ W razie ewentualnych problemów lub kryzysu na rynku, długie utrzymywanie w swoim portfelu inwestycji czekającej na spieniężenie przyczynia się jedynie do ponoszenia kolejnych kosztów wynikających z utrzymywania danej, ukończonej inwestycji. Nie ma dodatkowo gwarancji na szybkie odbicie się rynku i poprawy wysokości cen ofert. Poniesione dodatkowe koszty w trakcie dodatkowego, nieplanowanego okresu działalności mogą doprowadzić do rozmycia się dochodów, a opóźnienie dezinwestycji nie pozwala na przeprowadzenie kolejnych inwestycji w tym samym czasie.

Wyróżnia się następujące sposoby na przeprowadzenie dezinwestycji:

- Wprowadzenie spółki na rynek publiczny (IPO)
- Sprzedaż spółki inwestorowi branżowemu (*trade sale*)
- Wykup przez inwestora finansowego (FIBO)

³³ Sieradzan P., Sobańska-Helman K., *Inwestycje...*, s.105-106

- Wykup menadżerski (MBO)
- Zbycie spółki pierwotnym właścicielom (*buy back*)
- Umorzenie udziałów / likwidacja spółki (*write-off*)

Wprowadzenie spółki na rynek publiczny (IPO³⁴)

Z punktu widzenia inwestorów jest to jeden z bardziej pożądanых sposobów zbycia inwestycji. Polega on na przygotowaniu spółki do wejścia na giełdę i emisję części jej udziałów w postaci oferty publicznej. Wiąże się z tym często jednak m. in. koszty zmiany organizacji prawnej na spółkę akcyjną, przygotowania prospektu emisyjnego oraz koszty promocji i marketingu spółki. Według badań³⁵, koszty emisji w latach 2006-2014 o wartości poniżej 50 mln zł wynosiły średnio od 6% do 12%. Dla inwestycji o wartości powyżej tej kwoty koszty stawały się względnie dużo niższe i wynosiły średnio 4-6%. Uwydatnia to sporą wadę IPO. Jest ona skierowana dla wystarczająco dużych spółek, mogących pozwolić sobie na poniesienie stosunkowo wysokich kosztów. Warto tu wspomnieć o istnieniu rynku NewConnect na GPW. Pozwala on na wprowadzenie na giełdę mniejszych niż zwyczajowo podmiotów gospodarczych, poprzez obniżenie standardowych wymagań dotyczących pierwszej emisji.³⁶ Jest to więc idealne miejsce dla funduszy PE szukających dalszych inwestorów z dużą odpornością na ryzyko. Niewątpliwą zaletą IPO jest elastyczność w planowaniu dezinwestycji. Rzadko kiedy przeprowadza się całkowitą dezinwestycję w jednej emisji publicznej, dlatego można stopniowo upłynniać swoje udziały, na które w przeciwnym wypadku nie byłoby jednocześnie wystarczająco dużego popytu, otrzymując przy tym wysoką stopę zysku jak i powszechne uznanie na rynku. Wejście spółki na giełdę, traktuje się jako duży sukces w gronie menadżerów.

Sprzedaż spółki inwestorowi branżowemu (*trade sale*)

Inwestorzy branżowi to częsty adresat do którego są skierowane oferty dezinwestycji spółek portfelowych funduszy PE. Mają oni niezbędną wiedzę i infrastrukturę do skutecznego wykorzystania nowo nabytej spółki. Sam proces wymagany do przeprowadzenia zmiany właścicielstwa jest zazwyczaj mniej kosztowny i szybszy przyrównując go do IPO, dzięki czemu

³⁴ IPO – Initial Public Offering

³⁵ Wawryszuk-Misztal A. *Bezpośredni koszt emisji akcji w pierwszej ofercie publicznej na GPW w Warszawie*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 412, 2015, s. 327

³⁶ Sieradzan P., Sobańska-Helman K., *Inwestycje...*, s.122

stanowi to dobrą alternatywę do emisji akcji na giełdzie.³⁷ W przypadku małych i średnich firm jest to często prawdopodobnie najkorzystniejsza i jedyna opcja na wysoką stopę zwrotu. Niewątpliwym problemem funduszy inwestycyjnych na jakie się natykają, jest brak wystarczającej ilości inwestorów strategicznych w niektórych branżach. Można temu przeciwdziałać poprzez rozbudowany marketing oraz zachętę inwestorów z poza branży rozwijających nowe gałęzie produkcji. Inną kluczową metodą jest określenie już na poziomie *due diligence* potencjonalnego, przyszłego inwestora pod którego można przygotować przedsiębiorstwo. Przy odpowiednim wczesnym planowaniu i podjęciu działań można skutecznie przeciwdziałać jednej z największych wad sprzedaży spółek inwestorom branżowym. Kolejną przeciwnością jest częsty stawiany wymóg sprzedaży większości udziałów pojedynczemu inwestorowi. Tworzy to upór wpośród obecnych właścicieli jak i menadżerów, którzy tracą realną kontrolę nad firmą i traktują ową transakcję jako swoistą porażkę. Mimo, że nazywana jest często w ich kręgach złem koniecznym, to w wielu sytuacjach pozostaje jedynym prawidłowym wyborem.

Wykup przez inwestora finansowego (FIBO³⁸)

Jednym ze sposobów na przeprowadzenie dezinwestycji jest odsprzedanie dotychczasowych udziałów funduszu kolejnemu inwestorowi finansowemu. Mogą to być zarówno inne fundusze PE jak i m. in. fundusze emerytalne, banki, fundusze inwestycyjne bądź towarzystwa emerytalne. Potocznie może to świadczyć o słabości obecnego inwestora, który nie zdołał przeprowadzić otoczonego patronatem przedsiębiorstwa do końca, lecz należy pamiętać o różnych horyzontach czasowych konkretnych inwestycji, strategii wyjścia jak i różnej awersji do ryzyka. Taka różnorodność na rynku pozwala na wcześniejsze upieniężnienie spółki niż zakłada to się w umowie inwestycyjnej (kosztem niższej stopy zwrotu) co w pewnych sytuacjach jest benefitem dla funduszu jak i okazją dla menadżerów inwestowanej spółki na wynegocjowanie i umocnienie własnej pozycji.³⁹

Wykup menadżerski (MBO⁴⁰)

MBO jest jednym z bardziej znanych typów wykupów menadżerskich. Polega na kupnie części udziałów dotychczasowych inwestorów przez kadrę menadżerską z wewnątrz

³⁷ Lubecki P., *Venture...*, s. 180-181

³⁸ FIBO – *Financial Investor Buy-Out*

³⁹ Sieradzan P., Sobańska-Helman K., *Inwestycje...*, s. 130-131

⁴⁰ MBO – *Management Buy-Out*

podmiotu inwestowanego i stania się w wyniku tego współwłaścicielami. Z racji na wysokie wymagania kapitałowe, dochodzi do nich dosyć rzadko. Zdarza się jednak, że wymagane środki dostarcza m. in. kredyt bankowy zabezpieczony akcjami. Poprzez wykup i umorzenie przez spółkę dotychczasowej własności funduszy PE, menadżerowie stają się jedynymi właścicielami i powiększają tym samym swój udział w przedsiębiorstwie. W trakcie ustalania treści umowy inwestycyjnej, ukłonem w stronę menadżerów jest stworzenie zapisu o prawie pierwokupu przez nich udziałów w okresie dezinwestycji. Stwarza to okazję do przekazania pełnej władzy osobom o największej wiedzy o firmie i branży.

Zbycie spółki pierwotnym właścicielom (*buy back*)

Odsprzedaż swoich udziałów oryginalnemu właścicielowi jest jednym z możliwych zabezpieczeń zawartych w umowie inwestycyjnej. Wynika to z niespełnienia obiecanych założeń, różnic pomiędzy oczekiwaniami inwestorów, a realną sytuacją spółki portfelowej funduszu bądź niespodziewanych zmian na rynku. Nie jest to optymalne rozwiązanie, dlatego stosuje się je jedynie w ostateczności, gdy wszystkie inne sposoby zostały wyczerpane. Traktuje się je jako wczesne wyjście spółki i możliwość na zredukowanie kosztów, które poniosłoby w przeciwnym razie. Zagwarantowanie sobie tego typu aneksu w umowie inwestycyjnej wiąże się zazwyczaj z wyższą ceną zakupu spółki, dlatego aby zmaksymalizować zysk z inwestycji tylko część funduszy decyduje się na takie rozwiązanie⁴¹.

Wykup akcji uprzywilejowanych

Według definicji EVCA⁴², w przypadku zakupu przez fundusz PE akcji uprzywilejowanych albo udzielaniu kredytu w okresie trwania inwestycji, stopniowa spłata w ustalonych terminach przedstawia spadek finansowych roszczeń funduszu wobec spółki, co oznacza dezinwestycję.

Likwidacja spółki (*write-off*)

W razie niesprzyjającego otoczenia makroekonomicznego jednym z najbardziej drastycznych sposobów na odzyskanie wkładu pieniężnego jest likwidacja spółki. Polega to na sprzedaży zgromadzonych aktywów spółki i podzielenia przychodów pomiędzy współwłaścicieli. Można to uznać za opłacalne posunięcie jedynie wtedy, gdy suma zgromadzona przy

⁴¹ Tamże, s. 132-133

⁴² Raport *Investing in Europe: Private Equity Activity 2019*, s.78

sprzedaży będzie większa od przyszłych zysków z prowadzenia działalności gospodarczej. Za wyjątek można uznać przedsiębiorstwa o twardym okresie funkcjonowania po którym to na pewno przestaną być opłacalne. Dotyczyć to może np. kopalni, które po wyczerpaniu złóż powinny być zlikwidowane by zmaksymalizować korzyści płynące przez ich okres działalności. W każdym innym przypadku fundusz inwestycyjne decydują się jedynie na odzyskanie części zainwestowanych środków. Powinno unikać się barier psychologicznych jakimi są wczesne likwidowanie nierentownych przedsięwzięć i ponoszenie kolejnych utopionych kosztów. Jedyną i najlepszą opcją jest reinwestowanie zwróconych środków w bardziej obiecujące spółkę.⁴³

Przedstawiony wyżej proces inwestycyjny, stanowi podstawę, na której budowana jest działalność funduszy inwestycyjnych. W trakcie swojego istnienia przeprowadzają wielokrotnie dany szereg czynności, co pozawala im na większą swobodę i optymalizowanie prowadzonych działań. Wraz ze zdobywanym doświadczeniem bardziej widoczne stają się również potencjalne błędy albo uchybienia ze strony kapitałobiorców. Dobrze prosperujący fundusz inwestycyjnych może istnieć nawet kilkanaście lat. Jednakże niedociągnięcia w jednym etapie finansowania, mogą rzutować długoterminowo na całokształt działalność całego funduszu. Gorsza stopa zwrotu z jednej inwestycji, nie świadczy korzystnie o skuteczności wykorzystywania pozyskanych środków. Szczególnie bolesne było to w przypadku startu funduszu, co może doprowadzić nawet do przedwczesnego zakończenia jego działalności.

⁴³ Sieradzan P., Sobańska-Helman K., *Inwestycje...*, s.133-136

3 Analiza sektora *Private Equity* w Polsce

Wraz z coraz to głębszym zapoznawaniem się z tematyką *Private Equity* w Polsce wymagane były zmiany w pierwotnym planie badania tej branży. O ile istnieją dokładne dane sprzed dziesięciu lat o wielkości tej gałęzi gospodarki w Polsce, *Invest Europe* obecnie udostępnia jedynie raporty ze skonsolidowanymi danymi całego obszaru Europy Środkowo-Wschodniej. Argumentuje to podobną charakterystyką rynków oraz możliwością dokładniejszej analizy trendów inwestycyjnych i działalności funduszy regionalnych. Z powodu dosyć małej próbki badawczej w porównaniu do danych z Europy Zachodniej, będą zazwyczaj badane dane z całego regionu, chyba że podano inaczej. Historycznie Polska była jednym z głównych rynków składających się na ten region, dlatego rezultaty tych rozważań powinny pokrywać się ze stanem faktycznym. Dodatkowo, mimo że badanym okresem czasu jest ostatnie 10 lat do których dostępne są już dane tj. lata 2010-2019, to dla czytelności badania niekiedy analizuje się mniejsze okresy.

3.1 Geneza polskiego i europejskiego sektora *Private Equity*

Choć europejski sektor *Private Equity* nie jest aż tak rozwinięty jak jego amerykański odpowiednik, to nadal pozostaje jednym z głównych graczy na rynku światowym. W wyniku wydarzeń historycznych, tradycji i kultury inwestycyjnej charakteryzuje się dużą różnorodnością w kwestii i jego wielkości i etapie rozwoju. Można tu wyróżnić między innymi kraje anglo-amerykańskie jak np. Wielka Brytania, Francja, kraje Beneluksu oraz kraje kontynentalno-europejskie jak np. Niemcy, Włochy. Te pierwsze z reguły wyróżniają się lepiej rozwiniętym rynkiem kapitałowym, co za tym idzie sektorem *Private Equity*. Te drugie natomiast tradycyjnie zajmowały się finansowaniem inwestycji instrumentami dłużnymi, co przekłada się na mniejszą rolę PE na tamtych rynkach.⁴⁴ Warto jednak zaznaczyć, że z upływem czasu powyższe różnice powoli się zacierają i co za tym idzie, bariera niedostępności odpowiedniego kapitału staje się coraz mniej dotkliwa.

Początek lat dziewięćdziesiątych stanowi początek znanego w Europie procesu zmian gospodarczych. Pozwoliło to na otworzenie się nowych rynków, jak i na rozwój tych już istniejących. Między innymi dało to szansę *Private Equity*. Rynek PE rozwija się na zasadzie

⁴⁴ Kornasiewicz A. *Venture Capital...*, s. 94

cykliczności. W przypadku stabilnej sytuacji gospodarczej potrafi gwałtownie rozwinąć swoje skrzydła, aż do momentu kryzysu gospodarczego. Wtedy jego wartość maleje, ale nie zmniejsza się do wartości początkowej co pozwala na długoterminowe zwiększenie swojej działalności. Jednym z ostatnich takich kryzysów gospodarczych było załamanie się rynku nieruchomości w USA w 2007-2009r. co spowodowało ogólnoświatowe załamanie rynku i niechęć inwestorów do ryzyka. Stabilna pomoc i działania rządów dopiero w 2012r. doprowadziła do zażegnania większości skutków kryzysu widocznych na rynkach kapitałowych.

Upadek Związku Radzieckiego w poprzednim wieku stanowił niebywałą szansę na zmiany gospodarcze zależnych do tej pory od niego państw. Obszar całej Europy Środkowo-Wschodniej stał się wtedy doskonałym polem na przeprowadzanie inwestycji, gdyż brakowało zarówno w nim zarówno i inwestorów, jak i zapotrzebowanie na kapitał było wyjątkowo wysokie. Większość ówczesnych państwowych przedsiębiorstw było nieefektywnie zarządzane i potrzebowało restrukturyzacji bądź prywatyzacji w niedalekiej przyszłości. Stanowiło to idealne pole do popisu dla zagranicznych podmiotów, które mogły zainwestować w najbardziej przyszłościowe przedsięwzięcia. Stąd historycznie bardzo istotny wpływem na nowo powstałe gospodarki były europejskie i amerykańskie instytucje, chętne podjąć ryzyko inwestycji na niepewnym jeszcze gruncie. Krajowe i regionalne struktury nie były jeszcze w stanie zaspokoić na odpowiednim poziomie zapotrzebowanie na kapitał, co stanowiło ówczasie gorącą dyskusję o możliwej ponownej utracie niezależności i uzależnieniu się od zagranicznych korporacji.⁴⁵ Na szczęście kreślony wtedy czarny scenariusz nie spełnił się.

