

**Dr Małgorzata Mikita**

Katedra Finansów i Bankowości  
Wyższa Szkoła Handlu i Prawa  
im. R. Łazarskiego w Warszawie

## **Fundusze Private Equity w dobie kryzysu finansowego**

### **Wprowadzenie**

Kryzys finansowy zapoczątkowany w lipcu 2007 r. w Stanach Zjednoczonych wywarł istotny wpływ na wszystkie instytucje finansowe działające na światowym rynku, w tym także na fundusze Private Equity (PE). Rodzą się pytania o skutki kryzysu dla działalności funduszy PE oraz wpływ kryzysu na przyszłość branży funduszy PE – czy okres prosperity funduszy PE skończył się wraz z nadejściem kryzysu.

Wpływ kryzysu finansowego na fundusze PE jest zróżnicowany, co wynika z dużego zróżnicowania funduszy PE między sobą. Istotne różnice obserwujemy zwłaszcza w zakresie realizowanej przez fundusze PE strategii inwestycyjnej oraz etapu prowadzenia działalności. Różnorodność funduszy PE powoduje, że odczuwają one kryzys w różny sposób. Część z nich doświadcza negatywnych skutków kryzysu, część natomiast postrzega kryzys w sposób pozytywny.

Podstawowym celem artykułu jest wskazanie funduszy PE, które odczuwają kryzys w sposób negatywny, jak też tych, które doświadczają pozytywnych skutków kryzysu.

Artykuł składa się z trzech części. W pierwszej z nich zaprezentowano istotę funduszy PE, zwracając szczególną uwagę na ich zróżnicowanie w zakresie realizowanej strategii inwestycyjnej oraz etapu prowadzenia działalności. W drugiej części pokazano wpływ kryzysu finansowego na fundusze PE. Rozważania kończy podsumowanie, w którym podkreślono, że fundusze PE to jedna z nielicznych branż, które „uchroniły” się przed negatywnymi skutkami kryzysu.

Artykuł zawiera własne spostrzeżenia autorki na temat określony w tytule. W opracowaniu wykorzystano dane statystyczne prezentowane przez European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) oraz International Financial Services London (IFSL).

### **Zróżnicowanie funduszy PE**

Fundusze PE różnią się między sobą pod wieloma względami. Z punktu widzenia poruszanego tematu najistotniejsze jest zróżnicowanie w zakresie:

1. realizowanej strategii inwestycyjnej oraz
2. etapu prowadzonej działalności.

#### **Ad. 1 – Fundusze PE a strategia inwestycyjna**

Fundusze Private Equity to fundusze inwestujące w przedsiębiorstwa. Inwestycje te mogą mieć jednak bardzo zróżnicowany charakter. Część funduszy PE specjalizuje się w inwestowaniu w przedsiębiorstwa, które mają szanse na intensywny rozwój. Część preferuje inwestycje wykupowe (*buyout*), część natomiast dostarcza kapitału typu mezzanine (*mezzanine capital*). Są też takie fundusze, które za obszar swego działania przyjmują wszystkie trzy lub dwa z wymienionych typów inwestycji.

Fundusze PE inwestujące w przedsiębiorstwa, które mają szanse na szybki rozwój, kupują akcje lub udziały tych przedsiębiorstw (zakup akcji zawsze odbywa na się na rynku niepublicznym). Poprzez zakup akcji/udziałów dostarczają kapitał niezbędny do rozwoju przedsiębiorstwa. W przeciwieństwie do innych uczestników rynku finansowego, którzy inwestują kapitał w celu jego pomnożenia, fundusze PE nie ograniczają się do biernego czekania na osiągnięcie zysków. Cechą charakterystyczną tej grupy funduszy jest aktywnie uczestniczenie w rozwoju przedsiębiorstwa, czyli wpływanie na kierunek tego

rozwoju i wszelkie strategiczne dla przedsiębiorstwa decyzje. Wpływ funduszu na działalność przedsiębiorstwa zapewnia wprowadzenie przedstawicieli funduszu do zarządu lub rady nadzorczej firmy. Inwestycje funduszy trwają kilka lat (3-7 lat), po tym okresie fundusz PE wycofuje się z inwestycji, odsprzedając wcześniej nabyte akcje/udziały. Dzięki odsprzedaży fundusz realizuje zyski (tym większe, im cena sprzedawanych akcji/udziałów jest wyższa).

