

Sebastian Jabłoński, Maciej Waszkiewicz

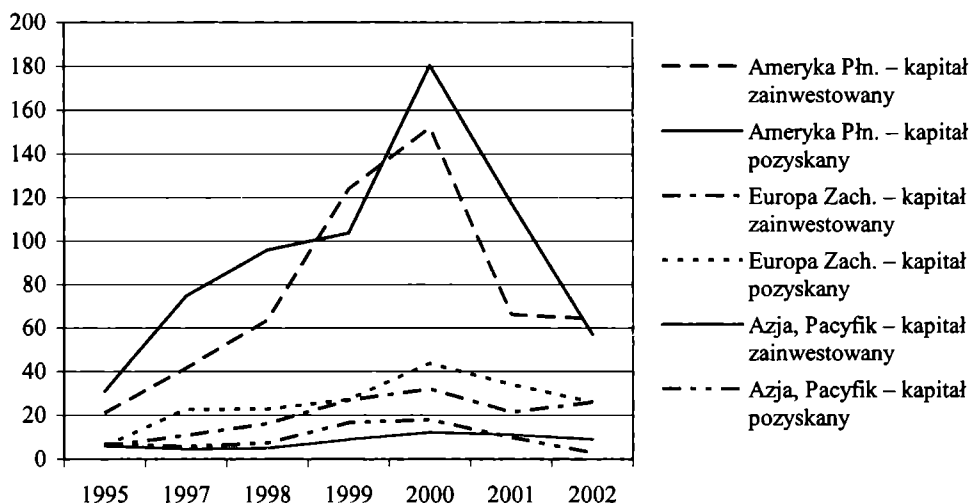
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

ZNACZENIE GOSPODARCZE *PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL* DLA *EMERGING MARKETS* (PRZYKŁAD POLSKI)

Wartość inwestycji *private equity/venture capital* na świecie systematycznie rośnie. Rynek ten stanowi potężną maszynę produkującą wartość dodaną do gospodarki światowej. Oceniając rozwój rynku *private equity/venture capital* z perspektywy kilkudziesięciu ostatnich lat, można by powiedzieć, że lata dziewięćdziesiąte to „złoty okres” w rozwoju tego sektora, objawiający się dynamicznym wzrostem wartości inwestycji, liczby inwestycji oraz ekspansją tej formy inwestycji na wielu rynkach, zwanych *emerging markets*, takich jak rynki Europy Środkowo-Wschodniej [Sobańska, Sieradzan 2004].

Europejski rynek *private equity* ma mniejsze doświadczenie od amerykańskiego. Pierwsze fundusze tego typu powstały ok. 10 lat po ich amerykańskich odpowiednikach. Mimo to również w Europie w inwestycje alternatywne zostały zaangażowane bardzo poważne środki. Prawie 4,5% wszystkich aktywów zainwestowano w fundusze PE/VC w 2005 r. W europejskich funduszach *private equity* w 2004 r. zgromadzono 27,4 mld euro, a działalność transakcji wykupu na rynku europejskim w 2004 r. osiągnęła sumę 80,2 mld euro, notując 23% wzrostu w porównaniu z rokiem 2003 [*Private equity, przyszłość...* 2006].

Od ponad 30 lat rynek kapitału wysokiego ryzyka w gospodarce amerykańskiej stanowi ważny element rozwoju innowacji. Odegrał także istotną rolę w rozwiniętych i rozwijających się gospodarkach na całym świecie [Gompers, Lerner 2001].



Rys. 1. Kapitał wysokiego ryzyka (pozyskany i zainwestowany) w Ameryce Płn., Europie Zach. i Azji – Pacyfik

Źródło: PricewaterhouseCoopers, okres 1998-2002 – Raport Global Private Equity 2003, okres 1995-1997 – Raport Private Equity 2001, www.pwcmoneytree.com.

Tabela 1. Kapitał wysokiego ryzyka (pozyskany i zainwestowany) w Ameryce Płn., Europie Zach. i Azji – Pacyfik

Wyszczególnienie	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Ameryka Płn. – kapitał zainwestowany	21	41,5	63,5	124	152	66,3	64,3
Ameryka Płn. – kapitał pozyskany	31	74,8	95,9	103,6	180,5	117,5	57
Europa Zach. – kapitał zainwestowany	6	10,9	16,2	26,8	32	21,5	25,8
Europa Zach. – kapitał pozyskany	6	22,6	22,8	27,1	43,7	34	26
Azja, Pacyfik – kapitał zainwestowany	6	4,6	4,9	9,1	12,3	11,2	9
Azja, Pacyfik – kapitał pozyskany	7	5,9	7,4	16,6	17,9	9,9	3

Źródło: PricewaterhouseCoopers, okres 1998-2002 – Raport Global Private Equity 2003, okres 1995-1997 – Raport Private Equity 2001, www.pwcmoneytree.com.

Pomiar wpływu kapitału wysokiego ryzyka na rozwój gospodarczy w większości krajów jest bardzo trudny, ponieważ ten rodzaj kapitału stanowi niewielką część wartości PKB. Tabela 2 prezentuje udział wybranych kategorii, tj. wartość inwestycji *private equity*, kapitalizację rynkową, wydatki B+R w wartości PKB w 20 krajach [Panfil 2005].

Tabela 2. Udział inwestycji *private equity*, kapitalizacji rynkowej, wydatków B+R w wartości PKB w wybranych 20 krajach

Państwo	PKB w 2002 r.	Inwestycje <i>private equity</i> w 2002 r.	PKB	Kapitalizacja rynkowa w 2002 r.	PKB	Wydatki B+R w 2001 r.	PKB
	mld USD		%	mld USD	%	mld USD	%
USA	10446	62,68	0,600	11055,57	105,84	294,58	2,82
Wielka Brytania	1555	9,58	0,616	1800,66	115080	29,55	1,90
Francja	1419	5,53	0,390	1476,00	104,02	31,22	2,20
Włochy	1186	2,48	0,209	477,08	40,23	12,69	1,07
Japonia	3996	2,38	0,060	2095,52	52,44	123,48	3,09
Niemcy	1987	2,37	0,119	686,01	34,52	49,48	2,49
Korea Płd.	469	1,95	0,416	215,66	45,98	13,88	2,96
Holandia	419	1,63	0,389	695,00	165,87	8,13	1,94
Kanada	729	1,57	0,215	570,22	78,22	14,14	1,94
Szwecja	238	1,39	0,584	179,12	75,26	10,16	4,27
Australia	393	1,21	0,308	380,09	96,72	6,01	1,53
Indie	460	1,05	0,228	242,84	52,79	2,30*	0,50
Izrael	103	0,98	0,951	40,77	39,58	2,80*	2,72
Hiszpania	654	0,92	0,141	461,56	70,57	6,28	0,96
Hong Kong	163	0,75	0,460	463,05	284,08	0,35*	0,21
Indonezja	173	0,56	0,324	30,07	17,38	0,48**	0,65
Finlandia	132	0,43	0,326	138,83	105,17	4,48	3,39
RPA	104	0,37	0,356	116,54	112,06	0,72	0,69
Chiny	1237	0,35	0,028	463,09	37,44	60,00	4,85
Belgia	247	0,34	0,138	185,00	74,90	4,84	1,96

Wartość PKB – Institute of International Management World Competitiveness 2003.

Wartość inwestycji *venture capital* – PricewaterhouseCoopers, www.pwcmoneytree.com.

Kapitalizacja rynkowa, World Federation of Exchanges, www.world-exchanges.org oprócz Francji, Holandii, Belgii (dane z Euronext).

Wydatki B+R, www.oecd.org.

Źródło: [Panfil 2005].