Jednym z najważniejszych wyzwań przed jakim stanął region Europy Środkowo-Wschodniej było wybudowanie od podstaw wydajnych i sprawnie działających gospodarek. Do tego należało między innymi stworzenie skutecznego systemu prawnego, który stanowiłby zachętę do bezpośredniego prowadzenia działalności w danym kraju. Problematyka unikania podwójnego opodatkowania i tworzenia przyjaznych inwestowaniu form prawnych nie będzie jednak tematem tej pracy. Innym istotnym punktem zapalnym były wieloletnie braki w zapotrzebowaniu kapitałowego tego obszaru, które odbiło się głęboko na różnicy w rozwoju tego regionu, a „starej” Europy. Mogło to być również niedostateczne wykształcenie i świadomość z dostępnych możliwości pozyskania kapitału. W ten sposób osoba z mniej rozwiniętego regionu automatycznie stawała na gorszej pozycji wobec lepiej doinformowanych konkurentów. Jednym z niewielu plusów tej sytuacji była możliwość stosowania goto-

⁴⁵ Górski M. *Rynkowy System Finansowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2018, s. 100-101

wych rozwiązań, wypracowanych i działających już w innych krajach. To jak i intensywne inwestowanie m. in. funduszy Rozwoju Regionalnego czy Spójności z ramienia Unii Europejskiej pozwala na skracanie dystansu między dwiema stronami kontynentu. Państwa dopiero rozwijające się w dobrych warunkach koniunkturalnych osiągają wyższe przyrosty PKB niż państwa już dojrzałe. Zrozumienie istniejących do tej pory barier i przeciwności, pozwoli na adekwatną ocenę regionu. Jednym ze sposobów na ocenę gospodarek może być ich podział na stopień rozwoju i dojrzałości.

3.2 Polska: rynek wschodzący czy rozwinięty?

Wraz ze zmianą ustroju politycznego w Polsce na początku lat 90 nadeszła również zmiana stylu prowadzenia gospodarki. Centralne planowanie i brak własności prywatnej okazał się nieefektywny w porównaniu do wolnorynkowej działalności prywatnej. Sprawilo to, że przed państwami Bloku Wschodniego i w tym między innymi Polski stanęło wyzwanie możliwie bezbolesnej transformacji. Wymagane było wybudowanie fundamentów pod sprawnie działającą, niezmonopolizowaną i potrafiącą konkurować na równych zasadach gospodarkę z państwami Europy Zachodniej.

Rynki wschodzące z ang. *Emerging Markets* nie są definiowane przez ustaloną z góry jedną definicją. Najprostszym ich opisem byłoby nazwanie takich gospodarek, które znajdują się pomiędzy stanem dojrzałym, a rynkami granicznymi o zbyt wysokim ryzyku i niepłynności. Jest to jednak zbyt ogólne określenie, nie pozwalające na zadawalającą precyzję. Według⁴⁶ są to gospodarki o znacznym i szybkim wzroście PKB wyrażanym zbiorczo i na osobę, wzroście eksportu i importu oraz zwiększeniu rezerw walutowych. W literaturze można posługiwać się różnorodnymi kryteriami, ale zazwyczaj w liście takich gospodarek znajdują się m. in. Chiny, Brazylia, Indie oraz Turcja.⁴⁷ Pokrywają się one z krajami grupy BRICS, jednak nie powinno się jedynie z nimi utożsamiać rynków wschodzących. Można je opisać jako kraje spoza Starego Świata, ale z dużym potencjałem do wzrostu. Na poczet tej pracy głównymi wyznacznikami rynków wschodzących będą⁴⁸:

⁴⁶ Carrasco E. R., Williams S. *Emerging economies after the global financial crisis: The case of Brazil*, Northwestern Journal of International Law & Business, 33(1), 2012, s. 86

⁴⁷ Marszk A. *Rynek akcji w krajach wschodzących*, Ekonomia międzynarodowa nr 2, 16-23, 2011, s. 16

⁴⁸ Gupta A. K., *Why emerging markets matter*. <https://www.linkedin.com/learning/strategies-for-emerging-markets/why-emerging-markets-matter>, data dostępu: 28.04.2021

- Demografia – przeciętne ekonomie wschodzące mają młodsze populacje niż kraje rozwinięte. Pozwala to na budowę mocniejszej i liczniejszej siły robotniczej, zaopatrując się jednocześnie w silniejszy, bardziej dynamiczny rynek konsumencki i jednocześnie niższe koszty pracownicze.
- Urbanizacja i Infrastruktura – więcej niż połowa populacji w rynkach wschodzących mieszka na terenach wiejskich. Wraz z przemieszczeniem się na tereny miejskie, powstaje potrzeba na budowa nowoczesnych struktur z celu zaspokajania potrzeb tych osób. W ten sposób powstaje nowa infrastruktura, systemy transportu, jednostki edukacyjne, które w rezultacie owocują zwiększeniem się rynku dóbr i usług.
- Wydajność - rynki wschodzące charakteryzują się niską wydajnością pracy w porównaniu do krajów rozwiniętych. Sprawia to, że rozwijają się w tempie podobnym do tego tych krajów rozwiniętych, z czasów gdy same miały status gospodarki wschodzącej.

Biorąc pod uwagę powyższe kryteria, można ocenić Polskę jako stan pomiędzy gospodarką wschodzącą, a rozwiniętą. Zarówno wskaźnik urbanizacji (stanowi 60% w 2018r.⁴⁹) jak i struktura demograficzna populacji, nie spełnia kryteriów *Emerging Markets*. Problem starzenia się społeczeństwa jest równie dobrze widoczny jak w krajach Europy Zachodniej. Z drugiej strony mimo rekordowych wzrostów wydajności, średnie wynagrodzenie stoi na niższym poziomie niż średnia Europejska. Świadczy to o mniejszej wartości pracy polskiego pracownika. Można z tego wywnioskować, że Polska nie może być uznana za typowego przedstawiciela rynku wschodzącego. Posiadanie statusu takiego rynku niesie ze sobą pewne wady i zalety. Ze względu na swój nie dojrzały charakter, każda inwestycja ponosi ze sobą dodatkowe ryzyko co wiąże się bezpośrednio z dodatkowymi zyskami. Z natury takich rynków, wynika też większa interwencja państwa w rynek dostępnymi środkami w celu stymulowania gospodarki dla własnych korzyści. O ile zazwyczaj wiąże się to z zaletami dla podmiotów gospodarczych to stanowi to również ryzyko polityczne i regulacyjne.

⁴⁹ <http://eregion.wzp.pl/wskaznik/wskaznik-urbanizacji>, data dostępu: 28.04.2021

Innym, bardziej miarodajnym sposobem na ocenę statusu rozwoju gospodarki mogą być indeksy *emerging markets* oraz *developed markets*. Według artykułu⁵⁰ Polska w 2018r. awansowała w klasyfikacji firmy indeksowej FTSE Russell do statusu rynku rozwiniętego. Posługując się jednak korelacjami pomiędzy głównymi indeksami GPW (WIG wrażany w złotych i dolarach), a indeksami grup rynków wschodzących i rozwiniętych można było dojść do dosyć zaskakujących wniosków. Wskaźnik korelacji był średnio o 20 punktów procentowych wyższy w przypadku relacji WIG, a wskaźnikami państw wschodzących od państw dojrzałych. Przyczyną tego może być relatywnie niski poziom rozwoju gospodarskiego oraz dosyć tradycyjna struktura sektorowa GPW – brak w niej zaawansowanych i innowacyjnych przedsiębiorstw. Posiadanie statusu rynku wschodzącego posiada również jeszcze jedną wadę: są one naturalnie narażone na wahania silniejszych walut na arenie międzynarodowej m.in. dolara. Wraz ze wzrostem jego wartości najczęściej dzieje się odwrotny proces osłabiania walut lokalnych.

Omawiany wyżej problem o statusie rozwoju rynku polskiego miała na celu wskazanie potencjalnych różnic pomiędzy cechami charakterystycznymi Polski oraz reszty Europy. Poza typowymi czynnikami gospodarczymi i prawnymi na aktywność branży *Private Equity* mogą jednak wpływać również czynniki kulturowe. Badania Jakuba Czerniaka⁵¹ oraz⁵² miały na celu zbadanie roli uwarunkowań kulturowych w rozwoju rynku funduszy *Venture Capital*. Na podstawie przeprowadzonych ankiet, uporządkowano listę wybranych krajów uwzględniając poszczególne uwarunkowania kulturowe. Badanie z 2012r. wskazuje na pozytywny wpływ na rozwój VC kultur o niskim poziomie unikania niepewności, niskim dystansem władzy i wysokim poziomie indywidualizmu. Nie udowodniono natomiast pozytywnego wpływu kultury „męskiej”. Badanie z 2014r. nie stwierdziło zależności statystycznej pomiędzy dostępnością funduszy VC, a cechami kultur jak wewnątrzsterowność, nastawienie protransakcyjne czy niskie znaczenie kontekstu w komunikacji. Jedynie kultury przyzwalające i monochromatyczne wykazują słabe oddziaływanie na istnienie funduszy VC. Wynika z tego, że tylko wysoki indywidualizm wpływa pozytywnie na wielkość rynku *Venture Capital* w Polsce. Nie powinno się jednak dochodzić do wniosku, że to wyłącznie wpływ kultury

⁵⁰ Hońdo T. *Polska to w praktyce ciągle raczej rynek wschodzący niż rozwinięty*, <https://www.parkiet.com/Parkiet-PLUS/309159995-Polska-to-w-praktyce-ciagle-raczej-rynek-wschodzacy-niz-rozwiniety.html>, data dostępu: 27.04.2021

⁵¹ Czerniak J. *Uwarunkowanie kulturowe, a aktywność funduszy Venture Capital*, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, 2014

⁵² Czerniak J., *Wpływ uwarunkowań kulturowych na rozwój rynku funduszy venture capital*, Annales UMCS, t. 46, z. 1. Sectio H, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2012

decyduje o wielkości branży, a raczej kombinacja wszystkich przedstawionych wyżej czynników decyduje o kondycji rynku.

3.3 Akwizycja kapitału

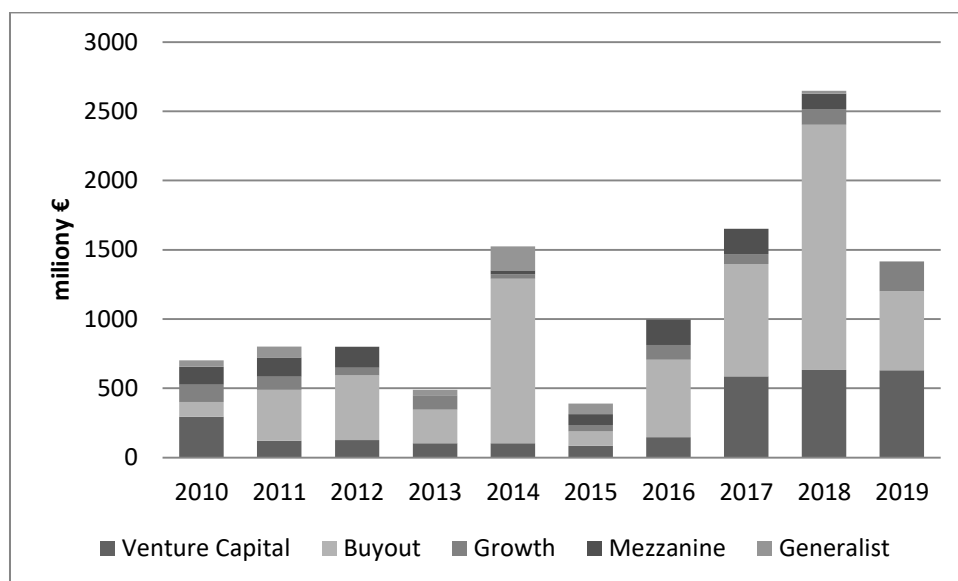
Rozpoczynając analizę branży funduszy *Private Equity* powinno się zacząć od źródła ich finansowania. Niestety *Invest Europe* nie udostępnia oddzielnych danych dla Polski, co nie pozwala na precyzyjne zbadanie dokładnie tego kraju. Pozwala za to w bardziej rzeczywisty sposób odwzorować trendy na całym obszarze Europy Środkowo-Wschodniej ze względu na uwzględnienie działań funduszy i inwestycji regionalnych. Z racji na niedużą wielkość tego regionu, analizowanie danych pojedynczych krajów mogłoby być niemiarodajne i podatne na wahania spowodowane wartościami pojedynczych transakcji. Raporty odoście krajów CEE⁵³ będą odnosiły się do: Bośni i Hercegowiny, Bułgarii, Chorwacji, Czech, Estonii, Węgier, Łotwy, Litwy, Mołdawii, Czarnogóry, Północnej Macedonii, Polski, Rumunii, Serbii, Słowacji, Słowenii i Ukrainy. O populacji w 2019r. wynoszącej 161 milionów ludzi i PKB o wartości 1,7 biliona €. ⁵⁴

Na wykresie 3.1 została przedstawiona wartość zaktywizowanego kapitału funduszy z dokładnym przeznaczeniem ich na inwestowanie w krajach CEE. W latach 2010-2015 widać dosyć stabilną wielkość łącznego zbieranego kapitału (za wyjątkiem 2014r. z ponad 1 mld € zebranych przez fundusze specjalizujących się w wykupach). Od 2016r. widać jednocześnie dwa trendy: znaczne zwiększenie się znaczenia funduszy typu VC i *buyout* co przekłada się na ogólny wzrost zdobywanych środków oraz marginalizacja reszty funduszy; głównie o ogólnym charakterze prowadzenia działalności. Rekordowa ilość zgromadzonego kapitału przypada na rok 2018r. gdzie rekordowo zdołano zebrać ponad 2,5 miliarda €.

⁵³ CEE – Central and Eastern Europe

⁵⁴ Raport *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2019*, s. 4

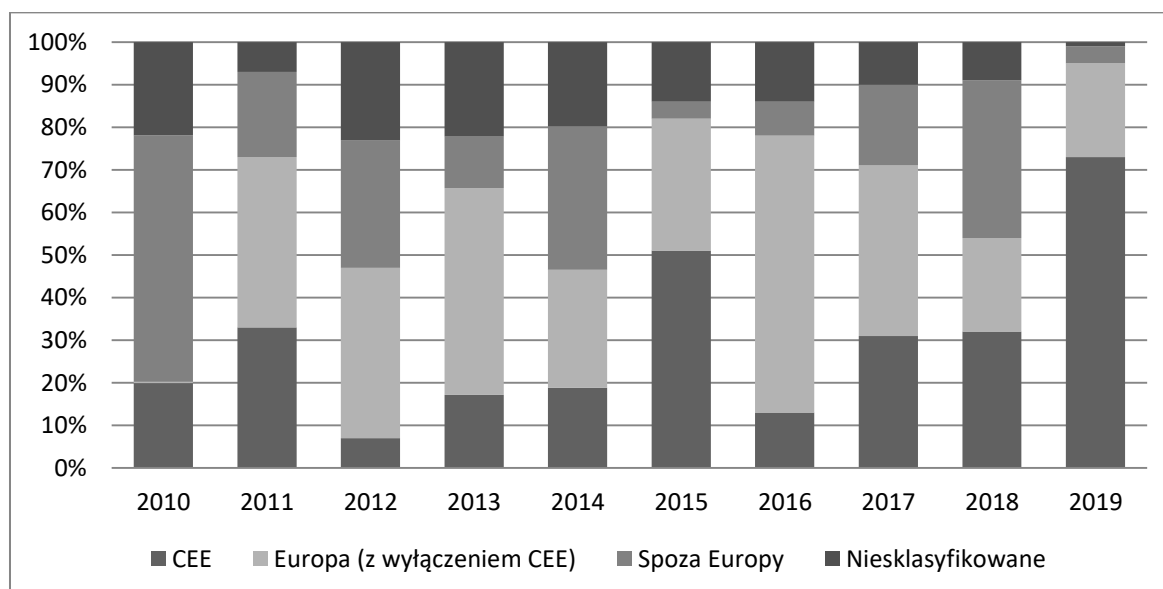
Wykres 3.1 Wielkość zgromadzonego kapitału w krajach CEE w latach 2010-2019



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2019*

Kolejny wykres tj. 3.2 przedstawia geograficzne źródło pozyskanego kapitału. Wciągu 10 ostatnich lat widać tendencję we wzroście zdobywanych środków z wewnątrz CEE, zamiast ze źródeł zewnętrznych. Łącząc to z danymi z wykresu wyżej gdzie w ostatnich latach widać wzrost gromadzonych środków, można ocenić to jako zjawisko pozytywne, gdyż świadczy to o rozwoju regionu i jego samowystarczalności.

