

Ilona Fałat-Kilijańska

***PRIVATE EQUITY* – NOWE MOŻLIWOŚCI DLA POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTW**

1. Wstęp

Polska gospodarka cierpi na chroniczny brak kapitału. Widmo utraty płynności finansowej to codzienność niejednego zarządu nawet dobrze prosperującego przedsiębiorstwa. Pociąga to za sobą daleko idące oszczędności w wielu dziedzinach, szczególnie na badania i rozwój, inwestycje czy promocję. Polskie przedsiębiorstwa wchodzące na giełdę w większości nie prowadzą badań własnych, a jedynymi posiadanymi przez nie wartościami niematerialnymi i prawnymi są oprogramowanie komputerowe i wieczyste użytkowanie gruntów. Jedynie 11% spółek notowanych na warszawskiej GPW prowadzi prace badawcze lub rejestruje wydatki na ten cel. Średnie roczne wydatki na badania i rozwój to 190 tys. zł na spółkę, natomiast aż 85% badanych firm wydaje niższe kwoty [4].

Przedsiębiorstwo poszukujące kapitału ma kilka możliwości. Najpopularniejszym źródłem wciąż jest kredyt bankowy, niestety relatywnie drogi, wymagający dodatkowych zabezpieczeń i regularnych spłat obciążających bieżącą płynność firmy. Innymi sposobami pozyskania kapitału są emisja obligacji, sprzedaż dodatkowej transzy akcji na giełdzie lub inwestorowi, np. branżowemu. Emisja akcji jest kosztowna, długotrwała, a przede wszystkim dla większości firm nieosiągalna, gdyż nie spełniają kryteriów giełdowych. Obligacje przemysłowe to najrzadziej wykorzystywany w Polsce instrument dofinansowania działalności gospodarczej. Nie cieszy się on popularnością pośród zarówno potencjalnych emitentów, jak i nabywców. Powodem takiej sytuacji jest np. stosunkowo wysokie, w porównaniu z innymi dostępnymi na rynku rodzajami lokat ryzyko. Z kolei wejście inwestora branżowego oznacza częściową lub całkowitą utratę kontroli dotychczasowych właścicieli nad firmą.

Praktycznie bez szans na znalezienie inwestora są przedsięwzięcia we wczesnych stadiach rozwoju, tzw. *start-up*, nie wspominając już o możliwościach na

sfinansowanie rodzącego się dopiero pomysłu, tzw. *seed*. Jedynym kapitałem dostępnym dla nich są ograniczone środki samych pomysłodawców. Pierwsze chwile życia produktu są najbardziej kapitałochłonne, ograniczone środki samofinansowania uniemożliwiają wprowadzenie innowacji na rynek, a przecież tylko dzięki temu możliwe jest odniesienie sukcesu. Dla gospodarki rozwój nowych przedsięwzięć to szansa na pojawienie się nowoczesnych technologii, konkurencyjnych polskich marek, a przede wszystkim na stworzenie wielu nowych miejsc pracy.

Alternatywą do tradycyjnych źródeł finansowania są fundusze *private equity* i *venture capital*, tzw. PE/VC.

2. Ogólna charakterystyka funduszy *private equity* i *venture capital*

W Europie *private equity* oznaczają inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym, służące osiąganiu zysku poprzez przyrost wartości kapitału. Jest to kupno akcji lub udziałów spółek nienotowanych na giełdzie. Najczęściej fundusze *private equity* inwestują w spółki dojrzałe, poszukujące nowych możliwości rozwojowych o dużym potencjale wzrostu. Często pojęcie to ograniczane jest do kwestii pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa na tzw. wykup menedżerski. Inwestycje *private equity* pozyskuje się dla rozwoju nowego produktu lub technologii, zwiększenia kapitału obrotowego, poprawy bilansu lub innych większych wydatków inwestycyjnych.

Potocznie używana jest nazwa *venture capital*, który jest częścią *private equity*. Są to inwestycje dokonywane we wczesnych fazach życia przedsiębiorstwa, służące jego uruchomieniu lub ekspansji, zazwyczaj o mniejszych kwotach niż *private equity*.

Oba pojęcia często stosowane są zamiennie. W tym opracowaniu autorka posługiwać się będzie nazwą *private equity* w najszerszym pojęciu (w skrócie PE/VC).