Sektor *venture capital* odegrał niezastąpioną rolę w rozwoju technologicznym w Stanach Zjednoczonych przez cały okres II wojny światowej. Takie przedsiębiorstwa, jak Digital Equipment Corporation, Apple, Compaq, Sun Microsystems,

Amgen, Montley Food, Federal Express, VeriSign, Geron, Genetech, Amazon com, Qualeom, Yahoo, Cisco System, AOL Time Warner czy Staples są podawane jako najbardziej spektakularne osiągnięcia sektora *venture capital*. Uważa się również, że sektor ten stworzył całkiem nowe dziedziny gospodarki w Stanach Zjednoczonych, takie jak przedsiębiorstwa biotechnologiczne Genentech czy innowacje transportowe Federal Express [Kornasiewicz 2004].

Początki sektora kapitału ryzyka PE/VC w Europie sięgają pierwszych lat po II wojnie światowej, kiedy to w Wielkiej Brytanii, a następnie w krajach Europy kontynentalnej rozpoczęły działalność pierwsze fundusze PE/VC. W odniesieniu do genezy sektora można mówić o istnieniu europejskiego modelu rozwoju, w którym impulsem do powstania było stwierdzenie nieefektywności istniejących systemów finansowych, skutkujące bezpośrednim zaangażowaniem państwa w finansowanie inwestycji tego typu, a następnie ograniczenie roli państwa wyłącznie do funkcji regulacyjnych skutkujące powstaniem przesłanek do trwałego rozwoju sektora i szybkim wzrostem znaczenia sektora w gospodarkach europejskich, począwszy od połowy lat dziewięćdziesiątych. Niezależnie od tego, że obecnie sektor PE/VC jest w Europie w pełni rozwiniętą gałęzią usług finansowych, znaczenie sektora w poszczególnych krajach europejskich jest zróżnicowane. Rentowność inwestycji PE/VC przewyższa rentowność analogicznych inwestycji na rynkach publicznych, aktywność zaś tego typu jest istotnym czynnikiem wzrostu gospodarczego i przyczynia się do tworzenia nowych miejsc pracy [Grzelak 2005, s. 155].

Największe korzyści kapitału wysokiego ryzyka pochodzą w formie innowacji, które przyczyniają się nie do powstawania nowych firm, lecz, co najważniejsze, do wyłaniania nowych branż. Szacowanie wpływu kapitału wysokiego ryzyka jest trudne także z tego powodu, że firmy wspierane finansowo przez fundusze *private equity* rozwinęłyby się bez ich zaangażowania kapitałowego, reinwestując zatrzymane zyski netto. Aczkolwiek bez silnej dawki kapitałowej z funduszy PE wdrażane przez firmy technologiczne innowacje rozwijałyby się znacznie wolniej [Panfil 2005].

Warunkiem, aby sektor *private equity/venture capital* stał się jednym z czynników wzrostu gospodarki, jest stworzenie oraz realizacja polityki publicznej, uwzględniającej potrzeby tego sektora oraz zapewniającej mu spójne warunki działania. Wtedy to fundusze *private equity/venture capital* będą realizować cykl finansowania, począwszy od firm nowo utworzonych, poprzez spółki wyodrębnione z części aktywów ich podmiotów macierzystych, aż po wykupy.

Duży udział w procesie umacniania się rynku *private equity/venture capital* ma Europa Środkowa i Wschodnia. Zwiększone zainteresowanie dawnego bloku komunistycznego to głównie efekt integracji z Unią Europejską. Centralnymi punktami na inwestycyjnej mapie są tutaj kraje o dużych rynkach wewnętrznych, jak Polska czy Węgry. Konkurowanie o ciekawe projekty skłania jednak inwestorów do wychodzenia poza granice europejskiej integracji. Coraz większym zainteresowaniem cieszą się kraje dawnej Jugosławii, a także Rumunia (przykładem może tu być zaangażo-

wanie kapitału funduszu Enterprise Investors w sieć spożywczą Artima) czy Bułgaria (która osiągnęła największy przyrost inwestycji w całej Europie Wschodniej w roku 2004) [Tamowicz 2006]. Atrakcyjność tych rejonów wynika po części z samego charakteru działalności funduszy ale także dlatego, iż popyt na pewne towary czy usługi na tych rynkach dopiero się pojawia.

Bardzo istotny oraz pozytywny wpływ na rozwój prywatnych inwestycji na rynku środkowo i wschodnio europejskim ma proces integracji europejskiej. Akcesja jest kolejnym ewolucyjnym krokiem w rozwoju rynku, dokładającym się niejako do jego przemiany z egzotycznego na rynek bardziej dojrzały [Manz 2004, s. 7].

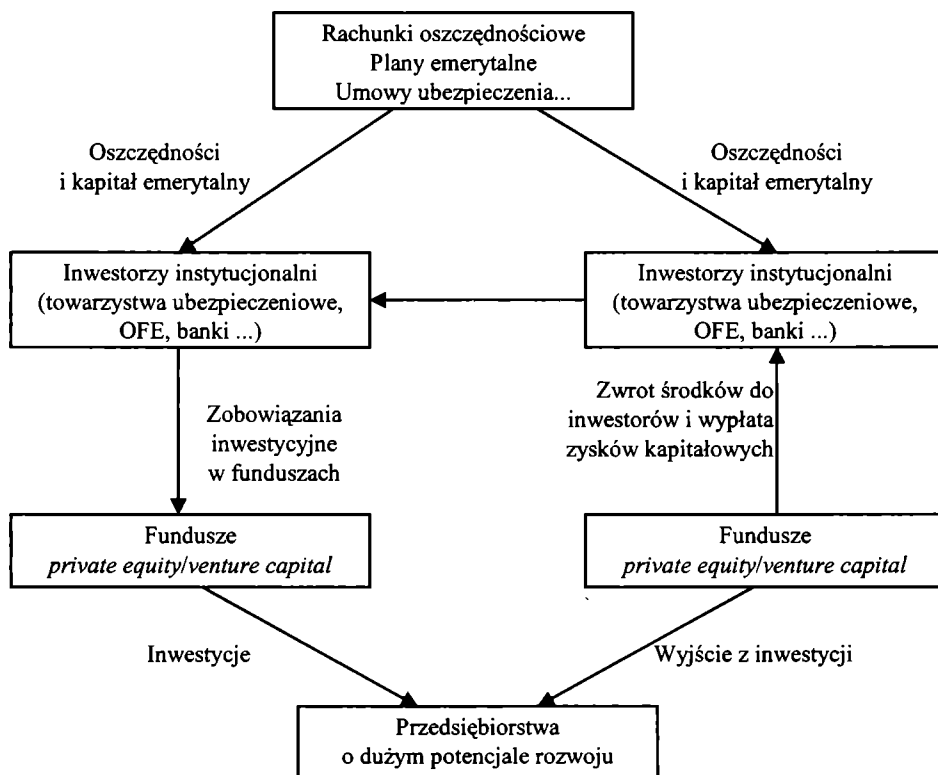
W ciągu ostatnich kilkunastu lat rynek PE/VC w tym regionie znacznie się zmienił i zbliża się poziomem do krajów Europy Zachodniej. Tempo tego rozwoju jest różne w różnych krajach i jest związane z rozwojem gospodarczym oraz poziomem ryzyka inwestycyjnego [Stefanowski 2005].