Wykres 3.2 Geograficzne źródło pozyskiwanego kapitału krajów CEE w latach 2010-2019

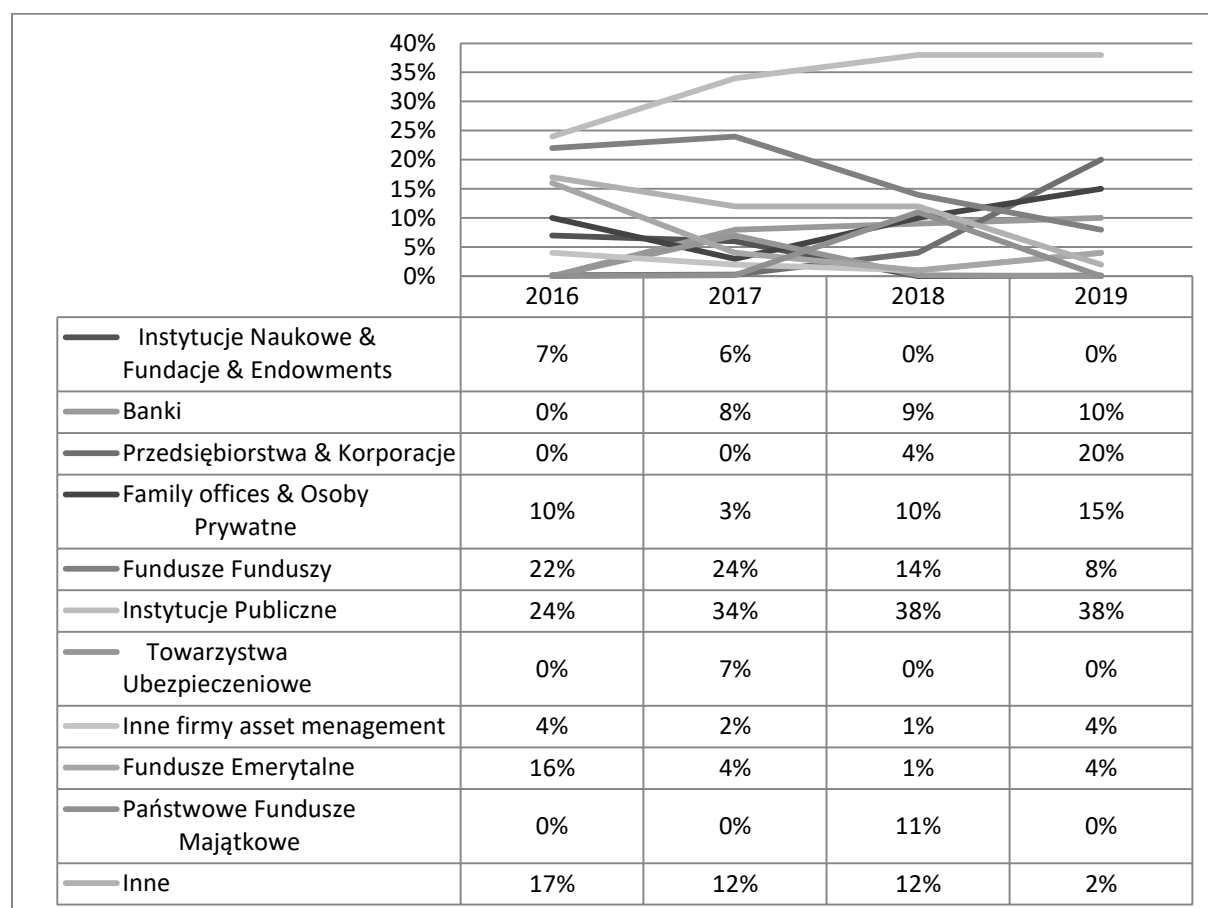


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2010-2019*

W dalszym ciągu, z roku na rok miejsca skąd pozyskiwany jest kapitał potrafią dramatycznie się różnić. Brakuje tu stałych i dużych źródeł finansowania, mogących regularnie uzupełniać zapotrzebowanie na kapitał.

Typy inwestorów, którzy zdecydowali się przeznaczyć swoje środki funduszom *Private Equity* przedstawia wykres 3.3. W czterech ostatnich latach umocniła się pierwsza pozycja instytucji publicznych, gdyż te finansowały PE w roku 2019 w 38%. Jednocześnie zmalał udział *Fund of funds* z 22% w 2016r. do niecałych 8% w 2019r. Innymi ważnymi graczami są banki, osoby prywatne oraz wyjątkowo prywatne przedsiębiorstwa. Te ostatnie mimo niemal znikomego wpływu na gromadzony kapitał w ciągu ostatnich lat, w 2019r. odpowiadały za jego 20% w całej Europie Środkowo-Wschodniej.

Wykres 3.3 Źródło pozyskiwanego kapitału krajów CEE w latach 2016-2019 (Inne zawierają w sobie *Capital markets* i niesklasyfikowane)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2019*

Sektor gromadzonego kapitału w latach 2010-2019 należy ocenić pozytywnie. W ciągu ostatnich lat jego wysokość niemal się podwoiła, co może być skutkiem większe-

go zaangażowania się instytucji publicznych w finansowanie tego sektora. Potwierdza to wyjątkowo duże źródło pochodzenia środków jakim jest ostatnimi latami samo CEE.

3.4 Struktura inwestycji

Podstawowym sposobem na ocenę sytuacji rynkowej branży PE jest badanie wartości przeprowadzanych inwestycji w ciągu roku. Tabela 3.1 przedstawia zarówno wartość jak i ilość dokonanych transakcji w ciągu 10 ostatnich lat dla krajów CEE oraz Polski. Najważniejszym trendem zdecydowanie było zmniejszanie się wartości inwestycji w latach 2010-2013 dla CEE oraz 2010-2014 dla Polski. W tych latach na polskim rynku mimo, że przeprowadzano wartościowo prawie połowę to ilościowa ilość transakcji wahała się w okolicach 1/4 bądź 1/3. Można z tego wywnioskować, że średnio dokonywane transakcje musiałyby wtedy być droższe niż reszta Europy Środkowo-Wschodniej. Od 2014-2015r. widać z kolei odwrotny trend. Liczba i ilość transakcji w całym CEE zaczyna gwałtownie się rozwijać, w tym m. in. w Polsce. W 2017r. dzięki rekordowej aktywności, osiągnięto zarówno szczyt w obydwu badanych miejscach. Natomiast pokłosem słabszych wyników w 2019r. może być echo przestoju branży 5 lat wcześniej, gdzie zazwyczaj tyle trwają pojedyncze inwestycje w PE.

Tabela 3.1 Wartość i ilość przeprowadzanych inwestycji w latach 2010-2019 w krajach CEE oraz w Polsce w milionach €

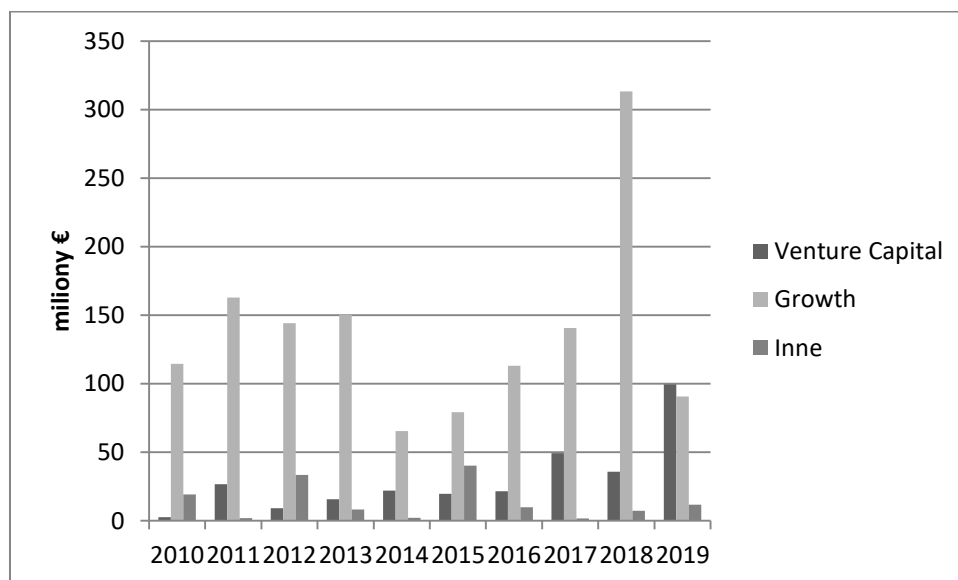
Wartość inwestycji (w mln €)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Polska	653	678	473	380	251	887	805	2505	879	585
CEE	1413	1279	1031	877	1475	1700	1703	3532	2762	2950
Ilość inwestycji										
Polska	45	55	74	89	78	105	84	61	71	82
CEE	166	195	226	241	309	312	341	257	421	464

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2010-2019*

Wykres 3.4 oraz 3.5 przedstawiają wartość przeprowadzanych inwestycji z uwzględnieniem wszystkich głównych etapów rozwojów przedsiębiorstw jakimi są zainteresowane fundusze. Wykres 3.5 odpowiada w szczególności za wykupy, ze względu na wysoką ich wartość i czytelność danych. Nawet w najsłabszych latach wartość *buyouts* przekracza łączną sumę pozostałych transakcji. Pozytywnie należy ocenić stały wzrost wartości zbiorczej kategorii *Venture Capital* - w 2019r. osiągnęła niemal 100 milionów €. Dodatkowo za wysokie łączne wyniki branży odpowiadają kolejno rekordy wykupów w 2017r oraz re-

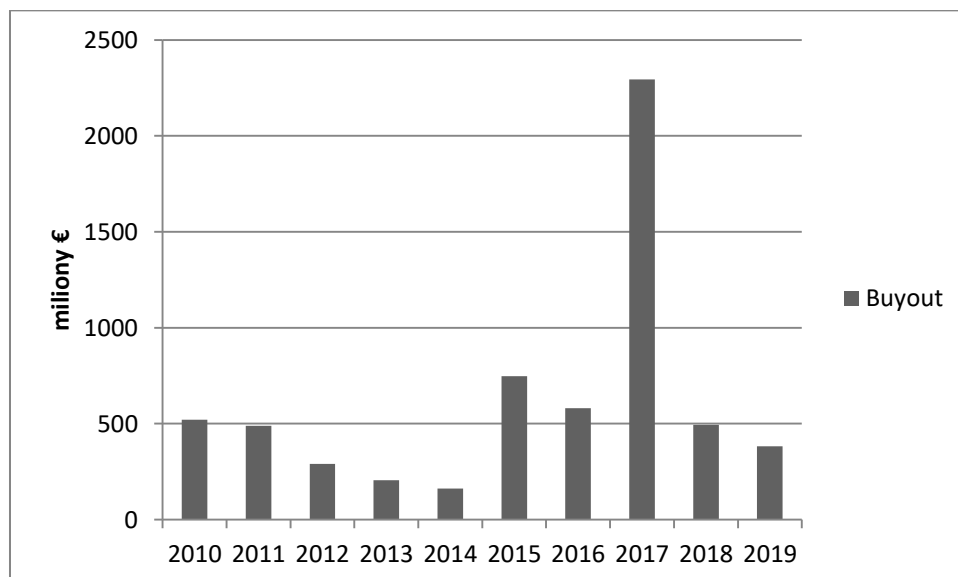
kordy *growth* w 2018r. Wyniki te nie powtórzyły się w kolejnych latach, a nawet były mniejsze niż lata poprzednie, co trzeba ocenić jako tymczasowe przegrzanie się branży mimo doskonałych wyników akwizycji kapitału w ostatnich latach.

Wykres 3.4 Wartość przeprowadzonych inwestycji w Polsce w latach 2010-2019 z dokładnym uwzględnieniem etapu inwestycji w milionach € (pomijając wykupy)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2010-2019*

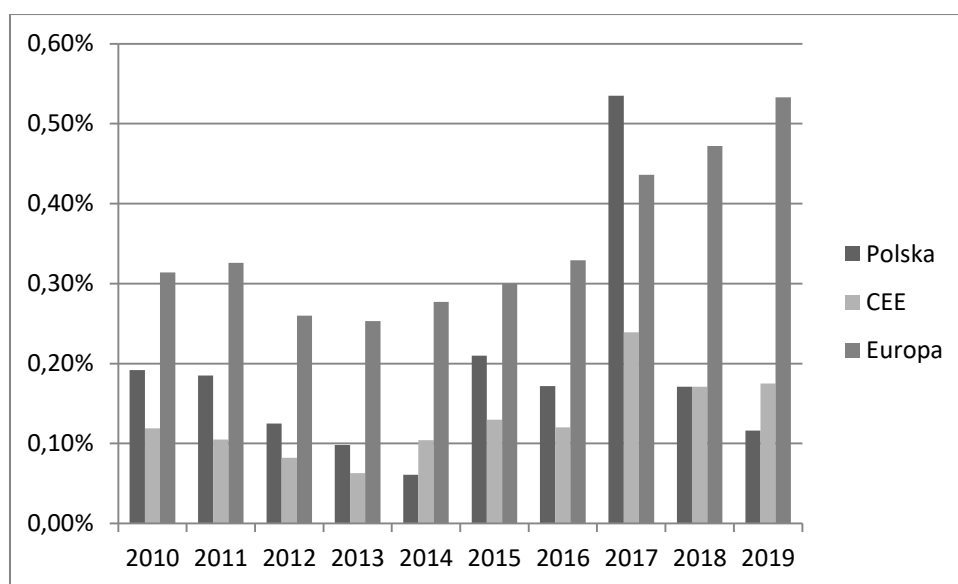
Wykres 3.5 Wartość wykupów w Polsce w latach 2010-2019 w milionach €



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2010-2019*

Na wykresie 3.6 przedstawiono zależność pomiędzy wartością inwestycji PE, a odpowiednio PKB omawianych obszarów. Porównując wszystkie obszary na pierwszy rzut oka widać różnicę pomiędzy Europą, a CEE i w tym Polską. Inwestycje PE stanowią minimalnie 0,10 punktu procentowego więcej na terenie całego kontynentu niż w jej części Środkowo-Wschodniej, a nawet w latach 2017-2019 ta różnica pogłębiła się nawet do 0,30%. Dodatkowo w ostatnich 10 latach charakteryzują się stałym i znaczącym wzrostem. W 2013-2014r. wszystkie rynki osiągnęły swoje minimum, od którego nastąpił już wzrost. Warto jeszcze zaznaczyć, że niemal we wszystkich latach (pomijając rok 2019) polskie inwestycje stanowiły większy % PKB niż reszta regionu, do którego należy geograficznie.

Wykres 3.6 Inwestycje PE jako % PKB dla Europy, państw CEE i Polski



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2010-2019*

Podsumowując wielkość badanych inwestycji typu *Private Equity* w ostatnich latach powinno się przede wszystkim zauważyć wyraźny dołek w latach 2013-2014 będący pokłosiem kryzysu finansowego z roku 2007/08. Porównując dane pomiędzy Polską, a całością CEE można zauważyć jednocześnie jednoroczne opóźnienie pomiędzy badanymi wartościami tj. wspomniana wyżej niska aktywność w CEE osiągnęła minimum w 2013r. gdzie Polska dopiero w 2014r. Zjawisko te wskazuje na pewną niejednorodność całego regionu, gdzie dane trendy mogą oddziaływać po upływie jakiegoś czasu. Niesie to ze sobą pozytywne jak i negatywne skutki jak np. ochrona przed nagłymi zawirowaniami rynku jak i ogólnie większa wrażliwość.