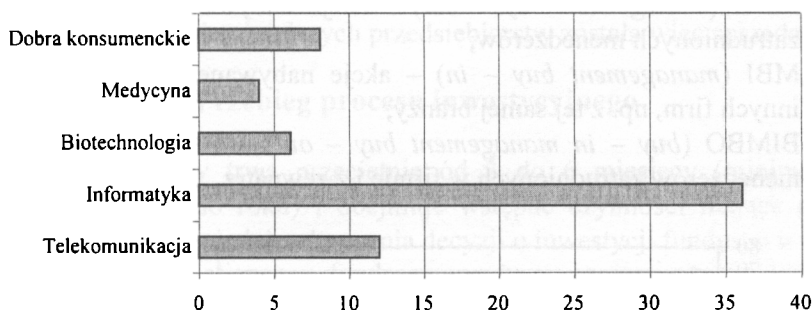
Finansowanie za pomocą funduszy *private equity* ma długą historię. Jego załączki pojawiły się już pod koniec XVIII wieku w Wielkiej Brytanii. Prawdziwy boom inwestycji tego typu nastąpił w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych ubiegłego wieku. W samej Wielkiej Brytanii aktywnych jest obecnie ok. 100 funduszy *private equity*, inwestujących co roku kilka miliardów funtów, głównie w brytyjskie przedsiębiorstwa.

Polski rynek PE/VC ma ponad 12 lat. W 1990 r., dzięki programowi pomocy dla Europy Środkowej przyjętemu przez administrację Busha, powstał Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości dysponujący 240 mln USD¹. W tym samym czasie działalność inwestycyjną rozpoczął Duński Fundusz dla Europy Centralnej i Wschodniej. Rok później pojawiło się Towarzystwo Inicjatyw

¹ Obecnie wraz z trzema innymi funduszami tworzy największą w Polsce firmę inwestycyjną *Enterprise Investors*, zarządzającą 722 mln USD.

Społeczno-Ekonomicznych (TISE), a następnie Caresbac – Polska stworzony przez Care Small Business Assistance Corporation, Fundusz Współpracy, Fundację na rzecz Rozwoju Polskiego Rolnictwa oraz Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju. Obecnie działa ok. 30 firm zarządzających funduszami, w dominującej części typu *private equity*. Wartość zarządzanego przez nie kapitału szacuje się na około 12 mld zł (3 mld euro). Do końca 2002 r. zainwestowano w Polsce prawie 1,8 mld euro, dokapitalizowując w ten sposób ponad 400 polskich przedsiębiorstw [7, s. 18].

Private equity popularnie zwany jest „kapitałem wysokiego ryzyka” ze względu na przedmiot inwestycji. Typową inwestycją tego rodzaju są projekty w branżach uznawanych za bardzo ryzykowne, np. nowych technologii (NT). Nie jest w nich znane ryzyko rynkowe i reakcja klientów na produkt. Charakteryzują się ponadto wysokimi kosztami i problemem oszacowania przychodów. Wyniki, jakie osiągają fundusze, wskazują jednak, że pomimo podwyższonego ryzyka działalności możliwe jest otrzymanie ponadprzeciętnego zysku. Środki funduszu inwestowane są w firmy o różnym profilu działania. Z poniższego wykresu wynika, że fundusze *private equity* swoje ulubione sektory informatykę i telekomunikację, najczęściej inwestują w tzw. nowe technologie.



Rys. 1. Struktura branżowa inwestycji PE/VC w Europie

Źródło: opracowanie własne na podstawie [6, s. 10].

Portfele inwestycyjne funduszy zawierają również spółki produkcyjne, handlowe i usługowe. Dzięki strategii inwestycyjnej, często opartej na dywersyfikacji firm według branż i faz życia, zwrot z kapitału np. w Stanach Zjednoczonych, wynosi średnio 35%, a w Polsce – ok. 60%. Pojawiły się również fundusze wyspecjalizowane branżowo lub inwestujące tylko w jeden etap rozwoju spółki, np. *start-up*. W Polsce natomiast większość działających funduszy nie ma sprecyzowanego profilu inwestycyjnego. Kierują się głównie poziomem zwrotu i ryzyka projektu²

² Najpopularniejszą metodą wyceny przedsięwzięcia są zdyskontowane przepływy pieniężne (DCF), wsparte analizą wewnętrznego stopu zwrotu (IRR).

Fundusze *private equity* można uszeregować także według przeprowadzanych rodzajów inwestycji. Wyróżniamy mianowicie następujące typy inwestycji PE/VC [1; 10]:

- „Zasiew” (*seed*) – pozwalająca na rozwój nowej koncepcji. Obejmuje fazę powstania pomysłu, stworzenia prototypu oraz przygotowania biznesplanu. Etap ten nie wymaga dużych nakładów finansowych, a jednocześnie obarczony jest największym ryzykiem.