Wygląda na to, że długo oczekiwane przystąpienie do Unii Europejskiej zachęciło do podejmowania działań w dziedzinie PE/VC w Europie Środkowo-Wschodniej. Proces integracji rynku PE/VC będzie skutkował w miarę jak ustawodawstwo oraz koszty prowadzenia interesów będą coraz bardziej zbliżone do norm europejskich [Sormani 2003]. Nastąpiły również zmiany związane z tym faktem, na które oczekiwały firmy zarządzające funduszami. Najważniejsze z nich wymieniono poniżej:

- powoli następuje eliminacja barier w handlu z krajami UE, co daje bodziec rozwojowy spółkom eksportującym na te rynki,
- następuje napływ funduszy strukturalnych UE, co poprawia infrastrukturę oraz przyspiesza rozwój gospodarczy,
- następuje przenoszenie produkcji przez międzynarodowe przedsiębiorstwa do regionów bogatych w wykwalifikowaną, lecz tańszą siłę roboczą,
- nastąpiło wejście na rynki Europy Środkowej i Wschodniej funduszy inwestujących dotychczas wyłącznie w krajach Unii, co zwiększyło sumę inwestycji zagranicznych w Polsce i regionie,
- następuje konsolidacja podobnych firm działających w różnych krajach europejskich, powoli zanika bariera między Europą Zachodnią i Wschodnią.

Europa Środkowo-Wschodnia była w roku 2005 najlepszym regionem na świecie pod względem zysków z inwestycji w fundusze *private equity* i *venture capital*. Tak wynika z szacunków Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju jako głównego inwestora w tym regionie. Oszacował on, że zyski z tych inwestycji przyniosły mu 55% stopy zwrotu [Europejski Bank... 2006].

Jeżeli spojrzysz się na gospodarkę poszczególnych krajów Europy oraz doświadczenia związane z rynkiem omawianego zagadnienia, można stwierdzić, że sektor funduszy *private equity/venture capital* zapewnia trwały pozytywny mechanizm tworzenia wartości. Rysunek 2 przedstawia cykl finansowania inwestycji *private equity/venture capital*.



Rys. 2. Cykl finansowania inwestycji *private equity/venture capital*

Źródło: Postulat EVCA wobec Polityki Unii Europejskiej Państw Członkowskich.

Inwestorzy instytucjonalni (przede wszystkim fundusze emerytalne, banki oraz towarzystwa ubezpieczeniowe) zapewniają większość środków finansowych w funduszach *private equity/venture capital*, które z kolei firmy zarządzające tymi funduszami inwestują w nowo powstające przedsiębiorstwa bądź też w rozwój, wsparcie lub korzystną restrukturyzację istniejących już spółek o dużym potencjale wzrostu. Kiedy nowe środki finansowe zostaną przekute w sukces gospodarczy, przedsiębiorstwa, które skorzystały z finansowania *private equity/venture capital*, stają się motorem wzrostu całej gospodarki.

Zyski, które dzięki inwestycji osiąga firma i jej inwestorzy, są często realizowane w drodze wprowadzania jej akcji na giełdę lub poprzez połączenie czy też przejęcie przez inną spółkę. Osiągany w ten sposób dochód, który zazwyczaj przewyższa poziom dochodu uzyskiwanego z bardziej tradycyjnych inwestycji kapitałowych [Performance Measurement... 2004], staje się nowym źródłem kapitału oraz zachętą do dalszej redystrybucji środków finansowych, zapewniając zarówno zgromadzenie

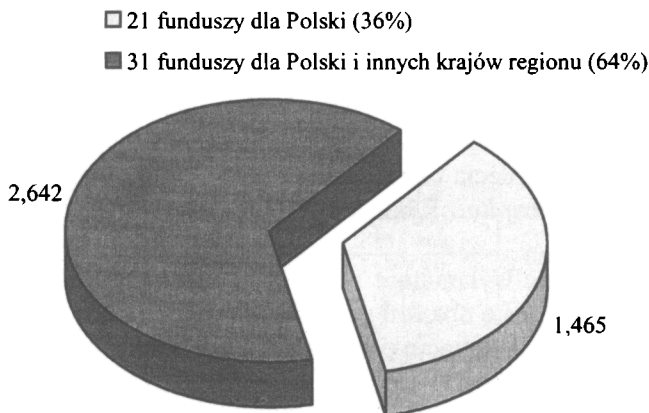
satysfakcjonującego poziomu oszczędności emerytalnych i funduszy ubezpieczeniowych, jak i zapoczątkowanie kolejnych cykli inwestycyjnych.

W dzisiejszych czasach kapitał jest alokowany w skali międzynarodowej i kieruje się go do najbardziej konkurencyjnych gospodarek na świecie, ale także do tych, które zaczynają uczyć się przyciągać pieniądze, stając się dobrym miejscem na wykorzystanie możliwości osiągnięcia olbrzymich stóp zwrotu poprzez np. inwestycje typu *private equity/venture capital*. Rynki te określane są mianem rynków wschodzących.

Emerging markets, a więc wyłaniające się rynki, G. Kołodko definiuje jako kolejny segment poszerzającego się obszaru gospodarki globalnej. Rynki te, „wyłaniając się”, otwierają się na ich penetrację poprzez umożliwienie lokowania tam z zyskiem wolnych kapitałów i sprzedaż towarów, a także pozyskiwanie zasobów, w tym relatywnie taniej siły roboczej. W ten sposób rynek się wyłania i globalizuje dodatkowy popyt, którego zaspokajanie staje się możliwe, znikają bowiem bariery polityczne, ekonomiczne i finansowe w dostępie do już rozwiniętych regionów świata [Kołodko]. Dobrym odzwierciedleniem tego typu rynku może być polski rynek.

Czołowi politycy polscy w deklaracjach programowych często mówią o potrzebie przyspieszenia rozwoju Polski. Prezydent Lech Kaczyński opowiada się za wzmocnieniem polskiego kapitału i zależy mu na tym, by najlepsze polskie konsorcja były porównywane z podobnymi na Zachodzie. Były premier Kazimierz Marcinkiewicz mówił o pilnej potrzebie tworzenia marki polskiej, rozpoznawalnej na rynku globalnym. Można by zauważyć starcie się dwóch wizji rozwoju Polski [Walendziak 2005]. Pierwsza zakładała nadrabianie zaległości względem społeczeństw zachodnich, druga natomiast inwestowanie w technologie po to, by móc konkurować na rynkach globalnych.

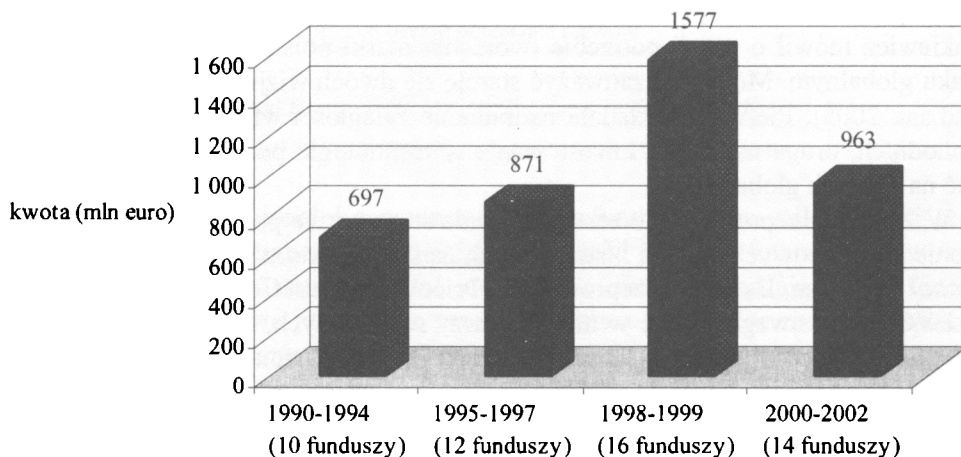
W 2003 r. przeprowadzone zostały badania statystyczne pozwalające na zgromadzenie podstawowych danych historycznych na temat sektora *private equity/venture capital* w Polsce. Badania przeprowadziła PriceWaterhouseCoopers przy współpracy EVCA. Nie uwzględniono w nim funduszy regionalnych, które to nie inwestują w Polsce. Badaniu poddano 21 firm zarządzających 52 funduszami *private equity/venture capital* w latach 1990-2002. Wyniki pokazały, że w dość krótkim czasie taki rynek wschodzący jak Polska oraz inne kraje Europy Środkowej-Wschodniej stały się rynkiem dynamicznego rozwoju sektora PE/VC. Badania nie uwzględniają jedenastu funduszy, które nie odpowiedziały na kwestionariusz. Suma kapitału dostępnego na inwestycje w Polsce i regionie od 1990 r. wyniosła blisko 5 mld euro.