3.5 Struktura dezinwestycji

Wartość jak i liczba przeprowadzonych dezinwestycji w latach 2010-2019 przedstawia tabela 3.2. Na początku nowego dziesięciolecia widać kończącą się erę corocznej sumy dezinwestycji oscylującej w granicy 400 mln €, która trwała przez poprzednie 10 lat. Zarówno w Polsce jak i Europie zanotowano stosunkowo niską aktywność w sferze dezinwestycji – była to kwota w Polsce wynosząca poniżej 100 milionów € w roku 2010 jak i w roku 2012. W następnych latach dokonano jednak gwałtownego wstrząsu rynkiem, całkowita odzyskiwana kwota podwoiła się. Łączy się to jednocześnie z ilościowym podwojeniem inwestycji. W 2015r. zarejestrowaną rekordową wartość dezinwestycji w obydwu regionach.

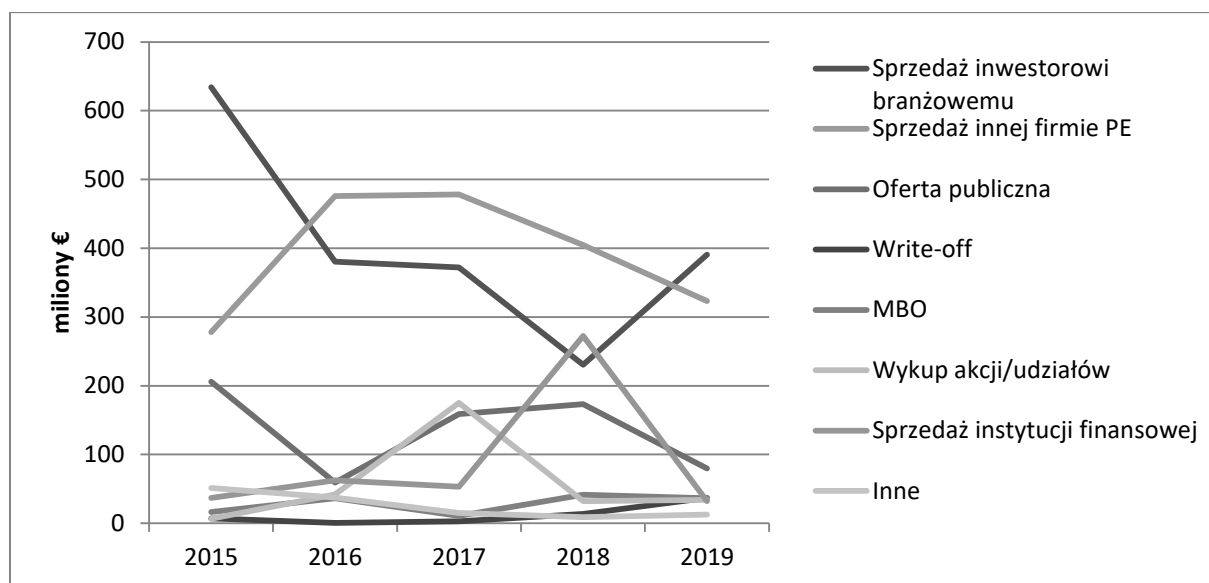
Tabela 3.2 Wartość i liczba przeprowadzanych dezinwestycji w latach 2010-2019 w krajach CEE oraz w Polsce w milionach €

Wartość dezinwestycji (w mln €)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Polska	77	180	53	285	530	800	374	549	575	349
CEE	353	1734	1093	973	1306	1335	1120	1195	1177	946
Ilość dezinwestycji										
Polska	16	24	21	36	35	44	29	37	43	37
CEE	50	69	65	90	74	97	115	98	146	104

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2010-2019*

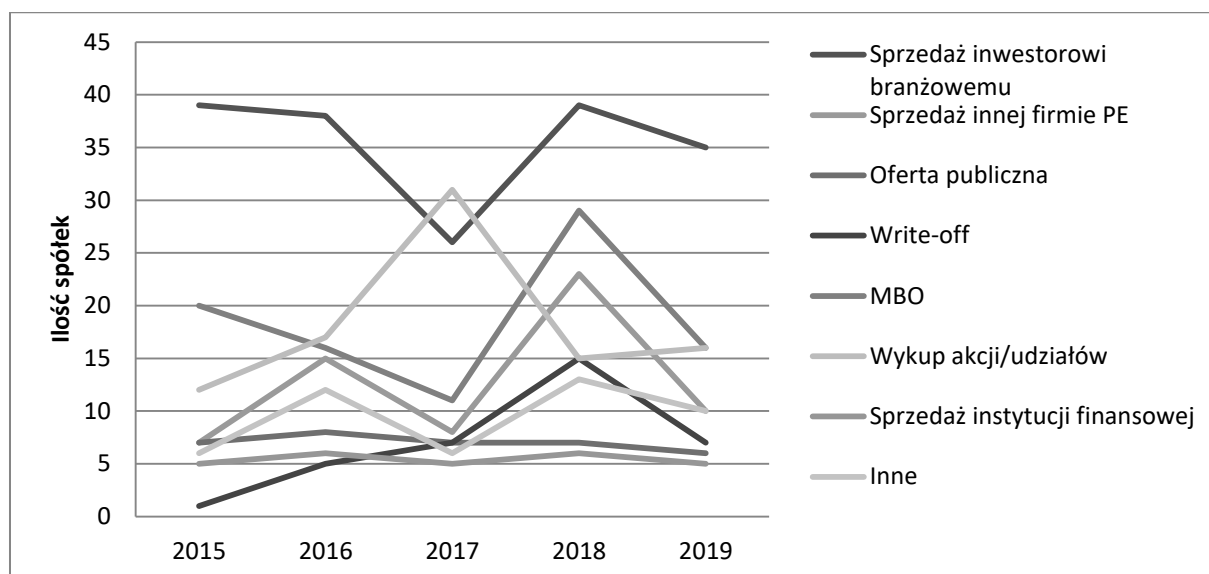
Kolejne wykresy 3.7 oraz 3.8 przedstawiają wartość oraz ilość dezinwestycji z uwzględnieniem sposobu jej przeprowadzenia. Z powodu dosyć niskiej liczby w ciągu roku inwestycji jak i braku danych udostępnianych przez *Invest Europe* analizowane będą dane z całej Europy Środkowo-Wschodniej. W ciągu badanego okresu najpopularniejszą metodą odzyskania środków pozostaje sprzedaż przedsięwzięcia innemu inwestorowi związanemu z branżą oraz sprzedaż innej firmie zarządzającej *Private Equity*. Najbardziej pożądana forma dezinwestycji tj. oferta publiczna nie przekracza rocznie 200 milionów złotych albo 10 spółek w skali całego regionu. Znacznie powszechniejsze były odkupywania akcji bądź wykupy przez menadżerów, nawet jeśli nie generowały dużych obrotów pieniędzmi. Podobnie rzadko stosowanymi metody dezinwestycji jest likwidacja spółki (*write-off*) bądź odsprzedaż jej innej instytucji finansowej.

Wykres 3.7 Wartość dezinwestycji w CEE z uwzględnieniem sposobu jej przeprowadzenia w latach 2015-2019



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2015-2019*

Wykres 3.8 Ilość dezinwestycji w CEE z uwzględnieniem sposobu jej przeprowadzenia w latach 2015-2019

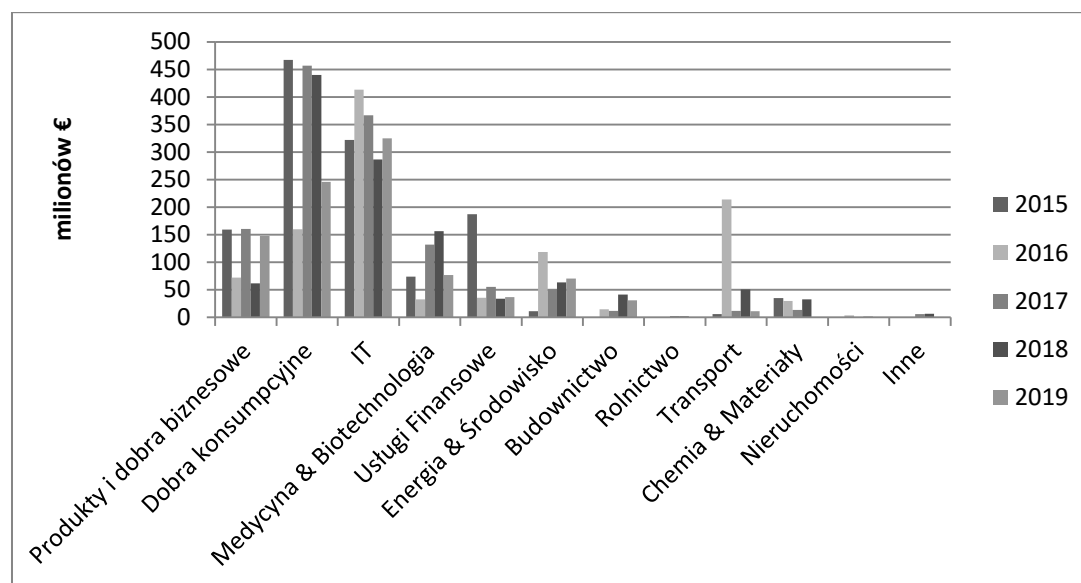


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2015-2019*

Wykresy 3.9 oraz 3.10 przedstawiają kolejno wartość oraz ilość procesów dezinwestycji z uwzględnieniem branży jakiej dotyczyły w krajach CEE w latach 2015-2019. Najbardziej prominentnymi gałęziami gospodarki pod względem wartości jest sektor IT oraz dóbr konsumpcyjnych. Zaraz po nich uplasowały się dobra i usługi biznesowe oraz medycyna

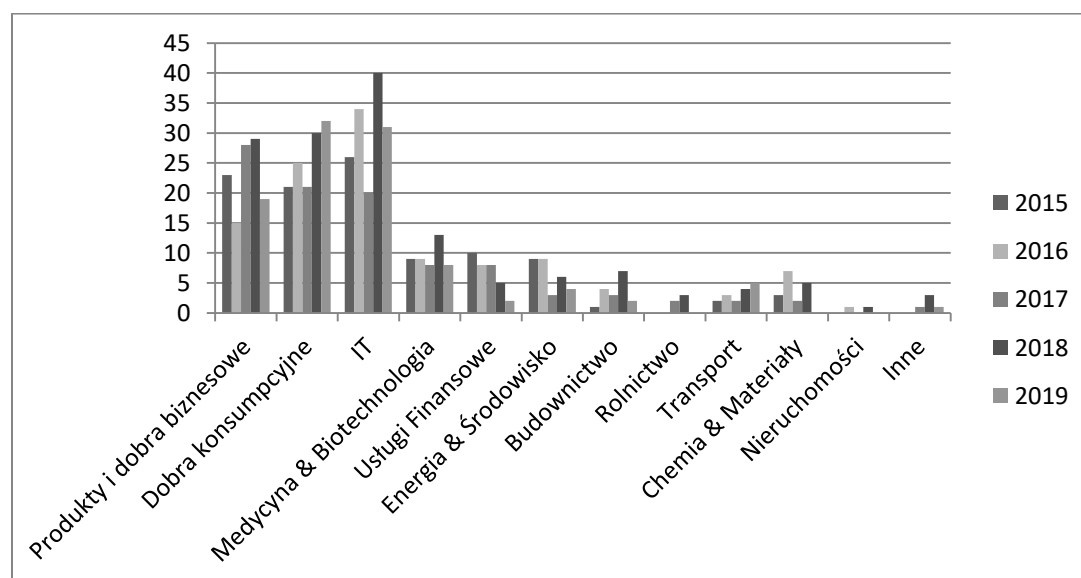
z biotechnologią. Patrząc z perspektywy ilości dezinwestycji, pomiędzy branżą IT, dóbr konsumpcyjnych i produktów przeznaczonych dla przedsiębiorstw nie ma dużej różnicy. Wszystkie 3 kategorie oscylują w granicach 20-30 dezinwestycji na rok, gdzie reszta nie przekracza 10. Stosunkowo wysoka liczba dezinwestycji związana z produktami branżowymi nie przekłada się na całkowitą wartość przeprowadzanych dezinwestycji.

Wykres 3.9 Wartość dezinwestycji w CEE z uwzględnieniem branży w latach 2015-2019



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2015-2019*

Wykres 3.10 Ilość dezinwestycji w CEE z uwzględnieniem branży w latach 2015-2019



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2015-2019*

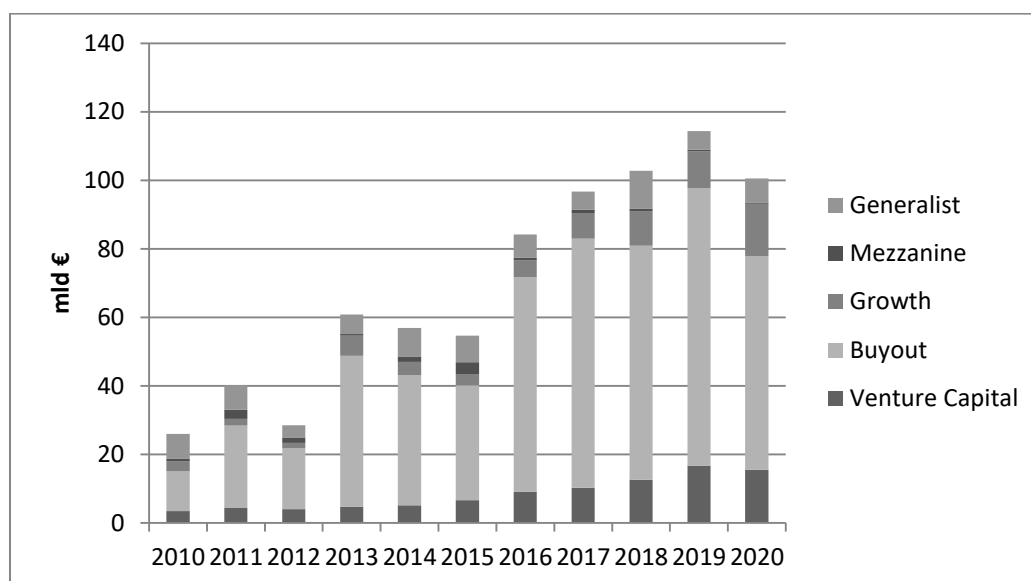
Podsumowując powyższy podrozdział należy zwrócić uwagę na ogólną stałą wartość, mimo niemal podwojenia liczby przeprowadzanych inwestycji w ostatnich dziesięciu latach. Świadczy to o stosunkowo niższych cenach przeprowadzanych transakcji. Prawdopodobnie w najbliższych latach zmieni się to na plus, biorąc pod uwagę obecną wielkość prowadzenia inwestycji. Jednocześnie wciąż popularnym kierunkiem wspieraniem kapitałem wydają się nowoczesne branże z dużym miejscem na ulepszenia i innowacje. Tymi branżami są m. in. IT, ale też produkcja dóbr i usług konsumenckich oraz te biznesowe. Zauważalnie mniejsze zainteresowanie jest skierowane na rozwój bardziej tradycyjnych gałęzi gospodarki jak medycyna, biotechnologia, transport, budownictwo, chemia, produkcja energii. Najpopularniejszym sposobem na zbycie inwestycji przez fundusz PE pozostaje sprzedaż spółki bezpośrednio zainteresowanym inwestorom z tej samej branży. W przypadku braku zainteresowania odkupienia inwestycji przez inne instytucje finansowe jest to najprawdopodobniej najskuteczniejsza metoda dezinwestycji.