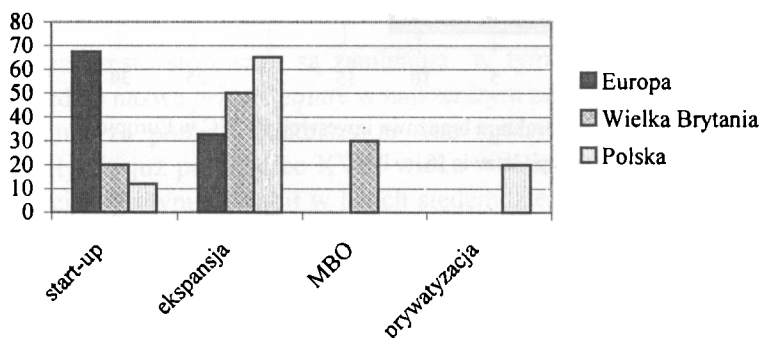
Start-up (*start*) – pomaga firmie dopiero rozpoczynającej swoją działalność wprowadzić innowacyjny produkt na rynek. Działania skoncentrowane są głównie na stworzenie koncepcji marketingowej.

Faza początkowa (*early stage*) – obejmuje wydatki na rozbudowę zdolności produkcyjnych i szersze wprowadzenie produktu na rynek.

Ekspansja (*expansion*) – celem jest rozwój i wzrost funkcjonującego już przedsiębiorstwa. Kapitał przeznaczony jest na zwiększenie produkcji, rozwój produktu, marketing lub na powiększenie kapitału obrotowego.

Wykup menedżerski – kupno części przedsiębiorstwa przez kadrę zarządzającą. W zależności od tego, kto staje się nowym właścicielem, możemy mieć do czynienia z:

- MBO (*management buy – out*) – akcje nabywane są przez dotychczas zatrudnionych menedżerów;
- MBI (*management buy – in*) – akcje nabywane są przez menedżerów innych firm, np. z tej samej branży;
- BIMBO (*buy – in management buy – out*) – akcje nabywane są przez menedżerów zatrudnionych w firmie i z zewnątrz.



Rys. 2. Struktura inwestycji PE/VC w podziale na etapy życia przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie [6].

Secondary purchase – kupno akcji lub udziałów przedsiębiorstwa od innego funduszu *venture capital*.

Restrukturyzacja – finansowanie przedsiębiorstwa znajdującego się w sytuacji krytycznej, gdy problemem jest zadłużenie i brak kapitału.

Refinansowanie kredytu bankowego.

Finansowanie pomostowe – jest to krótkoterminowe (do 1 roku), dofinansowanie przedsiębiorstwa potrzebującego kapitału, np. z powodu planowanego wejścia na giełdę.

Prawie dwie trzecie wszystkich inwestycji PE/VC mających miejsce w Europie (poza Wielką Brytanią) dotyczy najwcześniejszych faz rozwojowych – *seed* i *start-up*. W Wielkiej Brytanii dominują inwestycje w przedsiębiorstwa już istniejące.

Szczególnie ciekawie na tym tle wygląda portfolio niektórych funduszy działających w Polsce. W latach dziewięćdziesiątych fundusze były aktywnym uczestnikiem prywatyzacji, dzięki której za niewielki kapitał mogły stać się nawet stuprocentowym właścicielem dobrze rokującego przedsiębiorstwa. Przykładem takiej transakcji może być kupno w 1995 r. przez Enterprise Investors ponad 40% akcji od Skarbu Państwa ZML „Kęty”, czy w roku 1997 nabycie 100% udziałów w Fabryce Opakowań Szklanych Sp. z o.o., firmie powstałej na bazie przedsiębiorstwa państwowego, pozostającego w zarządzie komisarycznym, w zamian za zwolnienie z długów. W ostatnim czasie zmniejszyła się liczba udziałów nabywanych przez fundusze w ten sposób. Proces prywatyzacyjny trwa już dosyć długo, większość najatrakcyjniejszych przedsiębiorstw została więc sprzedana.

3. Przebieg procesu inwestycyjnego

Proces inwestycyjny trwa przeciętnie od 3 do 6 miesięcy (minimalnie 1 miesiąc, maksymalnie do roku) i obejmuje wstępne czynności mające na celu doprowadzenie do podjęcia lub odrzucenia decyzji o inwestycji funduszu w spółkę.