Rys. 3. Łączny kapitał na inwestycje funduszy PE/VC od 1990 r.

Źródło: PriceWaterhouseCoopers.

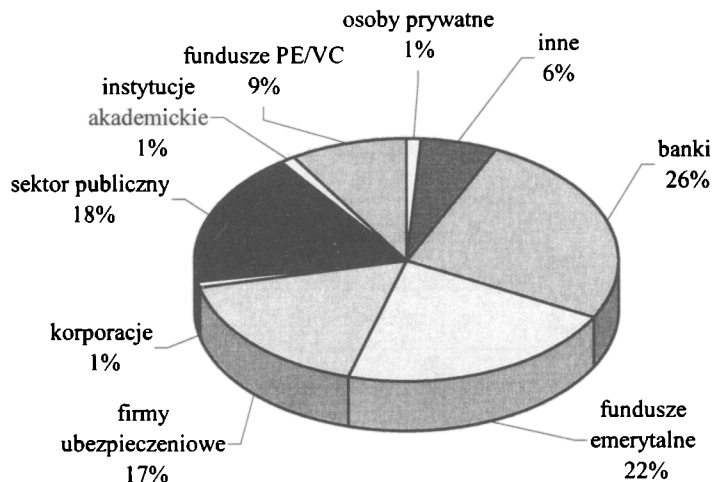
Następnie uwzględniono kwoty pozyskane w kolejnych latach przez fundusze PE/VC na inwestycje w Polsce i innych krajach regionu.



Rys. 4. Kapitały pozyskane do funduszy PE/VC na inwestycje w Polsce i innych krajach regionu w okresie 1990-2002

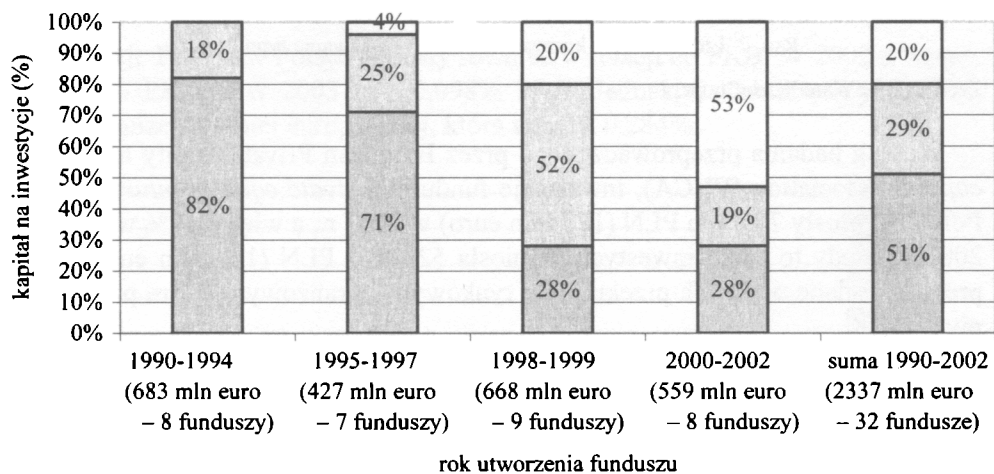
Źródło: PriceWaterhouseCoopers.

Rysunek 5 przedstawia źródła kapitału. Niemal wszystkie źródła kapitału pochodzą spoza Polski i regionu Europy Środkowej i Wschodniej.



Rys. 5. Fundusze PE/VC na tle innych źródeł kapitału

Źródło: PriceWaterhouseCoopers.



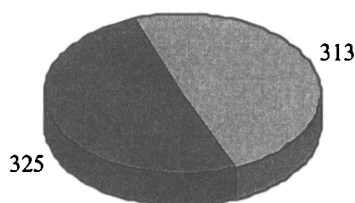
- ☐ kapitał do zainwestowania
- ☐ kapitał zainwestowany w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej
- ☐ kapitał zainwestowany w Polsce

Rys. 6. Kapitał zainwestowany przez fundusze PE/VC w latach 1990-2002

Kolejne dane pokazane na rys. 6 to kapitał (2,3 mld euro) na inwestycje, którym łącznie dysponowały 32 fundusze (51% zainwestowano w Polsce, 29% w pozostałych krajach regionu, 20% pozostało do zainwestowania na koniec 2002 r.)

Badania pokazują, iż 638 spółek pozyskało kapitał od funduszy (w okresie 1990-2002), z czego 65% spośród nich ma siedzibę w Polsce. Do końca 2002 r. fundusze wyszły z 325 spośród 638 spółek.

■ obecny portfel (liczba spółek) ■ zakończone inwestycje (liczba spółek)



wszystkie spółki korzystające z finansowania

Rys. 7. Liczba spółek korzystających z finansowania typu PE/VC

Źródło: PriceWaterhouseCoopers.

Według badania przeprowadzonego przez European Private Equity and *Venture capital* Association (EVCA), inwestycje funduszy *private equity/venture capital* w Polsce wyniosły 779 mln PLN (177 mln euro) w 2003 r., a więc o 47% więcej niż w 2002 r., kiedy to suma inwestycji wyniosła 529 mln PLN (137 mln euro). EVCA prezentuje dane w dwóch przekrojach: rynkowym i branżowym, które przedstawiamy poniżej¹.

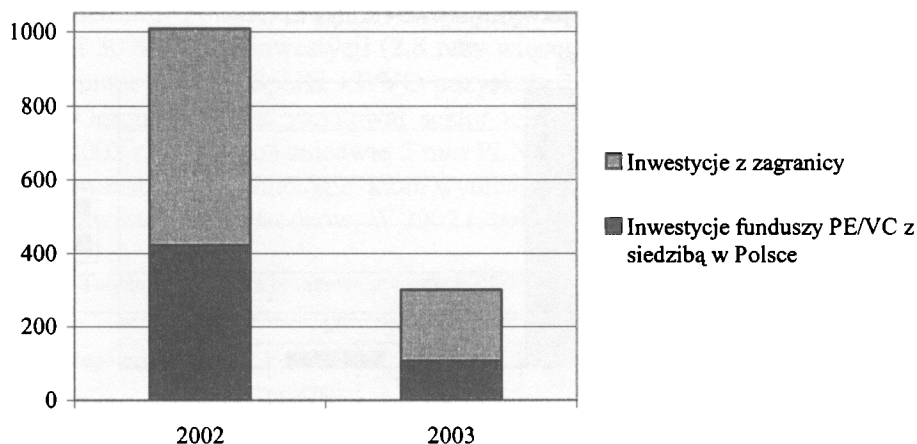
- Przekrój rynkowy uwzględnia inwestycje zrealizowane w Polsce przez firmy zarządzające funduszami z całej Europy.

- Przekrój branżowy prezentuje działalność firm zarządzających funduszami, które mają siedzibę w Polsce. Dane obejmują ich działalność zarówno w Polsce, jak i za granicą, głównie w Europie Środkowej i Wschodniej.