4. Analiza rynku *Private Equity* w Europie

4.1 Akwizycja kapitału

W celu zwiększenia efektywności działania funduszy inwestycyjnych te mogą zdecydować się na specjalizację. Może to być zarówno działanie w konkretnej branży, której ma się większe zrozumienie poprzez zatrudnianie specjalistów albo finansowanie spółek, będących na konkretnym etapie tworzenia działalności. Wykres 4.1 pokazuje zaktywizowany kapitał przez fundusze PE z uwzględnieniem docelowego terenu działalności. Ogromną większość środków pieniężnych gromadzą fundusze wyspecjalizowane w wykupach innych spółek. Przyczyną do tego są historycznie największe ceny wymagane do zakupu pakietów większościowych rozwiniętych już przedsiębiorstw. W latach 2010-2019 wartość pozyskiwanego kapitału wzrosła z nieco ponad 25 mld € do 114 mld € w 2019r. Pozwoliło to tym samym przebić dotychczasowe maksimum z 2008r. sprzed kryzysu finansowego. Dodatkowo warto zaznaczyć, że wzrosty dotyczyły niemal wszystkich kategorii, choć to zmiany w funduszach zajmujących się wykupami mają największą zdolność do wzrostów. Rok 2020 przyniósł ostudzenie działu akwizycji kapitału – całkowita wartość zgromadzonego kapitału wyniosła nieco 100 mld €.

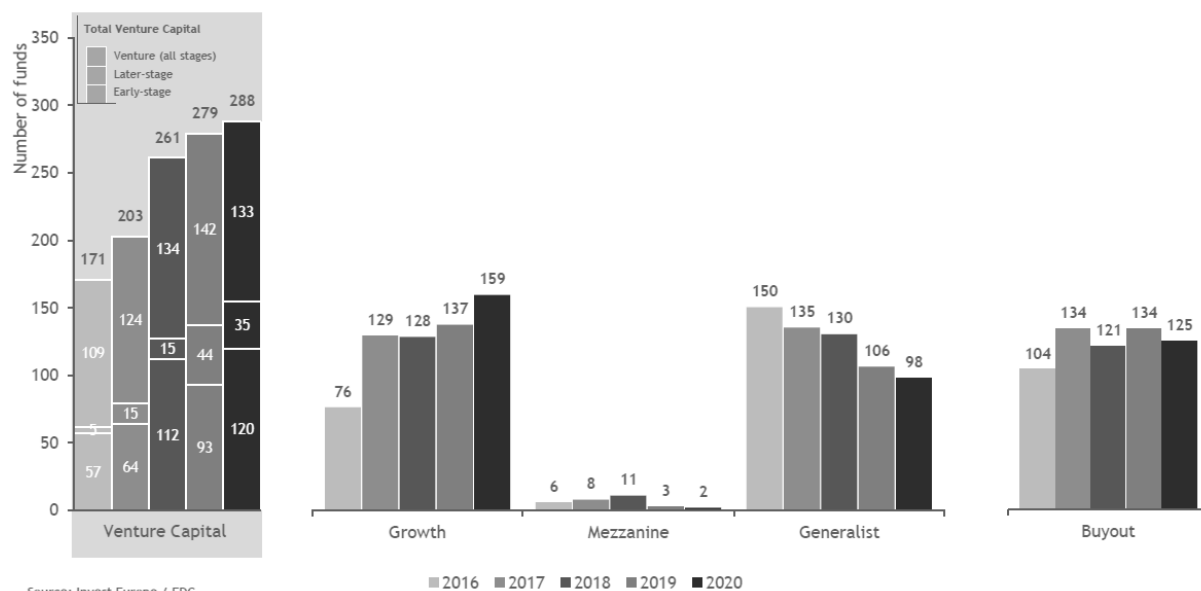
Wykres 4.1 Wielkość zgromadzonego kapitału przez fundusze PE w Europie w latach 2010-2020 skoncentrowanych na danym etapie inwestycji



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu *Investing in Europe: Private Equity activity 2020*

Liczba działających funduszy, które osiągnęły jeden z ich etapów działalności przedstawia wykres 4.2. Widać tu pozytywny trend w ilości działających funduszy. W ciągu ostatnich 5 lat - liczba funduszy skierowanych na działalność VC powiększyła się o ponad 100, a funduszy wzrostów podwoiła się. Liczba funduszy specjalizujących się w wykupach w ostatnich latach utrzymuje się na podobnym poziomie. W przeciwieństwie do nich coraz mniej utrzymuje się funduszy ogólnych, których liczba w ciągu 5 lat zmalała o połowę. Co ciekawe mimo wciąż znacznej ilościowej aktywności, to wartościowo zajmują tylko ułamek rynku. Fundusze hybrydowe stanowią najmniejszą frakcję oraz zajmują marginalną rolę.

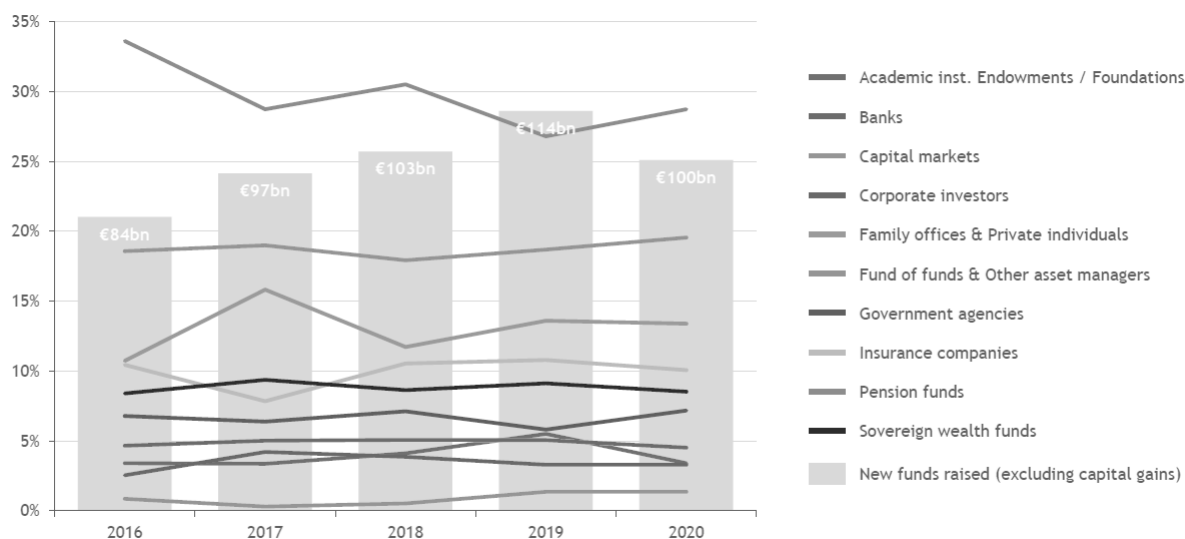
Wykres 4.2 Liczba funduszy, które zdołały osiągnąć pierwsze, środkowe lub ostatnie zamknięcie funduszu w latach 2016-2020 z uwzględnieniem ich specjalizacji



Źródło: raport *Investing in Europe: Private Equity activity 2020*

Wykres 4.3 przedstawia wielkość zgromadzonych środków w latach 2016-2020 z uwzględnieniem źródeł pozyskania kapitału. Najpopularniejszym źródłem w ciągu całego tego okresu są fundusze emerytalne stanowiące mniej więcej jedną trzecią całych zgromadzonych funduszy, osiągające przewagę nad *fund of funds* o nawet 10 punktów procentowych. Pozostałe źródła jak osoby indywidualne, towarzystwa ubezpieczeniowe czy państwowe fundusze majątkowe oscylują w granicy 10%. Różnice w ostatnich latach nie są znaczne, co świadczy o dosyć stabilnych źródłach finansowania i dojrzałości rynku. W przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych, fundusze instytutów naukowych nie stanowią większego źródła finansowania.

Wykres 4.3 Procentowa wielkość zgromadzonych środków przez fundusze z podziałem na typy inwestorów w latach 2016-2020



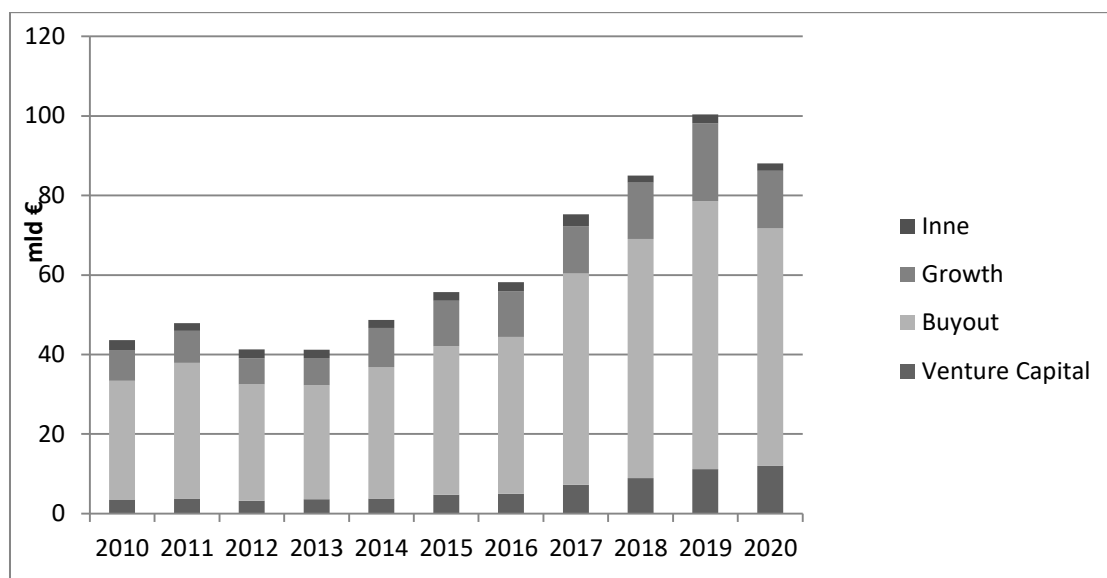
Źródło: raport *Investing in Europe: Private Equity activity 2020*

Analizując dostępne dane akwizycji kapitału z ostatnich lat można dojść do wniosku, że do tej pory sektor stabilnie się rozwijał i nie widać jeszcze skutków ogólnoświatowego zamknięcia gospodarki. Obserwowane zmiany leżą w granicy losowych odchyleń od pewnego stałego wzrostowego trendu. Można zauważyć duży skok w wielkości prowadzonych wykupów pomiędzy rokiem 2015 a 2016, który utrzymał się przez następne lata co przełożyło się na ogólną wielkość akwizycji kapitału.

4.2 Struktura inwestycji

Działalność funduszy inwestycyjnych typu *Private Equity* opiera się głównie na cykliczności. Oznacza to tyle, że sektor PE potrafi się dynamicznie rozwijać, aż do czasu kryzysu, który spowoduje zastój przez najbliższe kilka lat. Wykres 4.4 przedstawia wielkość przeprowadzonych inwestycji w latach 2010-2020. Gwałtowny rozwój w latach 2013-2019 należy ocenić bardzo pozytywnie, lecz na efekty tych działań trzeba będzie poczekać dopiero na koniec cyklu inwestycyjnego. Mimo, że to wartość wykupów decyduje o kształcie całego roku warto zauważyć istotny rozwój Venture Capital, który w ciągu 5 lat od 2015r. zdołał podwoić wartość inwestowanych środków.

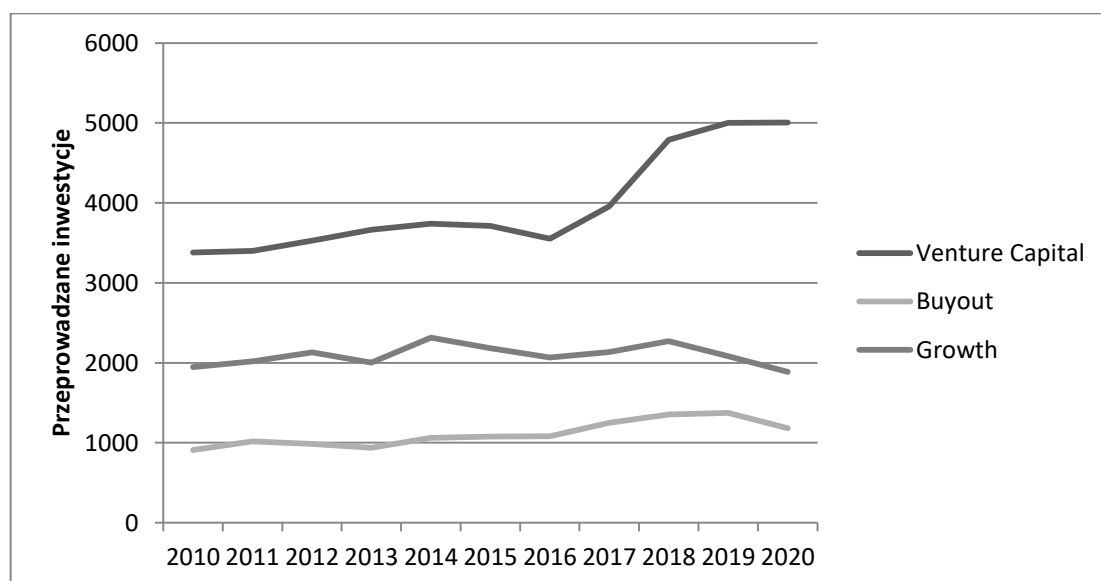
Wykres 4.4 Wartość przeprowadzonych inwestycji na rynku europejskim w latach 2010-2020 z uwzględnieniem etapu inwestycji w mld €



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu *Investing in Europe: Private Equity activity 2020*

Oceniając łączną wartość inwestycji warto spojrzeć na przeprowadzoną ich liczbę. Może ona nam powiedzieć o charakterze zmian w branży. Dane z wykresu 4.5 informują o lekkiej wzrostowej tendencji w ilości przeprowadzanych wykupów, lecz nie tłumaczy to aż tak wysokich wzrostów sumy ich wartości. Oznacza to, możliwy wzrost przeciętnej wielkości transakcji wykupu.

Wykres 4.5 Liczba przeprowadzonych inwestycji na rynku europejskim w latach 2010-2020 z podziałem na etap inwestycji

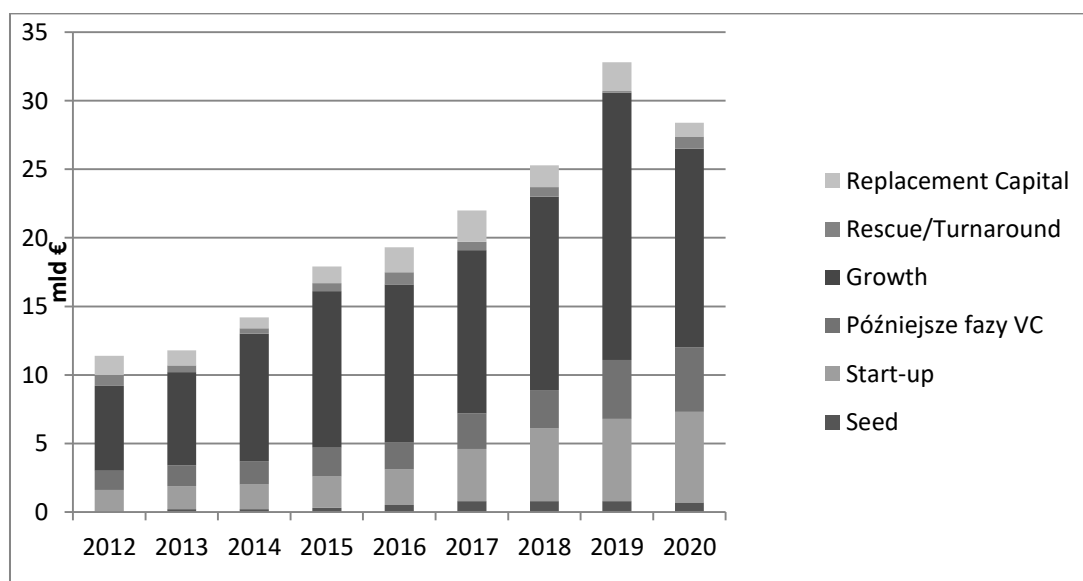


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu *Investing in Europe: Private Equity activity 2020*

Z drugiej strony widoczny wzrost inwestycji pod łączną kategorią Venture Capital idzie wraz ze wzrostem łącznej wartości. Od 2016r. rocznie dokonywano ponad 1500 więcej transakcji związanych z VC. Można wywnioskować, że inwestycje w VC posiadają górny limit wartości inwestycji, na które to fundusze są w stanie przeznaczyć kapitał. To wolumen transakcji będzie wtedy wyznacznikiem ogólnego wzrostu wartości inwestycji.