Pierwszym etapem aliansu z funduszem *private equity* jest przedstawienie biznesplanu. Powinien on zawierać ogólną charakterystykę przedsięwzięcia: krótką prezentację misji firmy, produktu, kadry zarządzającej, analizy rynkowej (SWOT), strategii marketingowej, planów finansowych, planów rozwojowych itp. Podczas wstępnej analizy szczególna uwaga zwracana jest na menedżerów (np. na osobę dyrektora marketingu) i kulturę zarządzania firmą. Analiza biznesplanu zabiera zazwyczaj ok. 2 do 3 tygodni. Przez stosowanie określonej procedury weryfikacyjnej wniosków fundusz stara się wcześniej rozpoznać ewentualną sprzeczność projektu z założeniami inwestycyjnymi samego funduszu. Znaczna część projektów odrzucana jest właśnie na tym etapie. Ze stu otrzymanych przez fundusz biznesplanów ponad połowa zostaje odrzucona już po pierwszym czytaniu, następnych 25 odpada po dalszych kilku godzinach badań, kolejnych 10 nie sprostą głębszej analizie założeń. Po wstępnej akceptacji obie strony czeka długi i żmudny proces wyjaśnień oraz negocjacji, który otwiera tzw. list intencyjny (*term sheet*), czyli uzgodnienie wstępnych warunków potencjalnej transakcji. Jest to ogólny zarys propozycji inwestora z dokładnym opisem następnych podejmowanych

czynności. Rozpoczyna się teraz okres spotkań przedstawicieli funduszu z zarządem spółki. Na tym etapie inwestor przeprowadza pogłębione badanie firmy, tzw. *due dilligence*, obejmujące analizę biznesową, audyt finansowy i prawny, analizę organizacyjną; czasem przeprowadzane są też analizy dotyczące technologii czy ochrony środowiska. Wymaga to wielu szczegółowych informacji, których poufność jest gwarantowana przez fundusz. Ponieważ fundusze *private equity* dokonują wielu inwestycji, kontaktują się z wieloma przedsiębiorcami, sprawę zachowania dyskrecji traktują bardzo poważnie.³ Jeśli analitycy funduszu uznają, że przedsiębiorstwo spełnia założone kryteria oraz uzyskano zgodę co do planów jego rozwoju, można przejść do następnego etapu – negocjacji uzgodnień końcowych, w których inwestor i władze spółki ustalają warunki inwestycji. Chodzi szczególnie o określenie podziału udziału stron, ich praw i obowiązków, reprezentacji w radzie nadzorczej, zasady ewentualnego systemu opcji menedżerskich, sposobu realizacji zysku, czyli wycofania kapitału itp. Najtrudniejszą częścią negocjacji jest ustalenie ceny, za jaką inwestor nabywa określony udział w spółce. Bywają przypadki, że *due dilligence* i negocjacje toczą się równolegle. Jeśli oba etapy zakończą się pomyślnie, nadchodzi moment podpisania umowy inwestycyjnej i przekazanie firmie kapitału.

Poniższa tabela przedstawia kolejne etapy procesu inwestycyjnego i czas potrzebny na ich realizację.

Tabela 1. Etapy procesu inwestycyjnego i ich długość

	Etapy procesu inwestycyjnego	Czas
I	Wstępne zapoznanie się z projektem	2–3 tyg.
II	Uzgodnienie wstępnych warunków transakcji (<i>term sheet</i>)	2–4 tyg.
III	Badanie spółki (<i>due dilligence</i>)	2–4 tyg.
IV	Uzgodnienia finalne	1–3 tyg.
V	Dokumentacja prawna	2–3 tyg.

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów *Innova Capital*.

Badania dotyczące przyczyn odrzucania wniosków o wniesienie udziałów przez fundusz *private equity* przeprowadzone na amerykańskim rynku wskazują, że:

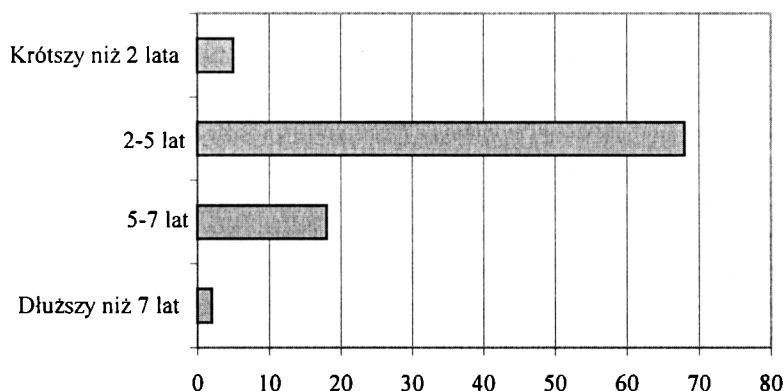
- w 39% powodem odmowy była niedostateczna jakość i niedostateczne doświadczenie menedżerów,
- w 24% produkty przedsiębiorstw nie pasowały do strategii inwestycyjnej funduszu,