W 2003 r. inwestycje PE/VC w Polsce wyniosły 779 mln PLN, co stanowiło wzrost o 47% w porównaniu z rokiem 2002, kiedy odnotowano 529 mln PLN. Na wynik ten złożyły się zarówno inwestycje firm działających w Polsce, jak i zagranicznych firm zarządzających funduszami. Te pierwsze zainwestowały 586 mln PLN w 2003 r., o 39% więcej niż w 2002 r., który zamknął się kwotą 422 mln PLN.

¹ Dane statystyczne pochodzą z EVCA 2004 Yearbook oraz CEE Success Stories.

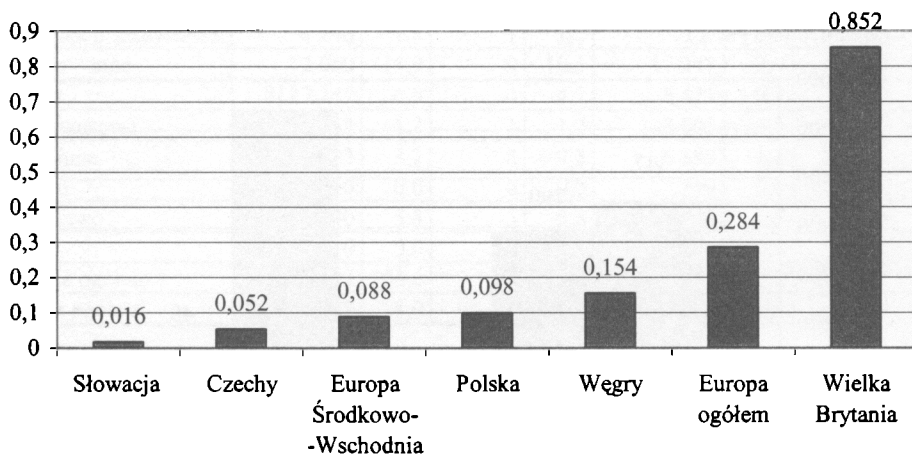
Inwestycje firm zagranicznych wyniosły 193 mln PLN w porównaniu do 107 mln PLN w 2002 r., co daje wzrost o ponad 80% (rys. 8).



Rys. 8. Inwestycje PE/VC w Polsce w latach 2002-2003

Źródło: EVCA, CEE Success Stories.

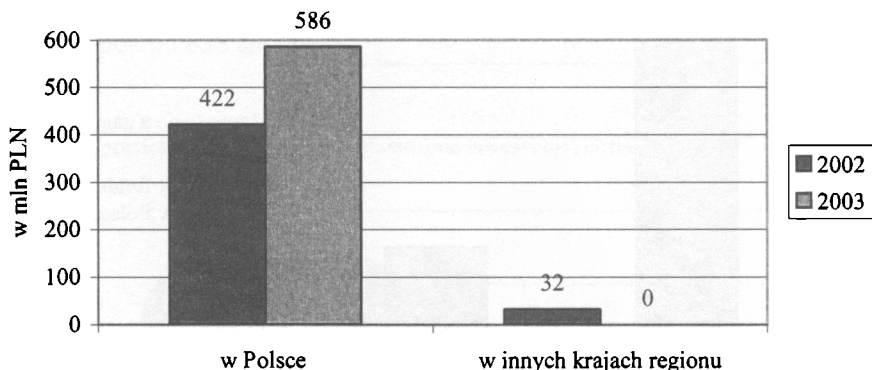
Inwestycje PE/VC w Polsce wzrosły również w relacji do PKB. W 2002 r. wynosiły 0,069% PKB, a w 2003 r. – 0,098% PKB. Jednak wskaźnik ten jest nadal znacznie poniżej średniej europejskiej, która wynosi 0,284%.



Rys. 9. Inwestycje PE/VC w stosunku do PKB w wybranych krajach Europy (bazowy rok 2003)

Źródło: EVCA, CEE Success Stories.

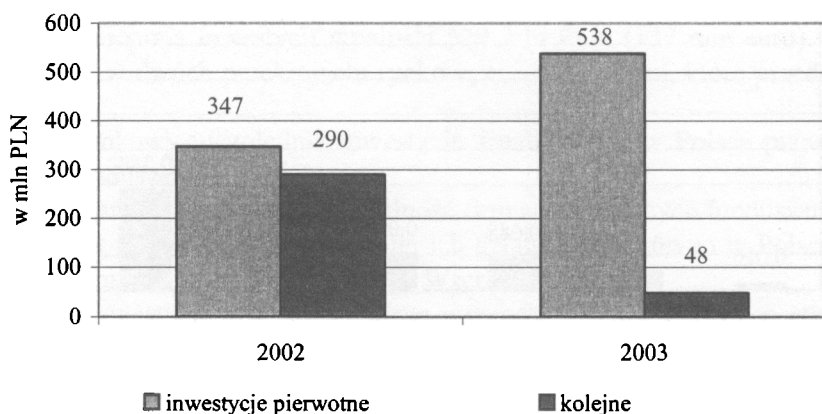
Badanie EVCA skupiało się na działalności firm inwestycyjnych *private equity* mających siedzibę w Polsce oraz inwestujących tak Polskę, jak i w całej Europie Środkowej i Wschodniej. Zainwestowały one w 2003 r. 586 mln PLN, o 29% więcej niż w roku 2002, kiedy inwestycje wyniosły 454 mln PLN.



Rys. 10. Inwestycje polskich firm zarządzających funduszami w latach 2002-2003

Źródło: EVCA Yearbook 2004.

Średnia wielkość inwestycji wzrosła ponaddwukrotnie – z 5,3 mln PLN w 2002 r. do 12,2 mln PLN w 2003 r. Jednocześnie zmniejszyła się liczba spółek podlegających finansowaniu – z 86 w 2002 r. do 48 w 2003 r. Zmianie uległy również proporcje inwestycji pierwotnych, trafiających do spółek, które wcześniej nie pozyskiwały finansowania *private equity*, i kolejnych, kierowanych do spółek z portfela funduszy. Obrazuje to rys. 11.



Rys. 11. Inwestycje pierwotne i kolejne

Źródło: EVCA Yearbook 2004.

W 2003 r. aż 92% (538 mln PLN) stanowiły inwestycje pierwotne, podczas gdy w 2002 r. było to zaledwie 164 mln PLN, czyli 36% całości.

Nastąpiła też zmiana kierunków inwestowania wśród polskich firm zarządzających funduszami. Polskie firmy *private equity* zrealizowały w sektorze 174 mln PLN, czyli 30% całości inwestycji (2,8 razy więcej niż w 2002 r. stanowiła branża dóbr konsumpcyjnych). Spółki PE/VC pozyskały 149 mln PLN (159 mln PLN w 2002 r.). Ogromny wzrost zanotował sektor usług finansowych (wartość 139 mln PLN); w 2002 r. trafiło doń zaledwie 5 mln PLN. Zainteresowaniem inwestorów cieszą się zaawansowane technologie które wyniosły w 2003 r. 181 mln PLN, czyli 31% całości zainwestowanych środków. W 2002 r. był to poziom 36 mln PLN ogółu.