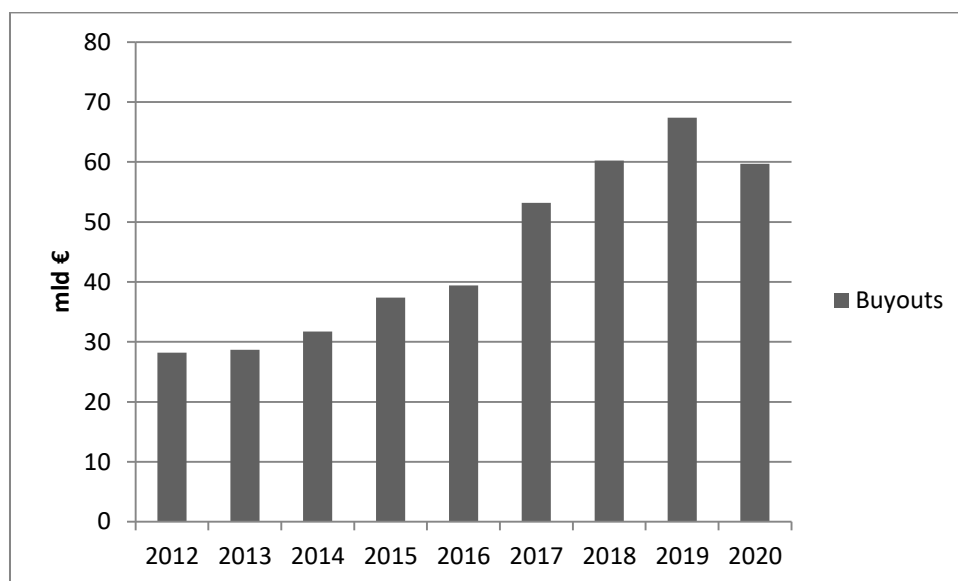
Wykresy 4.6 i 4.7 pozwalają na dokładniejsze przedstawienie struktury przeprowadzanych inwestycji, w jakie fundusze decyduje się zaangażować. W latach 2012-2019 wartość wykupów zwiększyła się z 28 mld € do 64 mld €, podwajając tym samym swoją wartość. Wśród etapów *Venture Capital* to faza *start-up* ma największy wpływ i największą dynamikę wzrostu. Pomijając fazę wzrostu i późniejszych etapów VC, pozostałe typy inwestycji stanowią marginalną część inwestycji.

Wykres 4.6 Wartość przeprowadzonych inwestycji na rynku europejskim w latach 2012-2020 z dokładnym uwzględnieniem etapu inwestycji w mld € (pomijając wykupy)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów *Investing in Europe: Private Equity activity* 2016-2020

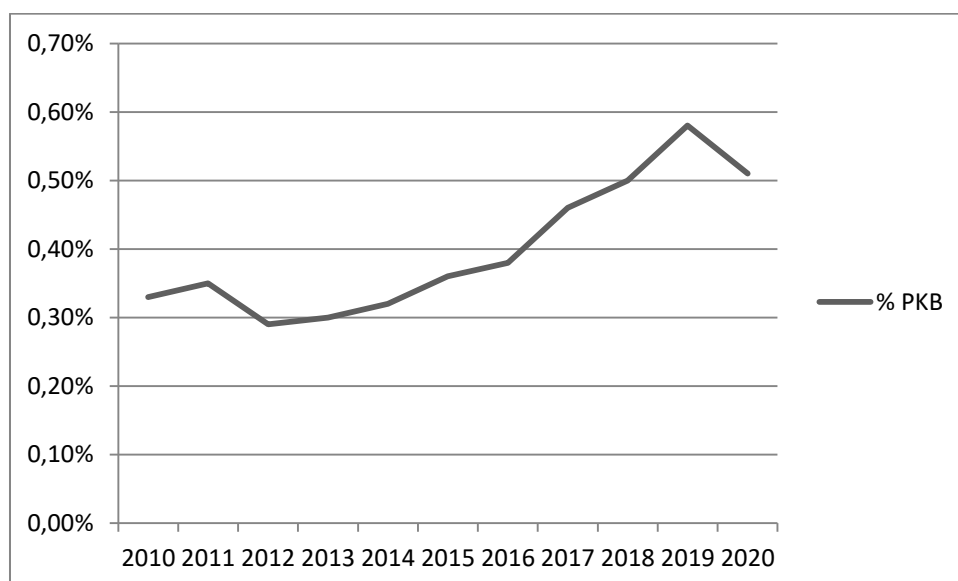
Wykres 4.7 Wartość wykupów na rynku europejskim w latach 2012-2020 w mld €



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów *Investing in Europe: Private Equity activity 2016-2020*

Wykres 4.8 przedstawia stosunek pomiędzy wartością przeprowadzanych inwestycji, a łącznym PKB wytworzonym przez Europę. W ciągu 10 lat wskaźnik ten wzrósł z około 0,3% do ponad 0,5%. Trzeba ocenić to pozytywnie, gdyż oznacza to, że dynamika rozwoju PE jest większa od dynamiki rozwoju PKB i stanowią one przez to coraz większą część produktu krajowego brutto.

Wykres 4.8 Wartość inwestycji *Private Equity* jako % PKB całej Europy w latach 2010-2020



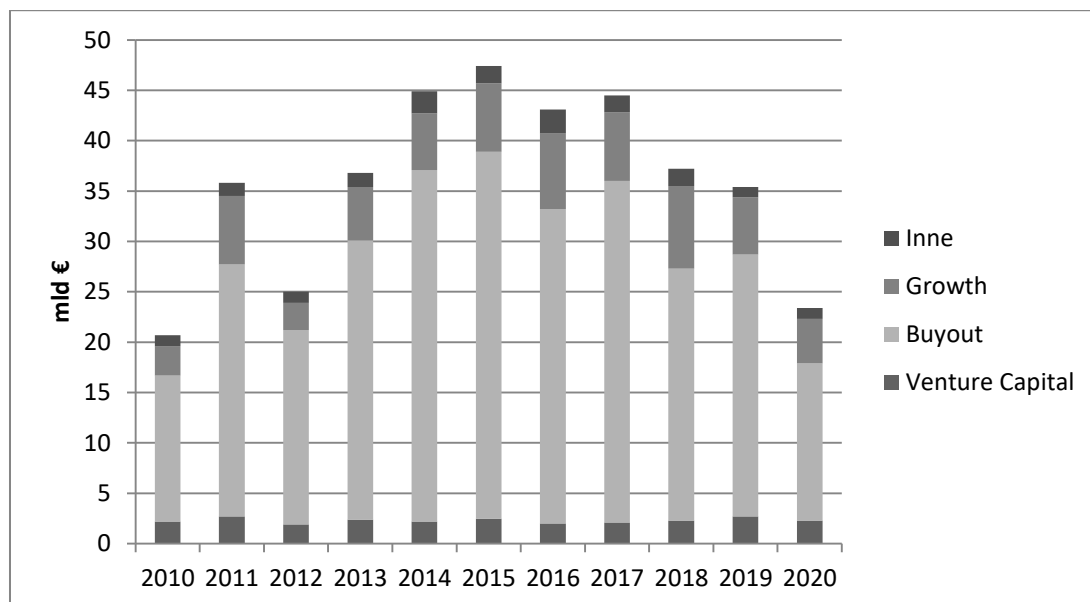
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu *Investing in Europe: Private Equity activity 2020*

Warto zaznaczyć, że tym samym w 2019r. przebito rekordowy pułap z 2007r. tuż przed kryzysem finansowym tj. 0.57%.⁵⁵ Podobnie jak reszta danych z 2020r. nastąpiło niewielkie pogorszenie w stosunku wartości inwestycji do PKB. Mimo to ostatnią dekadę należy ocenić pozytywnie – zwiększyła się średnia wartość wykupów utrzymując jednocześnie ich liczbę oraz zwiększyła się o ponad 50% ilość inwestycji skupionych na *Venture Capital*. Przełożyło się to bezpośrednio na wzrost wskaźnika inwestycji wobec produktu krajowego brutto całej Europy.

4.3 Struktura dezinwestycji

Ostatnim etapem procesu inwestycyjnego jest przeprowadzenie dezinwestycji – nie tylko odzyskania związanego z inwestycją kapitału jak i nawiązką za wystawieniem siebie na działanie ryzyka. Na wykresie 4.9 można zaobserwować trend trwający do 2015r. w postaci zwiększania się ogólnej wartości dezinwestycji. Jednakże w kolejnych latach nastąpił spory spadek – w 2019r. można mówić o spadku na poziomie -30% w porównaniu do maksimum z 2015r. Biorąc pod uwagę czas trwania inwestycji funduszy PE tj. około 5-7 lat,

Wykres 4.9 Wartość dezinwestycji na rynku europejskim w latach 2010-2020 z podziałem na etap inwestycji w mld €



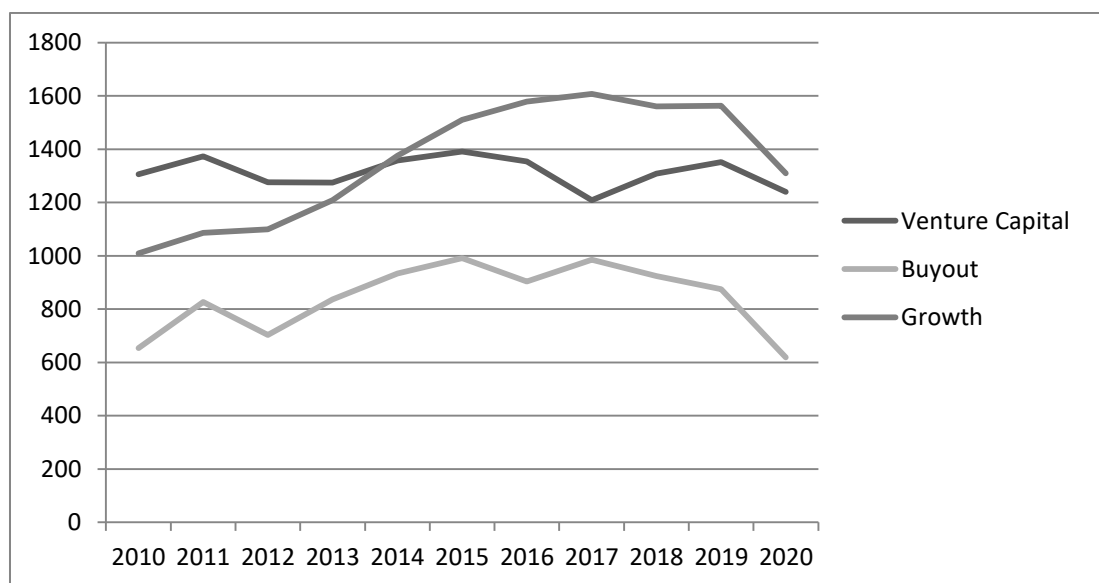
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu *Investing in Europe: Private Equity activity 2020*

⁵⁵ Raport *Investing in Europe: Private Equity activity 2019*, s. 49

można przypuścić, że na dezinwestycje w 2019r. mocno wpływa niska wartość inwestowanego kapitału w roku 2012r. Był to ówczesny efekt kryzysu finansowego z roku 2007. Warto również zaznaczyć, że o wyniku konkretnego roku decydują głównie wielkość wykupów. To one odpowiadają w trzech czwartych za całą wartość dezinwestycji w ciągu całego roku. W 2020r. każda z pozycji na wykresie uległa obniżeniu – to na tym etapie inwestowania najszybciej widać jakieś perturbacje na rynku, czego nie ominęło również *Private Equity*.

Na wykresie 4.10 zostało przedstawione ilościowe zestawienie inwestycji z podziałem na fazę rozwoju przedsiębiorstwa, w które zainwestowano. Porównując go z wykresem 4.9 można dojść do wniosku, że zarówno inwestycje w fazie zbiorczej *Venture Capital* jak i fazie wzrostu (*buyout*) stanowią niewielką część wartości wszystkich dezinwestycji, lecz ilościowo przewyższają wykupy. Warto zauważyć wyraźny wzrost liczby końca inwestycji w fazie wzrostu w ostatnich latach oraz stanowczy ogólny spadek transakcji w roku 2020.

Wykres 4.10 Liczba dezinwestycji na rynku europejskim w latach 2010-2020 z podziałem na etap inwestycji

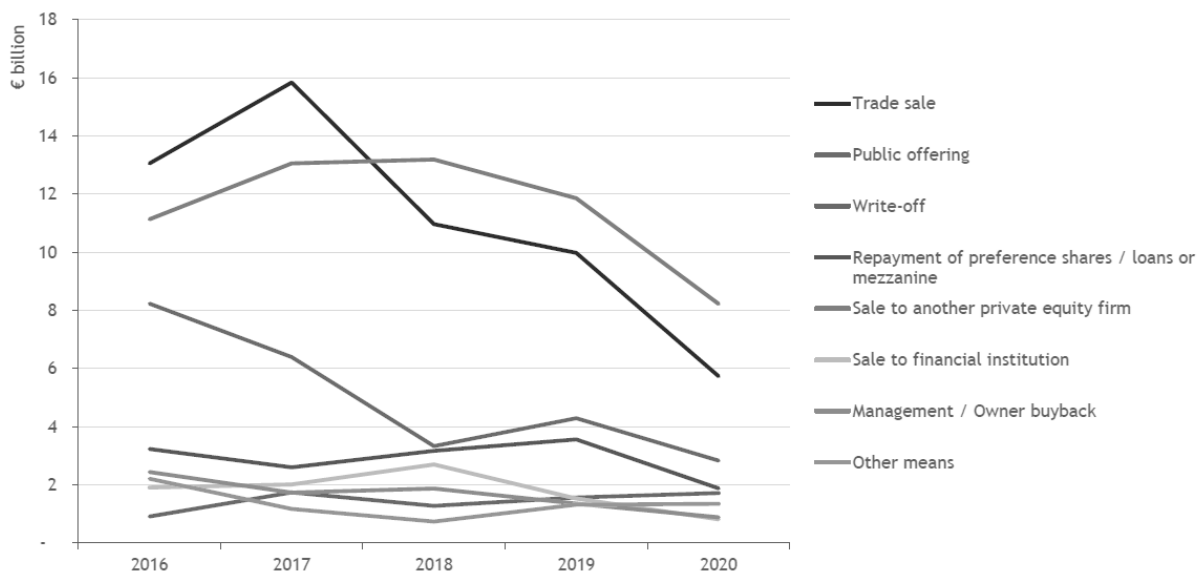


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu *Investing in Europe: Private Equity activity 2020*

Wykres 4.11 dzieli przeprowadzane dezinwestycje na dostępne sposoby wyjścia z inwestycji. Najpopularniejszymi metodami przeprowadzania transakcji była spółki sprzedaż partnerowi biznesowemu bądź innemu funduszowi zajmującym się *Private Equity*. Zgodnie z danymi, każdy ze sposobów dezinwestycji od 2015r. systematycznie maleje, co pokrywa się z danymi już prezentowanymi na wykresie 4.9. Dotyczy to jednak głównie dwóch najpopu-

larniejszych metod dezinwestycji, wartość sprzedaży inwestorom branżowych spadła o 10 miliardów € w ciągu 3 lat, a sprzedaż innym inwestorom PE spadła o 4 mld € w ostatnich dwóch latach.