³ Fundusze działające na terenie Wielkiej Brytanii, będące członkami Brytyjskiego Stowarzyszenia Venture Capital (BVCA), zobligowane są do respektowania „Kodeksu postępowania” („Code of Conduct”), zobowiązującego m.in. do zachowania w tajemnicy informacji przekazanych im przez firmy poszukujące kapitału i będące już w fazie inwestycji.

w 22% nie doszło do inwestycji z powodów finansowych – zbyt niskie oczekiwane zyski,
w 9% powodem odrzucenia wniosku była negatywna ocena biznesplanu [8, s. 131].

Wyniki badań wskazują, że podstawowe znaczenie dla szans powodzenia firmy na rynku ma jakość zespołu ludzi, którzy nią zarządzają. Powinien to być zespół o uzupełniających się kompetencjach, w skład którego wchodzi specjaliści od produkcji oraz marketingu danej branży. Okazuje się, że właśnie te dwie dziedziny zarządzania decydują o sukcesie rynkowym spółki, a zarazem jej właścicieli.

Horyzont czasowy zaangażowania środków funduszu *private equity* to zazwyczaj od 5 do 7 lat. Bywają inwestycje na okres krótszy lub dłuższy. Na poniższym wykresie widać, że najwięcej – prawie 70% – to inwestycje na 2-5 lat, a ok. 20% – 5-7 lat.



Rys. 3. Procentowy rozkład inwestycji PE/VC według czasu ich trwania

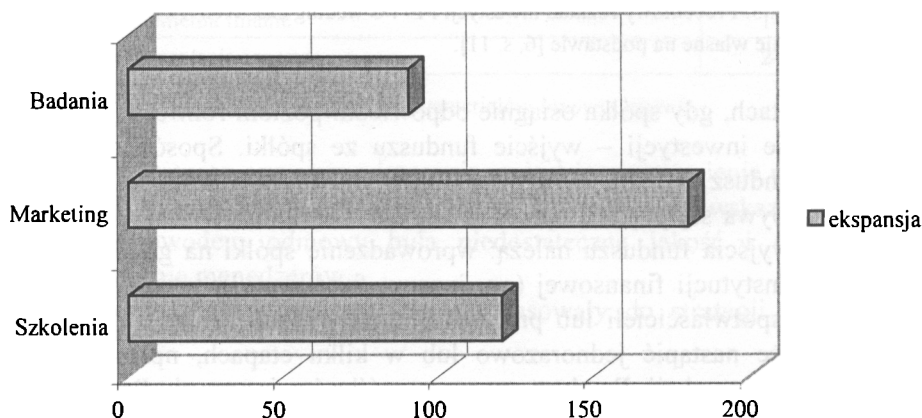
Źródło: opracowanie własne na podstawie [6, s. 11].

Po kilku latach, gdy spółka osiągnie odpowiedni poziom rozwoju, rozpoczyna się zakończenie inwestycji – wyjście funduszu ze spółki. Sposób opuszczenia spółki przez fundusz określony jest wcześniej w umowie inwestycyjnej. W Polsce najczęściej odbywa się poprzez sprzedaż udziałów inwestorowi branżowemu. Do innych opcji wyjścia funduszu należą: wprowadzenie spółki na giełdę, sprzedaż udziału innej instytucji finansowej (np. innemu funduszowi), wykup akcji przez pozostałych współwłaścicieli lub pracowników firmy (np. zarząd). Zakończenie inwestycji może nastąpić jednorazowo lub w kilku etapach, np. sprzedaż na giełdzie kilku transz akcji. Fundusz opuszcza spółkę i osiąga zysk. Przyjmuje się, że na 10 inwestycji, 2 kończą się totalną porażką, 2 ogromnym sukcesem, a pozostałe mieszczą się w przyjętych granicach średnich stóp zwrotu. Polskie przykłady wielokrotnego pomnożenia wartości spółki wspartej przez *private equity* to Computerland, Budimex, Lukas, Euronet, czy ostatnio ZML „Kęty” SA.

4. Wpływ *private equity* na spółkę

Po podpisaniu umowy i zaangażowaniu kapitału rozpoczyna się kilkuletnia współpraca. Fundusz zazwyczaj reprezentowany jest przez kilku „swoich” ludzi w radzie nadzorczej. Dzięki temu monitoruje bieżącą działalność i wyniki osiągane przez spółkę. Doradza zarządowi w kwestiach strategicznych, wspomagając go swoją wiedzą i doświadczeniem. Nie bierze udziału w bieżącym zarządzaniu przedsiębiorstwem, często jednak zapewnia pomoc sprawdzonych ekspertów od finansów, strategii, marketingu czy polityki kadrowej. Z ostatnich badań przeprowadzonych przez European Venture Capital Association (EVCA) wynika, że w przypadku większości projektów przedstawiciel funduszu kontaktuje się z zarządem spółki minimum raz w miesiącu.