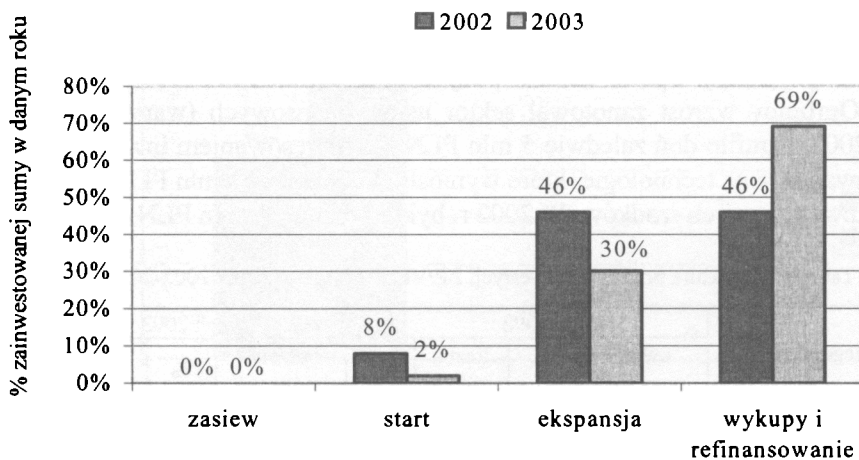
Tabela 3. Struktura branżowa inwestycji PE/VC w Polsce w latach 2002-2003

Wyszczególnienie	2002				2003			
	kwota inwestycji	%	liczba spółek	%	kwota inwestycji	%	liczba spółek	%
Telekomunikacja/media	63 088	13,9	21	24,4	173 719	29,7	13	27,1
Informatyka	17 412	3,8	9	10,5	523	0,1	1	2,1
Elektronika – inne	2 667	0,6	3	3,5	6 858	1,2	1	2,1
Biotechnologia	2 193	0,5	1	1,2	0	0,0	0	0,0
Medycyna	16 167	3,6	3	3,5	27 082	4,6	2	4,2
Energia	31 062	6,8	4	4,7	30 419	5,2	1	2,1
Dobra konsumpcyjne	159 397	35,1	12	14,0	148 959	25,4	7	14,6
Produkty i usługi przemysłowe	7 689	1,7	4	4,7	0	0,0	0	0,0
Chemia i gospodarka materiałowa	0	0,0	0	0,0	7 826	1,3	1	2,1
Automatyka przemysłowa	8 290	1,8	1	1,2	0	0,0	0	0,0
Produkcja – inne	72 060	15,9	9	10,5	17 247	2,9	6	12,5
Transport	27 247	6,0	4	4,7	5 425	0,9	1	2,1
Usługi finansowe	5 368	1,2	1	1,2	138 605	23,7	5	10,4
Usługi – inne	14 683	3,2	8	9,3	6 388	1,1	1	2,1
Rolnictwo	0	0,0	0	0,0	149	0,0	1	2,1
Budownictwo	26 260	5,8	5	5,8	8 780	1,5	4	8,3
Inne	0	0,0	0	0,0	13 580	2,3	4	8,3
Inwestycje ogółem	453 592	100,0	86	100,0	585 561	100,0	48	100,0
High-tech ogółem	36 188	8,0	16	18,6	181 105	30,9	15	31,3

Źródło: EVCA Yearbook 2004.

Zainteresowanie funduszy w roku 2003 przesunęło się w kierunku spółek dojrzałych (68% całości środków), 398 mln PLN przeznaczyły one na refinansowanie lub wykup od poprzednich właścicieli. W 2002 r. kwota ta wyniosła 209 mln PLN, co stanowiło 46% środków. Inwestycje w przedsiębiorstwa na etapie ekspansji wynio-

sły w 2003 r. 178 mln PLN, czyli 30% wszystkich inwestycji. W 2002 r. wyniosły one 207 mln PLN, czyli 46%.



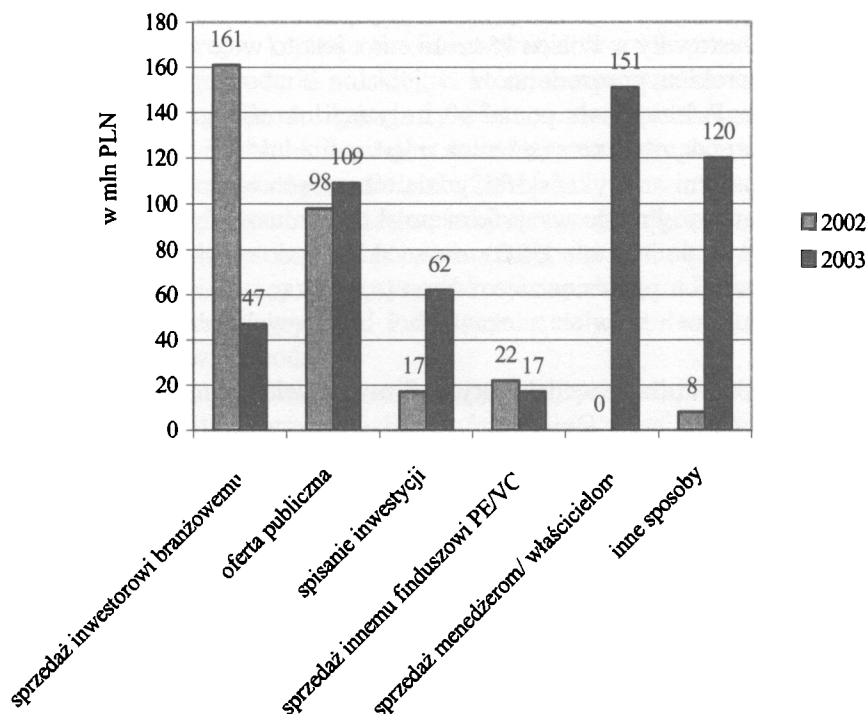
Rys. 12. Podział inwestycji pod względem etapu rozwoju spółki

Źródło: EVCA Yearbook 2004.

Dane EVCA z 2003 r. pokazują, że fundusze wyszły z 60 spółek, łączna wartość początkowa stanowiła 506 mln PLN (306 mln PLN w 2002 r.). Oznacza to wzrost wartości o 65%, 30% kwoty dezinvestycji stanowiła sprzedaż grupie menedżerskiej i/lub dotychczasowym właścicielom, 22% to dezinvestycja przez giełdę. Inwestorowi strategicznemu sprzedano zaskakująco małą część (9% w 2003 r. wobec 53% w 2002 r.). Sprzedaż innemu funduszowi *private equity/venture capital* wyniosła 3,4% ogółu. Inne metody stanowiły łącznie 23% w 2003 r. (0,3% w 2002 r.).

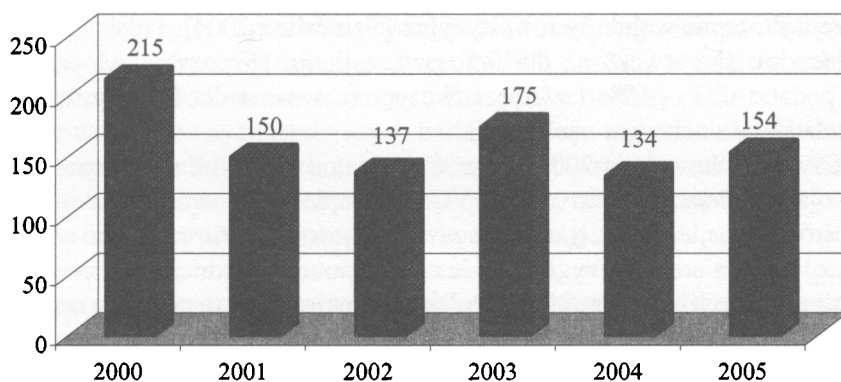
Specyfikę oraz rozmiar polskiego rynku PE/VC określić można za pomocą wielu wskaźników [Gieroczyńska]. Aktywność funduszy w zakresie pozyskiwania środków zawierają najnowsze dane Europejskiego Stowarzyszenia Inwestorów Private Equity i Venture Capital ukazane w EVCA Yearbook 2006.

W 2005 r. firmy, które zarządzały funduszami VC/PE, osiągnęły poziom 59,1 mln euro na inwestycje w kolejnych latach. W 2004 r. była to wartość 303,9 mln euro, a więc widzimy, jak wartość ta w ciągu roku zmalała. Należy jednakże podkreślić wyjątkowość roku 2004, kiedy to polskie firmy zarządzające funduszami pozyskały aż 1,4 mld złotych, a więc kwotę zbliżoną do rekordowego roku 2000.