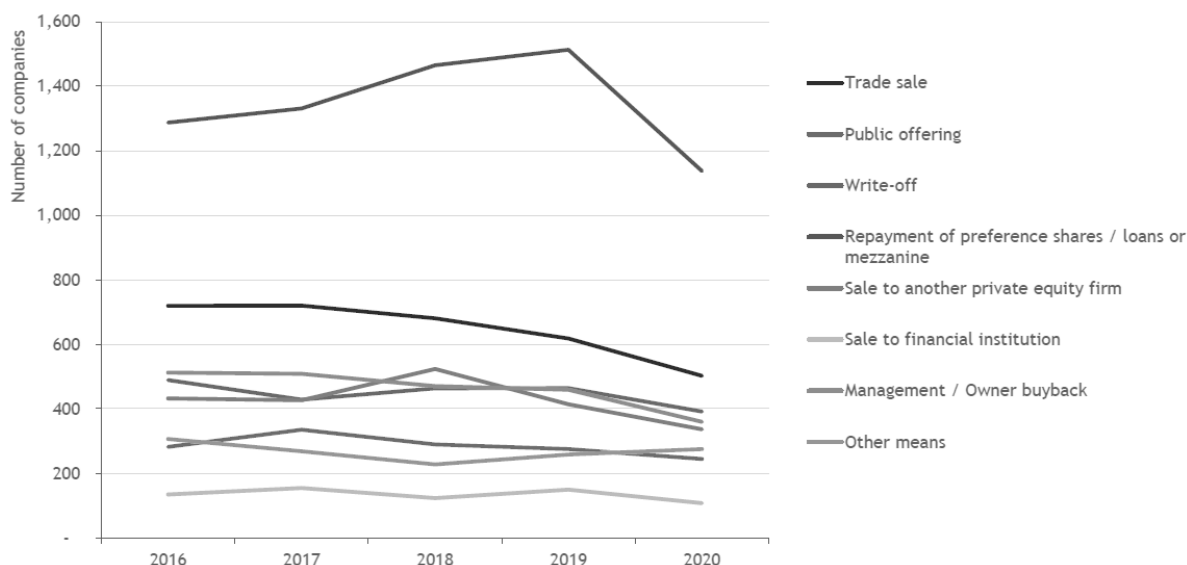
Wykres 4.11 Wartość dezinwestycji na rynku europejskim w latach 2016-2020 z uwzględnieniem sposobu dezinwestycji



Źródło: raport *Investing in Europe: Private Equity activity 2020*

Wykres 4.12 obrazuje liczbę firm w których przeprowadzana jest dezinwestycja oraz sposób jej dokonywania. Dominującą metodą od kilku lat pozostaje odkupowanie akcji uprzywilejowanych i pożyczek nawet pomimo spadków w 2020r. Reszta metod jest stanowczo mniej popularna, lecz wynika to prawdopodobnie z wielkości konkretnych transakcji. Przy znaczących operacjach dochodzi zazwyczaj do bardziej korzystnych metod dezinwestycji, które bardziej zadawałaby inwestorów. Popularność odkupowania akcji można ocenić jako zjawisko negatywne, gdyż ten sposób wyjścia ze spółki oznacza zazwyczaj mniejszą niż zakładano stopę zwrotu.

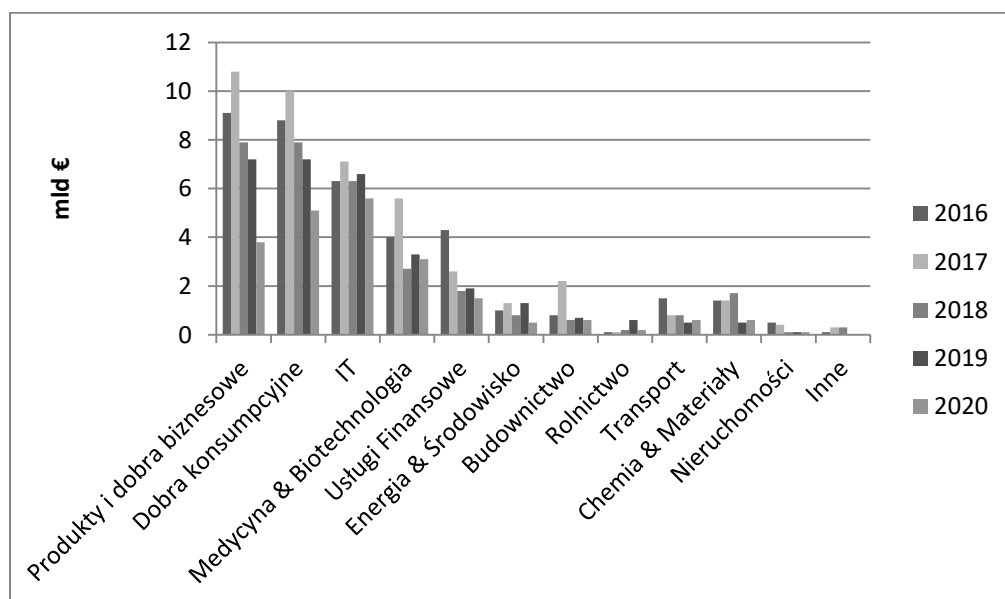
Wykres 4.12 Liczba dezinwestycji na rynku europejskim w latach 2016-2020 z uwzględnieniem sposobu dezinwestycji



Źródło: raport *Investing in Europe: Private Equity activity 2020*

Kolejne dwa wykresy 4.13 i 4.14 przedstawiają podział dezinwestycji na rodzaj branży, w których to dofinansowywana spółka była częścią. Najpopularniejszymi branżami, którymi interesowały się fundusze *Private Equity* były: produkcja dóbr biznesowych, produktów konsumpcyjnych, dział IT oraz medycyny i biotechnologii. Warto zaznaczyć, że pierwsze trzy przodują nie tylko pod względem wartości prowadzonych transakcji jak i ich liczbie.

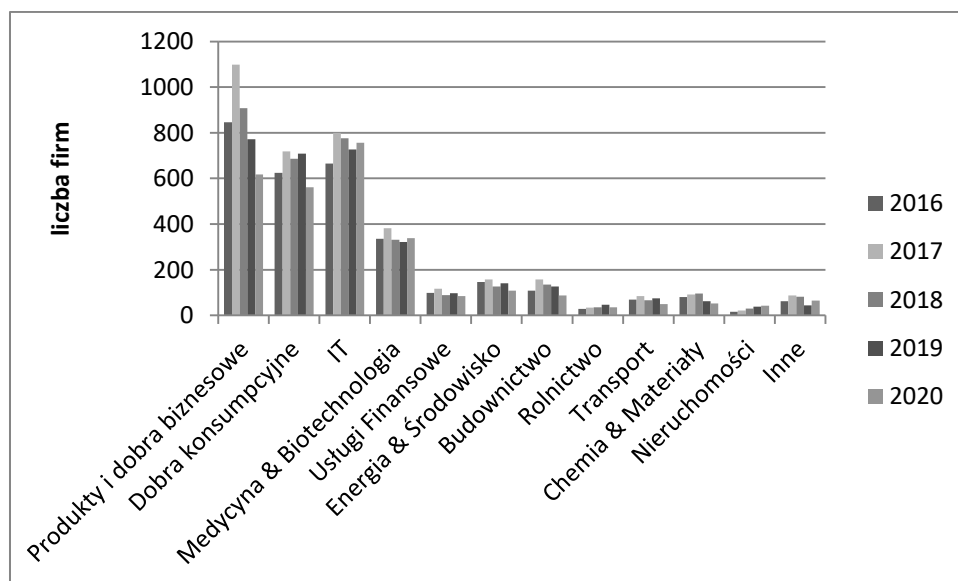
Wykres 4.13 Wartość dezinwestycji na rynku europejskim w latach 2016-2020 z podziałem na rodzaj branży



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: *Investing in Europe: Private Equity activity 2016-2020*

Z drugiej jednak strony, istnieje tendencja wśród największych branż do spadku walu-ru sprzedaży w ciągu badanych lat. W przypadku działu medycyny i biotechnologii oraz branży finansowej względnie wysoka wartość dezinwestycji stoi w kontraście z dosyć nie-wielką ilością transakcji. Świadczy to o niewielkich rozmiarach tych branż, ale ich dużej ka-pitałochłonności i koncentracji.

Wykres 4.14 Liczba dezinwestycji na rynku europejskim w latach 2016-2020 z podziałem na rodzaj branży



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: *Investing in Europe: Private Equity activity 2016-2020*

Etap dezinwestycji ucierpiał najmocniej w wyniku zamknięcia gospodarek na całym świecie. Niemal w każdej kategorii odnotowane pogorszenie wyników sprzed roku. Może to być jednocześnie kontynuacja negatywnego trendu obserwowanego już od kilku lat - mianowicie wartość dezinwestycji maleje już od 2015 roku. Prawdopodobnym wyjaśnieniem tego zjawiska może być obserwowany w latach 2011 – 2014 niż dokonywanych inwestycji, co bezpośrednio może się teraz przekładać na wyniki zbywania inwestycji.

4.4 Analiza porównawcza rynku polskiego i europejskiego – wnioski końcowe

Z racji braku dostępnego raportu o sytuacji *Private Equity* w Europie Środkowo – Wschodniej w roku 2020 w chwili pisanie tej pracy, najnowsze dane płynące z całej Europy zostaną omówione oddzielnie. *Lockdown* tzn. tymczasowe zamknięcie większości działalno-

ści gospodarczych jak i ogólna niepewność spowodowane rozpowszechniającą się epidemią miały istotny wpływ na kształt obecnej gospodarki. Awersja do ryzyka oraz tendencja do oszczędzania została udokumentowana przez gwałtowne zniżki kursów większości spółek akcyjnych w pierwszej połowie roku 2020. Przełożyło się to jednocześnie na spadek średniego PKB w UE o 6,4% i wyniki finansowe funduszy PE. W porównaniu z rokiem poprzednim mówi się o średnim spadku w wysokości nawet 20% w inwestycjach, dezinwestycjach i akwizycji kapitału. Najbardziej ucierpiał przy tym ostatni etap przeprowadzania inwestycji – dezinwestycje, których wartość spadła z ponad 35 mld € do nieco ponad 24 mld € w przeciągu ostatniego roku. Wspomniana wyżej ostrożność powoduje mniejszy popyt na zmianę właścicielską przedsięwzięć. Wymusza to na funduszach przymusowe przedłużania horyzontów inwestycyjnych lub godzenie się na słabsze ceny transakcji co widoczne było w trakcie kryzysu finansowego w 2008r.⁵⁶

Kolejne trzy akapity będą poświęcone porównaniu danych z rozdziału trzeciego i czwartego na przestrzeni dziesięciu lat, dzieląc je na etapy działalności funduszy inwestycyjnych tj. etapu pozyskiwania środków, inwestowania i odzyskiwania kapitału. Pierwszą cechą na jaką trzeba zwrócić uwagę przy porównywaniu danych z całej Europy i z regionu Europy Środkowo – Wschodniej jest wielkość kapitału na jakim operują zgromadzone dane statystyczne. Dane z obszaru CEE operują na wielkościach rzędu milionów €, gdzie dane zbiorcze przedstawiane są w miliardach €. Ta dysproporcja negatywnie wpływa na łatwość i skuteczność wyciągania jakichkolwiek wniosków, gdyż każda znaczna pojedyncza operacja na terenie CEE potrafi zaburzyć odbiór badanych zmiennych. Patrząc na strukturę akwizycji kapitału obu regionów można zaobserwować podobne trendy. Głównym docelowym odbiorcą kapitału pozostają fundusze zajmujące się wykupami przedsiębiorstw, ze względu na kapitałochłonność swojej działalności. Jednocześnie istotną część branży zajmują fundusze VC oraz *growth*. W przeciągu ostatnich dziesięciu lat w obu obszarach tendencję wzrostową pozyskiwanego kapitału, co należy ocenić pozytywnie gdyż świadczy to o rozwoju branży. W przeciwieństwie do Europy gdzie głównym źródłem finansowania od lat pozostają fundusze emerytalne, CEE pozyskuje środki z instytucji publicznych. O ile jest to pozytywne zjawisko polegające na skuteczniejszym wykorzystaniu środków publicznych niż projekty rządowe, to wynika to prawdopodobnie z mniejszej skali działalności Europy Środkowo – Wschodniej.

⁵⁶ Luciński W. *Kryzys a Private Equity w Europie i w Polsce*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 174, 2011, s.272

Ewentualne zapotrzebowanie na kapitał w ten sposób nie jest zaspokajane przez wolny rynek, lecz przez inicjatywy rządowe o mocno ograniczonych funduszach. Cieszy natomiast podobny udział w prowadzeniu działalności *fund of funds* co świadczy o stopniowym wzroście dojrzałości wciąż młodego rynku.

Kolejnym badanym etapem działalności funduszy *Private Equity* jest sam proces inwestycji. Jest on o tyle istotny, iż bezpośrednio mówi on o skali działalności funduszy PE w danym roku. Określona wartość środków zgromadzonych przy akwizycji świadczy o maksymalnym pułapie możliwych inwestycji, lecz to dane z tego podrozdziału przedstawiają początek danej inwestycji, której to koniec będziemy badać prawdopodobnie za najbliższe kilka lat przy dezinwestycji. Porównując dane zarówno z Polski, krajów CEE oraz całej Europy widać korelację pomiędzy inwestowanymi środkami w konkretnych latach. W badanym okresie minimum aktywności funduszy przypada na 2012-2013 rok by następnie osiągnąć maksimum w roku 2019. Zmiany widać również we wskaźniku wartości inwestycji do PKB badanych regionów. Region całej Europy charakteryzuje się jego stałym wzrostem na przestrzeni ostatniej dekady oraz stoją na zdecydowanie wyższym poziomie niż CEE tj. różnica wynosiła od 0,20% w 2010 do ponad 0,30% w 2019r. Co ciekawe Polska do roku 2017 wybiła się ponad średnią krajów Europy Środkowo – Wschodniej, lecz w ostatnim czasie ta tendencja odwróciła się. Oznacza to, że stosunek wielkości inwestycji do produktu krajowego brutto zmalał na terenie Polski w porównaniu do reszty regionu i stoi na niższym poziomie. Powinno się to tłumaczyć jednocześnie mniejszym zainteresowaniem prowadzenia inwestycji PE oraz wyższej dynamice wzrostu PKB w Polsce. Jest to prawdziwe stwierdzenie mimo zaburzeń spowodowanych poprzez duże transakcje (rekordowa wartość wykupów w Polsce w roku 2017 o wysokości ponad 2 mld €). Jednocześnie ilość transakcji niemal się podwoiła w ciągu ubiegłej dekady, co sprawia że nie można jednoznacznie negatywnie ocenić sytuacji Polski.