Ponad 90% firm korzystających z *private equity* bez tych środków albo dzisiaj już by nie istniała, albo ich rozwój byłby dużo wolniejszy. Aż 72% projektów dokapitalizowanych w początkowych fazach „seed” i „start-up” nigdy nie ujrzałyby światła dziennego. Liczby te dowodzą, jak ważną rolę w rozwoju przedsiębiorczości odgrywają fundusze [6, s. 16]. Zwiększenie kapitału własnego spółki pozwala na poprawę jej wiarygodności kredytowej. Dzięki temu zwiększają się szanse na uzyskanie dodatkowego finansowania w formie kapitału obcego, który może być przeznaczony na dodatkowe inwestycje. Najczęściej wymienianymi efektami obecności *private equity* w spółce są poprawa płynności finansowej, szybki rozwój nowego produktu, wykreowanie wizerunku i marki firmy, zatrudnienie wysoko wykwalifikowanych pracowników, wdrożenie systemu informacyjnego wspomagającego zarządzanie i monitorowanie kosztów. Firmy z *private equity* zdobywają w ten sposób przewagę nad konkurencją i większość rynku.

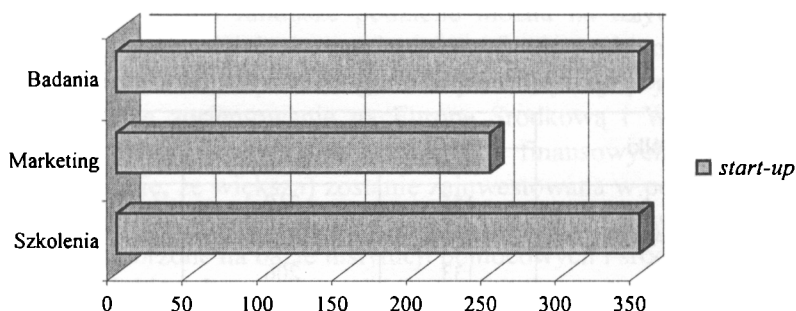


Rys. 4. Procentowy wzrost wydatków w poszczególnych dziedzinach w spółkach będących w stadium ekspansji

Źródło: opracowanie własne na podstawie [6, s. 13].

Największy wzrost wydatków w okresie przeprowadzenia badań, w porównaniu z momentem początkowym inwestycji *private equity*, nastąpił w takich dziedzinach, jak szkolenia pracowników, wydatki inwestycyjne, marketing oraz badania i rozwój. W firmach będących w fazie ekspansji wydatki na szkolenia uległy podwojeniu, a na marketing wzrosły prawie trzykrotnie.

Firmy znajdujące się we wczesnych etapach życia wydały na marketing i badania prawie czterokrotnie więcej środków w porównaniu z początkiem działalności. Poniższy wykres przedstawia procentowy wzrost wydatków w firmach korzystających ze środków funduszy.



Rys. 5. Procentowy wzrost wydatków w poszczególnych dziedzinach w spółkach będących na etapie *start-up*

Źródło: opracowanie własne na podstawie [6, s. 13].

Przedsiębiorstwa posiadające *private equity* twierdzą, że największym atutem tego typu inwestora jest jego zainteresowanie nie tylko obszarami finansowymi. Oprócz ścisłego monitorowania wyników finansowych spółki, zarząd może liczyć na pomoc w wyznaczeniu głównego celu działania czy formułowaniu strategii firmy. Pozwala to skoncentrować się na podstawowych działaniach i osiągnąć sukces rynkowy. Dzięki temu ponad 70% badanych spółek odnotowało wzrost swoich przychodów oraz zysku operacyjnego w porównaniu z konkurencją. W tab. 2 przedstawiono wyniki wybranych polskich spółek informatycznych, które znajdują się w portfelu funduszu Enterprise Investors.

Tabela 2. Poziom przychodów wybranych spółek z portfela Enterprise Investors

Nazwa spółki	Przychody (w mln zł)		
	1998	2000	2002
AB SA	214	441	476
Comp Rzeszów SA	26	54	82
CSS SA	42	76	111
TETA SA	17	30	29

Źródło: opracowanie własne na podstawie [2, s. 8].