Rys. 13. Dezinwestycje polskich firm zarządzających funduszami w latach 2002-2003

Źródło: EVCA Yearbook 2004.



Rys. 14. Inwestycje PE/VC w Polsce w latach 2000-2005 (w mln euro)

Źródło: Roczniki Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych 2002-2005, EVCA 2006 Year-book.

Jeżeli przyjrzymy się pod kątem inwestycji, to firmy zarządzające funduszami PE/VC zainwestowały w Polsce 154 mln euro, jest to więc 18-procentowy wzrost w porównaniu z rokiem poprzednim.

Obecnie w Polsce działa ponad 60 instytucji określających się mianem *private equity*. Widać, jak znaczne są różnice między funduszami działającymi w naszym kraju a funduszami amerykańskimi, gdzie ten sposób inwestowania jest najbardziej rozpowszechniony. Przede wszystkim polskie fundusze dysponują niezbyt dużym kapitałem (od 30 do 300 mln USD), nie są skłonne do ryzykownych, chociaż potencjalnie zyskowych przedsięwzięć. Mimo to, patrząc na historię tych inwestycji w Polsce, można znaleźć wiele ciekawych i budujących przykładów [Chmielewski 2004].

Od początku lat dziewięćdziesiątych firmy *private equity* zainwestowały w polskie spółki 1,2 mld euro. Do tej pory zrealizowały ponad trzysta inwestycji, często wielokrotnie pomnażając wartość spółek. Przykładem mogą tu być Lukas Bank, Computerland, Polfa Kutno, Euronet, Eldorado. W chwili obecnej w portfelach funduszy *private equity* znajduje się ponad dwieście projektów. Wskaźnik wielkości inwestycji *private equity* w stosunku do PKB w Polsce wynosi 0,07%, w Europie Środkowo-Wschodniej 0,1%, a w całej Europie ponad 0,3% [Pokojska 2006].

Od kilku lat Europejskie Stowarzyszenie Venture Capital sporządza ranking krajów pod względem jakości środowiska podatkowego i regulacyjnego rynku *venture capital* i *private equity*. Do sporządzenia tej swoistej mapy atrakcyjności wykorzystuje 13 zmiennych obejmujących m.in. takie zagadnienia, jak: możliwość udziału inwestorów instytucjonalnych w rynku *venture capital*, opodatkowanie firm, zysków kapitałowych i dochodów osób prywatnych, środowisko dla rozwoju przedsiębiorczości podatków, działanie prawa upadłościowego, regulacje dotyczące przejęć i akwizycji, dostępne wehikuly inwestycyjne [Tamowicz 2004]. Polska, z oceną 2,13 pkt za środowisko stworzone dla funduszy, zajmuje 16 pozycję. Mocne strony to niskie podatki CIT – 19% (warto zauważyć, że średnia dla Europy wynosi 29%) oraz podatek od dochodów osobistych.

EVCA opublikowało w 2004 r. tzw. Central and Eastern Europe Success Stories, prezentujące najlepsze inwestycje PE/VC w Europie Środkowo-Wschodniej.

Spośród 25 najlepszych transakcji *private equity* i *venture capital* aż osiem pochodzi z Polski, siedem z Węgier, sześć z Czech oraz po jednej z Chorwacji, Łotwy, Rumunii i Słowacji [Kozicki 2004]. Polska jest największym rynkiem *private equity* w regionie, rynkiem o rosnącym potencjale inwestycyjnym, czego dowodzi drugi już z rzędu rok wzrostu. Warto dodać, że suma inwestycji w Polsce była wyższa niż w kilku innych krajach Unii Europejskiej, m.in. Portugalii – 116 mln euro, Austrii – 113 mln euro, Węgrzech – 111 mln euro, Czechach – 39 mln euro, Grecji – 26 mln euro i Słowacji – 4 mln euro.

Na podstawie przeprowadzonych analiz można stwierdzić, że w Polsce istnieją dosyć duże zasoby kapitałowe, przekraczające nawet możliwości inwestycji, brakuje

natomiast dobrego mechanizmu ich alokacji. Wykorzystanie zasobów oferowanych przez potencjalnych dawców kapitału do finansowania nowych przedsięwzięć jest niezmiernie istotne dla gospodarki polskiej, w której tempo wzrostu małych przedsiębiorstw i restrukturyzacji produkcyjnej czy własnościowej przebiega bardzo wolno. Przyczyną tego stanu jest brak kapitałów oraz klarownej, długoterminowej polityki rządu w tym zakresie [*Sytuacja w Polsce...* 2004].

Kraje wysoko rozwinięte wiele lat wcześniej dostrzegły ogromną rolę sektora PE/VC, który stanowił motor wzrostu gospodarczego, mechanizm stymulujący powstawanie nowych miejsc pracy, przyczynę wzrostu innowacyjności bądź eksportu. Co więcej, fundusze te były ważnym instrumentem w procesie restrukturyzacji i zmian własnościowych w gospodarce.

Region polski pozostaje nadal jednym z najatrakcyjniejszych, biorąc pod uwagę tak kluczowe czynniki, jak koszt pracy czy wykwalifikowana siła robocza. Wydaje się więc, że dalszy rozwój sektora PE/VC w Polsce jest nieunikniony.

Wobec tak pomyślnej perspektywy możemy podać kilka czynników będących swoistym motorem napędzającym ten sektor w najbliższych latach:

- 1) dalszy oczekiwany wzrost gospodarki,
- 2) postępy konwergencji z gospodarką UE,
- 3) wzrost zainteresowania rynkiem polskim rodzimych funduszy nieinwestujących do tej pory w Polsce,
- 4) szybki przyrost kapitału akumulowanego w nowym polskim systemie emerytalnym,
- 5) wpływ działalności Krajowego Funduszu Kapitałowego oraz wsparcie funduszy *seed capital* ze strony funduszy strukturalnych,
- 6) zakumulowane doświadczenie menedżerów inwestycyjnych.

Istnienie powyższych czynników powoduje, że rozwój tego sektora będzie wciąż kontynuowany, tak aby proporcje inwestycji PE/VC do PKB wciąż wzrastały, podobnie jak to zostało odnotowane w krajach Europy Zachodniej i USA.

Jednakże wobec pewnych istniejących barier rozwoju tego sektora wskazane jest aktywne zaangażowanie państwa, tak jak uczyniły to kraje wysoko rozwinięte, w których rozwój inwestycji stymulowany był poprzez odpowiednie inicjatywy rządowe mające charakter prawny, podatkowy i organizacyjny.

Przyciąganie kapitału bowiem wymaga olbrzymiej profesjonalizacji w promocji danego kraju, wskazując na jego perspektywy rozwojowe oraz dążenie do stabilizacji wewnętrznej i zewnętrznej. Najczęściej wskazywane bariery rozwoju funduszy wysokiego ryzyka to:

- niska jakość kadry menedżerskiej w polskich przedsiębiorstwach,
- słaby rozwój rynku kapitałowego,
- mała podaż atrakcyjnych rozwiązań technologicznych rokujących sukces rynkowy,

- system podwójnego opodatkowania (dochodu funduszy wysokiego ryzyka i dywidendy akcjonariusza)
- brak atmosfery sprzyjającej popularyzacji funduszy wysokiego ryzyka [Kornasiewicz 2004, s. 224].

