

# Czas na Polskę!

**Atrakcyjna dla międzynarodowych funduszy private equity Polska nadal ma niewielu rodzimych inwestorów w tym dynamicznie rosnącym sektorze finansów.**



**Andrzej Mierzwa**

Od kilku lat międzynarodowe rankingi plasują Polskę w czołówce krajów najbardziej atrakcyjnych dla funduszy private equity. Młode i wykształcone społeczeństwo, duży wewnętrzny rynek o stosunkowo niskim poziomie zadłużenia gospodarstw domowych, dynamicznie rozwijający się eksport, wysokie tempo rozwoju gospodarczego na tle reszty Unii Europejskiej, dobrze działający rynek finansowy – argumentów za nie brakuje.

Wśród swoich inwestorów instytucjonalnych fundusze. Większość zakładała pomnożenie swoich środków co najmniej trzykrotnie w trakcie życia funduszu, czyli około dziesięciu lat. Wiele inwestycji funduszy w polskie przedsiębiorstwa było bardzo udanych. Po początkowej inwestycji i okresie rozwoju firmy zostały przez nowych właścicieli sprzedane inwestorom strategicznym lub wprowadzone na warszawską giełdę, gdzie dopiero wtedy mogli je kupić polscy inwestorzy, tylko trochę drożej.

Udział private equity w naszym PKB to zaledwie 0,13 proc. (dane z 2012 r.), podczas gdy w Niemczech to 0,24 proc. (dwa razy więcej niż w Polsce), we Francji 0,26 proc., a w Wielkiej Brytanii 0,53 proc. (cztery razy więcej niż

w Polsce). A więc potencjał dla nowych funduszy jest spory.

## Wpływy UE

A jednak ostatnio firmy zarządzające funduszami private equity w Polsce mają utrudnione zadanie przy zbieraniu nowych środków wśród międzynarodowych inwestorów instytucjonalnych. Paradoksalnie – przystąpienie Polski do Unii Europejskiej, przez nas odbierane jako atut, niektórzy inwestorzy, szczególnie amerykańscy, widzą często jako wadę, zakładając, że Polska dzieli wszystkie obecne kłopoty strukturalne Unii. Był nawet moment, kiedy Europa zniknęła z alokacji środków. Na szczęście zaczyna się to zmieniać, w miarę jak Unia pokazuje pozytywne efekty

ratowania osłabionych gospodarek. A od niedawna nawet zapanowała moda na fundusze działające w Hiszpanii. Wynika to w sporej części z faktu, że rząd hiszpański zaangażował się dość mocno w popieranie funduszy private equity, które zainwestują tam swoje środki.

## Private equity dla odważnych

Do niedawna większość polskich inwestorów instytucjonalnych, jak ubezpieczyciele czy OFE, inwestowała na giełdzie, ze względu na płynność inwestycji, możliwość szybkiego wyjścia w momencie ewentualnego spadku i co najważniejsze – instynkt stadny inwestujących, czyli „robię to, co rynek”. Świadomość tego, że inwestujemy sami w zamknięty fundusz private equity i zamrażamy gotówkę na 10 lat oraz że jedna nietrafiona inwestycja może zmienić wartość funduszu i trzeba będzie z tym trwać, bo rynek wtórny na jednostki funduszy private equity jest trudny i niepłynny, jest skutecznym straszakiem dla młodych polskich zarządzających, wychowanych na giełdzie.

## Co dalej?

Pierwszy krok wykonał Bank Gospodarstwa Krajowego, który postanowił uczyć się od liderów i wspólnie z doświadczonym graczem, czyli Europejskim Funduszem Inwestycyjnym, stworzył Polski Fundusz Funduszy Wzrostu. Od kilku lat z podjęciem decyzji waha się też PZU. Wszyscy jednak czekają na decyzje regulatora rynku, który mógłby inwestycje w private equity uczynić równorzędnymi z inwestycjami w akcje i obligacje.

Jedno jest pewne – aby zwiększyć udział private equity w polskim PKB, muszą do niego popłynąć pieniądze polskich inwestorów instytucjonalnych. Może jest to temat dla Rady Gospodarczej przy premierze?

*Autor jest partnerem zarządzającym w firmie 21 Concordia*



## MSP – siła gospodarki

Coraz większy udział w naszym wzroście gospodarczym mają małe i średnie przedsiębiorstwa, bardzo często pionierzy innowacyjności, liderzy eksportu, którzy mają utrudniony dostęp do kapitału, a także potrzebują wsparcia w kompleksowym zarządzaniu wzrostem firmy. Giełda może dać tylko pieniądze, a inwestor strategiczny po prostu odkupi firmę i przejmie zarządzanie. Tylko private equity może zapewnić przedsiębiorcy jednoczesny dostęp do kapitału i ekspertyzy, jak nadal rozwijać firmę, zanim podejmie on decyzję o jej sprzedaży. To właśnie te firmy stanowią największy magnes dla międzynarodowych funduszy private equity.

## Jak to się zaczęło?

Private equity trafiło do Polski na początku przemian ustrojowych. Precyzyjniej – odbyło się to dzięki zachodnim firmom zarządzającym, które „odkryły” nasz rynek i zebrały

# Jakie są sposoby wyjścia z inwestycji?

**Wyjście kapitałowe inwestora private equity ze spółki jest krytycznym elementem w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej. Ograniczone możliwości wyjścia z inwestycji wpłyną negatywnie na wycenę firmy, a w skrajnym scenariuszu mogą doprowadzić do odrzucenia projektu inwestycyjnego.**



**Mariusz Malec**

Wyjście kapitałowe z inwestycji to „odzyskanie” środków finansowych zainwestowanych przez inwestora w spółkę wraz z zyskiem kapitałowym.