W ciągu dwóch lat – 1998-2000 – odnotowały one prawie dwukrotny przyrost przychodów, co było spowodowane bardzo silnym wzrostem popytu w 2000 r. na usługi tego sektora. W następnych dwóch latach w trzech prezentowanych firmach wartość przychodów uległa zwiększeniu, ale tempo wzrostu jest już dużo niższe.

Z badań EVCA wynika, że efektem inwestycji *private equity* jest również wzrost zatrudnienia średnio o 46 osób. Polskie spółki wspierane przez fundusze również stworzyły nowe miejsca pracy. Skala zjawiska jest jednak różna. Trzymając się przykładu spółek informatycznych z portfela EI, można zauważyć, że w latach 1998 i 2002 w CSS SA zatrudnienie wzrosło prawie trzykrotnie, a w TETA SA spadło o 30%.

Tabela 3. Stan zatrudnienia w wybranych spółkach z portfela Enterprise Investors

Nazwa spółki	Zatrudnienie (w osobach)		
	1998	2000	2002
AB SA	155	210	160
Comp Rzeszów SA	117	171	201
CSS SA	133	206	396
TETA SA	240	359	170

Źródło: opracowanie własne na podstawie [2, s. 8].

Dodatkowym atutem inwestycji *private equity* jest fakt, że spółki zanotowały znaczne zwiększenie udziału swoich obrotów eksportowych średnio o 30% [6, s. 18].

Większość badanych przez EVCA firm przeznaczyła uzyskane od funduszy *private equity* na: wzrost zatrudnienia, inwestycje, badania i rozwój oraz działalność eksportową.

5. *Private equity* w Polsce

Private equity to kapitał długoterminowy. Inwestor na równi z przedsiębiorcą bierze na siebie ryzyko działalności i utożsamia się z interesem firmy. To nie tylko dawca kapitału, ale biznesowy partner, służący doświadczeniem i kontaktami. Sprawia on, że małe przedsiębiorstwa mogą stać się dużymi, a kadra menedżerska z pracowników najemnych – właścicielami.

Wieloletnie badania i doświadczenie w różnych krajach pokazują, że przedsiębiorstwo zasilone przez *private equity* wyprzedzają konkurencję. Rozwijają się szybciej niż inne firmy, zwiększają zatrudnienie, wprowadzają więcej innowacji i zdobywają nowe rynki.

W Wielkiej Brytanii fundusze *private equity* wprowadzają do gospodarki kilka miliardów funtów rocznie, zasilając ponad 1000 firm. Efekty inwestycji to: wzrost sprzedaży o 34% rocznie, przyrost zysku o 35% rocznie, wzrost eksportu o 29% rocznie, zwiększenie inwestycji o 28% w skali roku. Kapitał przekazany przedsię-

biorstwom przyczynił się do powstania nowych miejsc pracy. Około miliona ludzi w Wielkiej Brytanii pracuje w firmie aktualnie zasilanej przez *private equity*, co stanowi 5% zatrudnienia w sektorze prywatnym [9].

Polski rynek *private equity* nie jest jeszcze w pełni rozwinięty, ale przez ostatnich 12 lat wzrost był bardzo dynamiczny. Przejście od działalności o charakterze pomocowym do działalności czysto komercyjnej nastąpiło szybko, bo w ciągu zaledwie kilku ostatnich lat. Odbył się to bez pomocy rządu. W innych krajach rozwój *private equity* wspomagany był przez władze. Widziały one szansę w funduszach na rozwój małej i średniej przedsiębiorczości.

Obecne w Polsce fundusze podzielić można na trzy grupy. Do pierwszej, największej i najbardziej aktywnej, należą fundusze komercyjne. Tworzone są głównie na podstawie kapitału zagranicznych instytucji prywatnych. Drugą grupę tworzą fundusze zorientowane na Europę Środkową i Wschodnią z kapitałem pozyskanym na międzynarodowych rynkach finansowych. Część ich środków (miejmy nadzieję, że większa) zostanie zainwestowana w polskie przedsięwzięcia. Trzecia grupa to niewielkie fundusze wspierające rozwój przedsiębiorczości regionalnej, tworzone na bazie instytucji pomocowych i środków publicznych.