System europejski pilnie potrzebuje jednolitego rynku zapewniającego możliwości dynamicznego rozwoju rynku PE/VC. Rynek ten bowiem ma kluczowe znaczenie dla osiągnięcia sformułowanych w Lizbonie celów: wzrostu gospodarczego, rozwoju innowacyjności i konkurencyjności. Zauważmy, że to właściwie ten sektor daje olbrzymie możliwości pobudzania gospodarki, stymulowania innowacyjności czy też tworzenia nowych miejsc pracy, co jest istotnym czynnikiem rozwoju rynków wschodzących (*emerging markets*). Niezwykle istotne jest stworzenie spójnego ekosystemu przedsiębiorczości i zaawansowanych technologii. Dość istotnym kluczem do sukcesu jest realizacja następujących postulatów skierowanych wobec polityki Unii Europejskiej i państw członkowskich przez EVCA :

1. Ochrona i rozwój przedsiębiorczości, kultury i edukacji na rzecz przedsiębiorczości w Europie:

- I. Rozwój przedsiębiorczości przez stworzenie ram prawnych.
- II. Rozwój przedsiębiorczości poprzez programy edukacyjne i pomocowe.

2. Pobudzanie innowacyjności oraz działalności badawczo-rozwojowej:

III. Pobudzanie innowacyjności poprzez tworzenie sprzyjających warunków do prowadzenia w Europie światowej klasy badań naukowych.

IV. Pobudzanie innowacyjności poprzez zagwarantowanie specjalnego statusu dla młodych firm innowacyjnych w całej Europie.

V. Pobudzanie innowacyjności poprzez stworzenie zintegrowanego, przejrzystego i sprawnego systemu ochrony praw własności intelektualnej.

3. Poprawa warunków pozyskiwania i inwestowania kapitału przez fundusze *private equity* i *venture capital* jako czynnik stymulujący rozwój przedsiębiorczości i wzrost gospodarczy:

VI. Poprawa dostępu do źródeł finansowania poprzez usuwanie ograniczeń inwestowania w fundusze *private equity/venture capital* przez pewne grupy inwestorów.

VII. Poprawa dostępu do źródeł finansowania poprzez wsparcie publiczne w określonych branżach, regionach lub wsparcie dla przedsiębiorstw na wczesnym etapie rozwoju.

VIII. Poprawa dostępu do źródeł finansowania poprzez stworzenie ogólnopolskiej struktury prawnej dla tego typu funduszy, ułatwiającej podejmowanie decyzji inwestycyjnych o charakterze transgranicznym.

IX. Poprawa dostępu do źródeł finansowania poprzez stworzenie (najlepiej w drodze fuzji) ogólnoeuropejskiego sprawnie działającego rynku (lub rynków) notowań i obrotu dla przedsiębiorstw o dużym potencjale rozwoju.

Działania na rzecz spełnienia tych postulatów pozwolą na zidentyfikowanie i wyeliminowanie istniejących jeszcze w Europie barier rozwoju dynamicznej gospo-

darki mającej fundamenty na tak ważnym podłożu, jak rozwój przedsiębiorczości i innowacji.

Proces integracji oraz globalizacji stawia przed Polską, jako jednym z przedstawicieli rynków wschodzących, poważne wyzwania. Wszelkie działania na rzecz dostosowania polskiej gospodarki do standardów europejskich, co więcej – akceptacja sposobów zarządzania oraz metod wprowadzania nowoczesnych technologii, zdecydowanie ułatwią powiązania z rynkami globalnymi.

Konieczne jest więc stworzenie programu długofalowej polityki państwa, polegającego na zwiększaniu korzyści płynących z procesów globalizacyjnych uwzględniającym podstawowe cele rozwoju gospodarczego. Sukces w sferze szybkiego tempa wzrostu gospodarczego osiągany jest bowiem z jednej strony dzięki bezinflacyjnemu przyrostowi własnego popytu oraz w warunkach konkurencyjności rynków korzystania z popytu zewnętrznego, z drugiej zaś dzięki zdolności długofalowego przyciągania oszczędności zewnętrznych, powodując zwiększanie ich mocy wytwórczych.

Literatura

- Chmielewski M., *Kapitał podwyższonego ryzyka*, „Gazeta Finansowa”, 27.11.2004.
- Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju: *Polskie firmy dają inwestorom szansę na duże zyski PRIVATE EQUITY. Gdzie lokować kapitał*, „Rzeczpospolita”, 02.06.2006.
- EVCA 2004 Yearbook oraz CEE Success Stories – dane statystyczne.
- Gieroczyńska E., *Efektywne wykorzystanie private equity i venture capital*, Biuletyn Analiz UKiE, nr 6.
- Gompers P.A., Lerner J., *The Money of Invention*, Harvard Business School, 2001.
- Grzelak T., *Sektor kapitału ryzyka (VC/PE) w Europie*, „Problemy Zarządzania” 2005, nr 2 (8), Wydział Zarządzania UW.
- Kołodko G.W., *Globalizacja – zacofanie – rozwój*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Warszawie, Centrum Badawcze Transformacji, Integracji i Globalizacji „Tiger”.
- Kornasiewicz A., *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004.
- Kozicki S., *Private equity. Zyskowny sektor wysokich technologii*, „Gazeta Ubezpieczeniowa”, 16.11.2004.
- Manz R., *UE wyzwoli potężny impuls*, „Puls Biznesu”, wyd. 1609 (14.06.2004).
- Panfil M., *Fundusze private equity – wpływ na wartość spółki*, Wydawnictwo Difin, Centrum Doradztwa i Informacji sp. z o.o., Warszawa 2005.
- Performance Measurement and Asset Allocation for European Private Equity Funds*, CDC Ixis Capital Markets, 2004.
- Pokojska M., *Rynek z luką kapitałową*, CFO Magazyn Finansistów, 22.06.2006.
- Private equity, przyszłość TFI i OFE w Polsce*, „Gazeta Finansowa”, 22.06.2006.
- Sobańska K., Sieradzan P., *Inwestycje private equity/venture capital*, Wydawnictwo Key Text sp. z o.o., Warszawa 2004.
- Sormani A., *Razem możemy osiągnąć więcej*, „European Venture Capital Journal”, 01.01.2003.
- Stefanowski P., *Czy inwestorzy patrzą inaczej na kraje Europy Centralnej i Wschodniej?*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, 01.11.2005.
- Sytuacja w Polsce*, „Nowe Życie Gospodarcze”, 18.07.2004.

Tamowicz P., *Polska nie jest gwiazdą na europejskiej mapie VC. Ranking atrakcyjności. Mamy jeszcze wiele do naprawienia*, „Puls Biznesu”, 02.08.2004.

Tamowicz P., *Thuste lata VC/PE*, „Puls Biznesu”, 06.06.2006.

Walendziak W., *Polska lokomotywa*, „Polityka”, 19.11.2005.

www.nvca.com.

www.ppea.org.pl.

ECONOMICAL DRIFT OF PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL IN THE EMERGING MARKETS

Summary

The purpose of this publication is to highlight the important factors in the process of the economical development of Poland in the sector of Private Equity/Venture Capital.

In order to accomplish the aforementioned objectives, the analysis has been undertaken based on the statistical data of EVCA, PriceWaterHauseCoopers between the years 2000 and 2005.

The above data from PWC has been an immense source of knowledge to reflect changes that have taken place in this investment world of the capital market.

In summary, the article has described the functionality barriers of the Private Equity/Venture Capital market in Poland and has indicated important factors on further growth of this segment in Poland.

Furthermore, very important source of knowledge for this article has come from the website of the Polish Private Equity Association (PSIK), which is one of the most important treasuries, providing in depth knowledge about the Private Equity/Venture Capital.

Furthermore, the authors have conducted and researched a series of publications and available reports that have been published recently on the market. The authors believe that the enclosed paper will be treated as a small contribution in analyzing and researching the information on the growing role of the Private Equity/Venture Capital in Poland.