Ostatnim badanym etapem jest proces dezinwestycji przeprowadzanych przez fundusze PE. Analizując wartość tych transakcji można zauważyć podobną tendencję – rekordowa wielkość dezinwestycji przypada na rok 2015 zarówno w Polsce, jak i CEE i Europie. W kolejnych latach natomiast obserwuje się powolną tendencję spadkową, co prawdopodobnie można tłumaczyć wyjątkowo niską aktywnością inwestycyjną w latach 2013-14. Znając przeciętny okres trwania procesu inwestycyjnego tj. około 5 -7 lat, możliwe jest przypuszczenie że w najbliższych latach ten trend powinien się odwrócić. Niska aktywność nie przekłada się na

liczbę dezinwestycji – ta systematycznie wzrasta (za wyjątkiem lat ostatnich). Badając konkretny sposób dezinwestycji najpopularniejszą metodą pozostaje sprzedaż inwestorom branżowym bądź firmie PE. Wydaje się to najłatwiejszymi jak i najbardziej skutecznymi metodami odzyskania kapitału. Jedyną z cech charakterystycznych rynku polskiego sprzed kilkunastu lat było nadzwyczajnie wysoki odsetek wprowadzania spółek na giełdę.⁵⁷ Obecnie nie da się tego już zaobserwować i popularność tej metody jest wręcz mniejsza niż reszta Europy. Stanowi ona jednak ilościowo najpopularniejszą metodę dezinwestycji w ciągu ostatnich pięciu lat na kontynencie. Biorąc pod uwagę branżę w jakiej przeprowadzono inwestycję, najpopularniejszym kierunkiem działalności funduszy PE we wszystkich badanych regionach pozostaje produkcja dóbr konsumpcyjnych i IT. Natomiast największą widoczną różnicę pozostaje wartość inwestycji w dziale produkcji dóbr i usług biznesowych. Najpopularniejszy kierunek rozwoju w Europie, leży dopiero na 4 miejscu w krajach CEE. Mimo, że pod względem ilościowym ta różnica jest istotnie mniejsza, świadczy to o niedofinansowaniu tej branży i grozi potencjalnie mniejszą konkurencyjnością przedsiębiorstw z CEE. Etap dezinwestycji można ocenić umiarkowanie pozytywnie – pomimo osiągania coraz słabszych wyników od 2015r., to ich wielkość stoi na wyższym poziomie niż na początku 2010 roku oraz co najważniejsze ilość transakcji zdążyła się powiększyć o 27,6% w Europie, 131% w Polsce i 108% w CEE (porównując rok 2010 do 2019).

⁵⁷ Sieradzan P., Sobańska-Helman K., *Inwestycje...*, s.344

Zakończenie

Rozwój technologiczny wymusza tworzenie nowych form finansowania przedsięwzięć w celu jak najlepszego dostosowania się do realiów danego segmentu rynku. W przypadku młodych i wysoce innowacyjnych spółek można mówić o dokapitalizowaniu przez fundusze *Venture Capital*, a w szerszym kontekście *Private Equity*. Są one wyposażone w szereg narzędzi umożliwiającą dokładną ocenę obecnej i przyszłej wartości przedsiębiorstw, włącznie z predyspozycjami menadżerów i ich charakterem. Wszystko po to aby uniknąć wszelkiego możliwego ryzyka i szansy niepowodzenia.

Specyfika działania tego typu funduszy inwestycyjnych wiąże się z maksymalnym potencjalnym zasięgiem ich funkcjonowania. Wady takie jak: ścisła kontrola inwestycji, utrata własności przez dotychczasowego właściciela bądź wysoki wpływ funduszu na działalność spółki mogą okazać się wystarczającą przeszkodą by nie ubiegać się o finansowanie przez *Private Equity*. Niemniej jednak w przypadku pozytywnego ocenienia przedsięwzięcia przez inwestora, gwarantuje to dostęp do szerokiego grona specjalistów, z góry ustalonego finansowego wsparcia i co za tym idzie szansy na rozwinięcie swoich możliwości. Jest to idealne rozwiązanie dla ambitnych i szukających nowych kierunków rozwoju menadżerów, skłonnych do podjęcia długotrwałej współpracy z taką instytucją finansową.

W pracy wykazano prawidłowość postawionej tezy, iż w ostatniej dekadzie fundusze inwestycyjne *Private Equity* dzięki sprzyjającym warunkom gospodarczym zdążyły rozwinąć swoją działalność i stanowią obecnie istotniejsze źródło finansowania niż w 2010r. Pozostawione przez kryzys finansowy z 2008r. skutki gospodarcze miały istotny wpływ na działanie rynku, lecz z czasem ich istnienie zaczęło się zacierać. Widać to szczególnie poprzez obserwację wartości dezinwestycji na kilka lat przed i po zachwianiu rynku, gdzie niższa aktywność funduszy utrzymała się nawet do 2012r. Kolejnym takim zdarzeniem, które może długoterminowo wpłynąć na stan globalnej gospodarki jest pandemia Covid-19. Ze względu na brak horyzontu czasowego nie sposób bezpośrednio stwierdzić jej wpływu na aktywność rynku. Dodatkowo ze względu na inną przyczynę powstania niż kryzys z 2008r., skutki takiego zdarzenia mogą wyglądać inaczej niż znane już problemy obserwowane w przeszłości. Warto jednak zaznaczyć istotny spadek obserwowanych głównych parametrów działalności *Private Equity* w 2020 roku, jakimi są wielkość pozyskanego, zainwestowanego i zdeinvestowanego kapitału prezentowanych danych.

Analizując dane należy pozytywnie ocenić ogólny wzrost akwizycji oraz inwestowania kapitału w Europie, co świadczy o stałym rozwoju branży. Na podstawie wykresów nie można stwierdzić, że sektor PE znajduje się w złej sytuacji. Nie zaobserwowano również żadnych istotnych znaków ostrzegawczych wskazujących na przyszłe problemy poza opisywaną już pandemią Covid-19. Jedynym negatywnym aspektem na jaki warto zwrócić uwagę jest stosunkowo niska wartość dezinwestycji w ostatnich latach w całej Europie, co świadczy o istnieniu pewnych barier uniemożliwiających pełnego spieniężenia w ostatnich latach inwestycji. Tych samych wniosków nie można powtórzyć w przypadku krajów Europy Środkowo - Wschodniej, w tym Polski. Wciąż istnieje duża przepaść w wielkości prowadzonej działalności inwestycyjnej, a resztą kontynentu. Przed tym regionem stoi jeszcze wiele wyzwań związanych z np. przebicciem się do świadomości populacji o możliwościach PE. To skomplikowany proces, który prawdopodobnie będzie wymagał wielopokoleniowego wysiłku związanego z m. in. z edukacją społeczeństwa, czego tej pracy miało to być celem. Nie mniej jednak w ostatnich dziesięciu latach widać niewielki wzrost wskaźnika odpowiadającego za stosunek wartości inwestycji do wypracowanego PKB. Mimo, że różnica pomiędzy średnią europejską, a krajami CEE jest dwukrotnie wyższa, napawa to w przyszłości nadzieją. Wzrost tego wskaźnika jednocześnie wskazuje na wzrost istotności *Private Equity* jako alternatywnego źródła finansowania dla przedsiębiorstw, z niższą jednak dynamiką niż reszta Europy.

Podsumowując należy zaznaczyć, że ta prezentowana praca powinna stanowić dopiero wstęp do dalszych rozważań. Nie wyczerpuje ona możliwości analizy danych pod kątem czasu istnienia przeciętnych funduszy, analizy pozostałych regionów kontynentu, wielkości inwestowanych przedsięwzięć czy szczegółowej analizie danych typów inwestycji. Niemniej jednak stanowi to pewną całość, która w istotnym stopniu odzwierciedla stan europejskich funduszy inwestycyjnych *Private Equity* w latach 2010-2020.

Bibliografia:

1. Brycz B., Dudycz T., *Przewodnik dla piszących prace magisterskie w zakresie zarządzania*, PWE, 2011
2. Carrasco E. R., Williams S. *Emerging economies after the global financial crisis: The case of Brazil*, Northwestern Journal of International Law & Business, 33(1), 81-119, 2012
3. Czerniak J. *Uwarunkowanie kulturowe a aktywność funduszy Venture Capital*, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, 2014
4. Czerniak J., *Wpływ uwarunkowań kulturowych na rozwój rynku funduszy venture capital*, Annales UMCS, t. 46, z. 1. Sectio H, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2012
5. Dąbkowski A., *Innowacyjne metody w procesach wykupu przedsiębiorstw*, KNUV 2015; 2(44): 27-42, Warszawa 2015
6. Gaspar F. *The stimulation of entrepreneurship through venture capital and business incubation*, International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management, Kwiecień 2009
7. Gilligan J., Wright M., *Private Equity Demystified. An explanatory guide*, ICAEW, 2010
8. Gladstone D., *Venture Capital Handbook: New and Revised*, Prentice Hall and Business, New York, 1988
9. Górski M. *Rynkowy System Finansowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2018
10. Gryko J. M. *Asymetria informacji i konflikty agencji w kontraktach z funduszami Venture Capital*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa*, P. Karpuś (red.), Wydawnictwo UMCS, Lublin 2006
11. Kornasiewicz A. *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004
12. Kowalik M. *Inwestycje i dezinvestycje private equity w Europie i w Polsce*, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 4/2016 (82), cz. 1
13. Lubecki P. *Venture Capital*, CeDeWu 2019
14. Luciński W. *Kryzys a Private Equity w Europie i w Polsce*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 174, 2011

15. Luciński W. *Światowy kryzys gospodarczy, a tendencje rozwojowe w sektorze private equity w Europie i Polsce*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 73 (2015)
16. Lulek I. *Rozwój Rynku Venture Capital/Private Equity w Polsce*, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, 2013
17. Marszk A. *Rynek akcji w krajach wschodzących*, *Ekonomia międzynarodowa* nr 2, 16-23, 2011
18. Mendel T. *Metodyka pisania prac licencjackich*, Poznańska Wyższa Szkoła Biznesu, 2014
19. Panfil M. *Fundusze Private Equity*, Difin, Warszawa 2005
20. Przybylska-Kapuścińska W., Łukowski M. *Fundusze Private Equity i Venture Capital i ich znaczenie dla gospodarki*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu 2014
21. Raporty *Investing in Europe: Private Equity Activity* z lat 2010 – 2020, pobrane ze strony: <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/>, data dostępu: 11.05.2021
22. Raporty: *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics* z lat 2010-2019, pobrane ze strony: <https://psik.org.pl/pl/dane-i-aktualnosci/statystyki>, data dostępu: 11.05.2021
23. Sieradzan P., Sobańska-Helman K. *Inwestycje Private Equity/Venture Capital*, Key Text, Warszawa 2013
24. Wawryszuk-Misztal A. *Bezpośredni koszt emisji akcji w pierwszej ofercie publicznej na GPW w Warszawie*, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu* nr 412, 2015
25. Zasępa P. *Wyniki funduszy Venture Capital – Tendencje światowe a rynek Polski*, *Nauki o Finansach* Nr 2(23), 2015
26. Zeisberg C., Prahl M., White B. *Mastering Private Equity*, WILEY, 2017

Spis stron Internetowych:

1. Gupta A. K., *Why emerging markets matter*, <https://www.linkedin.com/learning/strategies-for-emerging-markets/why-emerging-markets-matter>, data dostępu: 28.04.2021
2. Hońdo T. *Polska to w praktyce ciągle raczej rynek wschodzący niż rozwinięty*, <https://www.parkiet.com/Parkiet-PLUS/309159995-Polska-to-w-praktyce-ciagle-raczej-rynek-wschodzacy-niz-rozwiniety.html>, data dostępu: 27.04.2021
3. Krzyżanowski K., Kowalczyk P. *Fundusze Private Equity upatrują sukcesu w składzie zarządu spółki portfelowej*, <https://home.kpmg/pl/pl/home/media/press-releases/2017/10/fundusze-private-equity-upatruja-sukcesu-w-skladzie-zarzadu-spolki-portfelowej.html>, data dostępu: 26.04.2021
4. Majaski C. *Debt Financing vs Equity Financing: What's the Difference?*, <https://www.investopedia.com/ask/answers/05/debtcheaperthanequity.asp>, data dostępu: 26.04.2021
5. Malec M. *Anioły Biznesu. Jak działają? Gdzie szukać?* <https://www.private-equity.pl/anioly-biznesu-business-angels/>, data dostępu: 26.04.2021
6. Malec M. *J-Curve, czyli Krzywa J w funduszu Private Equity*, <https://www.private-equity.pl/krzywa-j-curve-fundusz-pe/>, data dostępu: 26.04.2021

Spis tabeli i schematów:

Schemat 1.1 Podział przedsiębiorstw, na podstawie etapu w jakim fundusze <i>Private Equity</i> postanowiły w nie zainwestować	6
Schemat 1.2 Krzywa J-Curve opisująca zależność IRR, a czasu trwania inwestycji przykładowej spółki	7
Tabela 1.1 Różnice pomiędzy finansowaniem kapitałem <i>Private Equity</i> , kredytem bankowym, a publiczną emisją akcji.....	12
Tabela 3.1 Wartość i ilość przeprowadzanych inwestycji w latach 2010-2019 w krajach CEE oraz w Polsce w milionach €	36
Tabela 3.2 Wartość i liczba przeprowadzanych dezinwestycji w latach 2010-2019 w krajach CEE oraz w Polsce w milionach €	39

Spis wykresów:

Wykres 3.1 Wielkość zgromadzonego kapitału w krajach CEE w latach 2010-2019	34
Wykres 3.2 Geograficzne źródło pozyskiwanego kapitału krajów CEE w latach 2010-2019	34
Wykres 3.3 Źródło pozyskiwanego kapitału krajów CEE w latach 2016-2019 (Inne zawierają w sobie <i>Capital markets</i> i niesklasyfikowane).....	35
Wykres 3.4 Wartość przeprowadzonych inwestycji w Polsce w latach 2010-2019 z dokładnym uwzględnieniem etapu inwestycji w milionach € (pomijając wykupy)	37
Wykres 3.5 Wartość wykupów w Polsce w latach 2010-2019 w milionach €	37
Wykres 3.6 Inwestycje PE jako % PKB dla Europy, państw CEE i Polski	38
Wykres 3.7 Wartość dezinwestycji w CEE z uwzględnieniem sposobu jej przeprowadzenia w latach 2015-2019	40
Wykres 3.8 Ilość dezinwestycji w CEE z uwzględnieniem sposobu jej przeprowadzenia w latach 2015-2019	40
Wykres 3.9 Wartość dezinwestycji w CEE z uwzględnieniem branży w latach 2015-2019..	41
Wykres 3.10 Ilość dezinwestycji w CEE z uwzględnieniem branży w latach 2015-2019.....	41
Wykres 4.1 Wielkość zgromadzonego kapitału przez fundusze PE w Europie w latach 2010-2020 skoncentrowanych na danym etapie inwestycji	43
Wykres 4.2 Liczba funduszy, które zdołały osiągnąć pierwsze, środkowe lub ostatnie zamknięcie funduszu w latach 2016-2020 z uwzględnieniem ich specjalizacji	44
Wykres 4.3 Procentowa wielkość zgromadzonych środków przez fundusze z podziałem na typy inwestorów w latach 2016-2020	45
Wykres 4.4 Wartość przeprowadzonych inwestycji na rynku europejskim w latach 2010-2020 z uwzględnieniem etapu inwestycji w mld €	46
Wykres 4.5 Liczba przeprowadzonych inwestycji na rynku europejskim w latach 2010-2020 z podziałem na etap inwestycji.....	46
Wykres 4.6 Wartość przeprowadzonych inwestycji na rynku europejskim w latach 2012-2020 z dokładnym uwzględnieniem etapu inwestycji w mld € (pomijając wykupy)	47
Wykres 4.7 Wartość wykupów na rynku europejskim w latach 2012-2020 w mld €.....	48
Wykres 4.8 Wartość inwestycji <i>Private Equity</i> jako % PKB całej Europy w latach 2010-2020	48
Wykres 4.9 Wartość dezinwestycji na rynku europejskim w latach 2010-2020 z podziałem na etap inwestycji w mld €.....	49
Wykres 4.10 Liczba dezinwestycji na rynku europejskim w latach 2010-2020 z podziałem na etap inwestycji.....	50

Wykres 4.11 Wartość dezinwestycji na rynku europejskim w latach 2016-2020 z uwzględnieniem sposobu dezinwestycji.....	51
Wykres 4.12 Liczba dezinwestycji na rynku europejskim w latach 2016-2020 z uwzględnieniem sposobu dezinwestycji.....	52
Wykres 4.13 Wartość dezinwestycji na rynku europejskim w latach 2016-2020 z podziałem na rodzaj branży	52
Wykres 4.14 Liczba dezinwestycji na rynku europejskim w latach 2016-2020 z podziałem na rodzaj branży	53