Kapitał, jakim dysponują polskie fundusze *private equity*, w ponad 90% pochodzi z zagranicy. Głównymi źródłami kapitału są amerykańskie fundusze emerytalne, banki, firmy ubezpieczeniowe oraz inni inwestorzy korporacyjni, np. Deutsche Bank, ING, ABN Amro. Struktura podaży kapitałów w Polsce zdecydowanie różni się od tendencji obserwowanych w funduszach np. Europy Zachodniej, przede wszystkim tym, że większość środków tam pozyskiwanych to kapitał rodzimych instytucji. Największą szansą na rozwój polskiego rynku *private equity* jest zmiana ustawy o funduszach inwestycyjnych, zezwalająca funduszom emerytalnym na większe zaangażowanie kapitałowe w tego typu przedsięwzięcia.

Fundusze emerytalne, które w obecnej chwili cierpią na nadmiar środków i bardzo ograniczone możliwości inwestycyjne, zyskują większe zróżnicowanie swojego portfela, a przedsiębiorstwa uzyskują kilka miliardów złotych tak bardzo potrzebnych do ich rozwoju. Skorzysta również giełda, na którą częściej będą mogły trafiać spółki. Umożliwienie inwestowania środków funduszy emerytalnych w fundusze *private equity* zwiększyłoby także dostępność tej formy finansowania dla polskich przedsiębiorstw. Paradoksalnie bardzo częstym problemem firm ubiegających się o finansowanie jest zbyt niska wartość projektu. Minimalne kwoty inwestycji wiodących prym na polskim rynku funduszy grubo przekraczają 1 mln USD, co dla firm na wczesnych etapach działalności jest kwotą abstrakcyjną. Mamy więc znaczną lukę – praktycznie brak możliwości finansowania ciekawych, a przy tym niewielkich projektów inwestycyjnych, rzędu np. 500 tys. zł – są to kwoty zbyt duże dla przedsiębiorców czy publicznych funduszy pomocowych, a zbyt małe dla obecnych na rynku funduszy *private equity*.

Biorąc pod uwagę opisywane powyżej sposoby wydatkowania przez spółki środków z inwestycji PE/VC, prawne stworzenie możliwości inwestowania

funduszy emerytalnych w tego typu przedsięwzięcia zwiększyłoby innowacyjność polskiej gospodarki, a tym samym jej konkurencyjność na rynkach międzynarodowych. Wzrósłby udział w naszym eksporcie dóbr wysoko przetworzonych i produktów markowych. To z kolei zapewniłoby polskim spółkom większą rentowność (pamiętajmy, jak duża część środków PE/VC została przeznaczona na zbudowanie takich marek, jak Kruk, Sonda, Beverly Hills Video, Euronet czy Alpinus). Co istotne, kapitał powstały wskutek wzrostu wartości spółek portfelowych mógłby być akumulowany w Polsce, co miałoby kolosalne znaczenie dla wysokości naszych przyszłych emerytur. Na rynkach o dłuższej historii, wyniki funduszy PE/VC były lepsze niż wskaźniki giełdowe i obligacje. Kilkuletnia obecność na polskim rynku instytucji *private equity* wykształciła już odpowiednio duże zasoby doskonałych specjalistów, potrafiących zarządzać tego typu przedsięwzięciami – co również ma duże znaczenie dla bezpieczeństwa powierzonych im pieniędzy.

Literatura

- [1] *A Guide to Venture Capital*, Publikacja BVCA, London 2002.
- [2] Konowrocka D., *Inwestycyjna ruletka*, Computerworld 2003, nr 7/563.
- [3] Muchalski T., *Pieniądże OFE szansą na rozwój venture capital*, wywiad z Dariuszem Stolą, dyrektorem wykonawczym Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych.
- [4] Ostrowska K., *Szansa w funduszach emerytalnych*, „Rzeczpospolita” z 31 sierpnia 2002.
- [5] Rind K.W., Mushkin M., *„Exiting” by Disposition – Negotiating an Acquisition*, The National Association of Small Business Investment Companies and The National Venture Capital Association, St. Charles, Illinois, 1996.
- [6] *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, Raport EVCA, 2002.
- [7] *Venture capital to kapitał szansy*, Raport Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, Warszawa 2002.
- [8] Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997.
- [9] www.bvca.co.uk
- [10] www.ppea.org.pl

PRIVATE EQUITY – NEW OPPORTUNITIES FOR POLISH ENTERPRISES

Summary

This publication contains main definitions of private equity. It explains how the private equity works, what kind of enterprises it chooses, how it supports entrepreneurs and shows routes of exiting. It also demonstrates the positive advantages that private equity brings to the business and the economy.

Readers can find some interesting findings of the European Private Equity & Venture Capital Association.

The second part of the article shows beginnings of the Polish private equity market and a dramatic increase in private equity investment in Polish companies.

It indicates chances and barriers for developing of our private equity investments.

Mgr Ilona Fałat-Kilijańska jest asystentem w Katedrze Finansów Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.