W przypadku inwestycji venture capital (wszystkie inwestycje na wczesnym etapie rozwoju firmy, czyli od etapu załączkowego do wczesnej ekspansji) wyjście kapitałowe przeważnie przyjmuje formę inwestycji w udziały czy akcje spółki.

W przypadku inwestycji w firmy znajdujące się na późniejszych etapach rozwoju, wyjście może przyjąć formę inwestycji w instrumenty dłużne, którymi będą elementy udziałowe, np. obligacje z konwersją (obligatoryjną lub nie) na akcje.

Inwestorzy venture capital mają do wyboru pięć głównych sposobów wyjścia kapitałowego ze spółki:

- sprzedaż akcji inwestorowi branżowemu,
- upublicznienie spółki i sprzedaż akcji przez giełdę,

- sprzedaż akcji inwestorowi finansowemu,
- wykup akcji przez przedsiębiorcę i spółkę,
- wyprzedaż majątku spółki w ramach likwidacji spółki.

Ostateczna decyzja inwestora dotycząca sposobu wyjścia kapitałowego będzie uzależniona od czynników wewnętrznych (np. specyfiki firmy, etapu rozwoju, branży, wielkości) i zewnętrznych (np. sytuacji na rynkach kapitałowych).

## Inwestor branżowy, czyli trade sale

Sprzedaż akcji inwestorom branżowym (strategicznym), czyli tzw. trade sale, to jeden z najczęstszych sposobów wyjścia kapitałowego. Przejmują oni albo wszystkie akcje spółki albo też pakiet większościowy, który będzie umożliwiał im sprawowanie kontroli nad działalnością operacyjną, finansową, inwestycyjną i strategiczną.

Sprzedaż akcji inwestorom branżowym zazwyczaj umożliwia inwestorom private equity osiągnięcie najlepszej wyceny spółki w porównaniu ze wszystkimi sposobami wyjścia z inwestycji. Ta dodatkowa premia w wycenie wynika z efektu komplementarności pomiędzy podmiotem przejmowanym a przejmującym, co kreuje dodatkową wartość.

## Inwestor finansowy, czyli secondary sale

Równie często stosowanym sposobem wyjścia z inwestycji, jak poprzedni, jest sprzedaż akcji spółki innemu inwestorowi finansowemu, czyli tzw. secondary sale. Dzieje się to najczęściej z dwóch przyczyn:

- firma rozwija się bardzo dobrze, co wymaga wsparcia funduszu specjalizującego się w inwestycjach w dojrzałe spółki, a przede wszystkim inwestującego większe kwoty,
- cykl życia funduszu się kończy i konieczne jest wyjście z inwestycji.

Do takiej transakcji sprzedaży przyłączają się zazwyczaj pracownicy i inwestorzy, którzy związali się ze spółką kilka lat wcześniej. Zaletą transakcji sprzedaży akcji inwestorom finansowemu jest szybkość jej przeprowadzenia. Natomiast wadą – wycena spółki z dużym dyskontem w porównaniu z wyceną, która mogłaby być uzyskana przy sprzedaży akcji inwestorowi branżowemu lub na rynku publicznym.

## Giełda

Upublicznienie spółki i sprzedaż jej akcji przez inwestorów poprzez giełdę, wbrew powszechnej opinii, nie jest sposobem często wykorzystywanym na światowych rynkach. Pierwsze pakiety akcji fundusz sprzedaje podczas pierwszej oferty publicznej, a następnie w ciągu kolejnych lat w zależności od koniunktury giełdowej. Do słabości tego sposobu wyjścia jest stosunkowo skomplikowany, kosztowny i długotrwały proces przygotowania spółki do wejścia na giełdę. Wejście na giełdę łączy się również z koniecznością ujawnienia dużej liczby danych finansowych i handlowych przez spółkę. Wejście na giełdę jest ściśle uzależnione od sytuacji na rynkach kapitałowych. Największą zaletą giełdy jest zapewnienie w miarę obiektywnej bieżącej wyceny spółki oraz płynności akcji.

## Wykup przez przedsiębiorcę, czyli rekapitalizacja

Wykup akcji funduszu przez przedsiębiorcę zarządzającego spółką jest stosunkowo rzadko stosowanym sposobem wyjścia kapitałowego. Może to nastąpić poprzez dobrowolne umorzenie akcji funduszu przez spółkę lub też poprzez wykup akcji funduszu poprzez podmiot zewnętrzny (kontrolowany przez przejmującego), który następnie łączy się ze spółką. Druga transakcja jest możliwa dzięki zastosowaniu dźwigni finansowej.

W wyniku przeprowadzenia obu transakcji spółka zaciąga wysoki dług (kredyt, obligacje, pożyczki), który musi na bieżąco obsługiwać. Tego typu transakcje są często przeprowadzane przy wsparciu funduszy mezzanine, które oferują instrumenty dłużne z elementami kapitałowymi.

## Likwidacja

W przypadku braku powodzenia strategii przyjętej przez spółkę bardzo często jedynym rozsądnym działaniem jest likwidacja spółki, w wyniku której można odzyskać przynajmniej część zainwestowanych kwot. Likwidacja spółki polega na wyprzedaży majątku spółki i uregulowaniu jej zobowiązań. W większości przypadków uzyskane przez spółkę środki finansowe nie płyną do wszystkich udziałowców, ale wyłącznie do inwestora private equity.

*Autor jest związany z rynkami kapitałowymi od lat. Donadza przedsiębiorcom w zakresie budowania firmy i inwestycji venture capital. Prowadzi bloga.*