Fundusze PE, które preferują taką formę działalności, inwestują zarówno w przedsiębiorstwa będące na wczesnych etapach rozwoju (czasami jest to nawet etap pojawienia się pomysłu na założenie firmy), jak też przedsiębiorstwa dojrzałe, o ugruntowanej pozycji na rynku. W pierwszym przypadku mówi się o inwestycjach w przedsiębiorstwa będące na etapie zasiewu lub startu (*seed, start-up*), w drugim natomiast – o inwestycjach w przedsiębiorstwa będące na etapie ekspansji (*expansion*)<sup>1</sup>.

Fundusze PE specjalizujące się w transakcjach wykupowych to najliczniejsza grupa funduszy na rynku światowym. Dostarczają one kapitałów niezbędnych do wykupu przedsiębiorstwa. Podmiotami wykupującymi są najczęściej menedżerowie danego przedsiębiorstwa lub menedżerowie z zewnątrz (w pierwszym przypadku mówimy o transakcjach typu MBO – *management buy-out*, w drugim o transakcjach typu MBI – *management buy-in*). Wśród wykupujących można spotkać jednak także pracowników firm i zarząd. Przedmiotem wykupów są zazwyczaj przedsiębiorstwa dojrzałe, często są to filie dużych firm.

Fundusz PE występuje w tym przypadku zazwyczaj jako jeden z podmiotów dostarczających kapitału pozwalającego na sfinansowanie wykupu. Pozostałymi podmiotami są zwykle banki, fundusze inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe, jak również prywatni inwestorzy. Jeżeli ma miejsce łączenie kapitałów funduszu PE z kapitałami innych podmiotów, to mówimy o wykupach lawerowanych (typu LBO – *leveraged buy-out*)<sup>2</sup>.

Część funduszy PE specjalizuje się w dostarczaniu kapitału typu mezzanine. Kapitał ten definiowany jest jako kapitał posiadający cechy zarówno kapitału własnego, jak też kapitału obcego. Przykładem instrumentów o takim charakterze są obligacje z warrantem, obligacje zamienne na akcje czy też pożyczki podporządkowane (*subordinated loans*).

Obligacje z warrantem umożliwiają ich posiadaczowi nabycie w przyszłości akcji przedsiębiorstwa po atrakcyjnych cenach. Obligacje zamienne na akcje pozwalają na zamianę w przyszłości obligacji na akcje (na warunkach określonych w warunkach emisji tych obligacji). Pożyczki podporządkowane to pożyczki o charakterze długoterminowym, spłacane jednorazowo na koniec okresu finansowania. Ich zabezpieczeniem są przyszłe przepływy pieniężne dłużnika.

Różnorodność strategii inwestycyjnych realizowanych przez fundusze PE sprawia, że mimo wspólnej nazwy są to instytucje znacznie różniące się między sobą. Ich wspólną cechą pozostaje jedynie to, że inwestują w przedsiębiorstwa.

## Ad. 2 – Fundusze PE a etap prowadzonej działalności

Zróznicowanie funduszy PE pogłębia się dodatkowo, gdy zwrócimy uwagę na etap prowadzonej przez nie działalności. Uwaga ta dotyczy przede wszystkim funduszy, które jako strategię inwestycyjną przyjmują inwestowanie w firmy z perspektywą rozwoju. Analiza procesu inwestycyjnego realizowanego przez tę grupę funduszy PE pozwala wyróżnić 4 etapy prowadzenia działalności:

1. poszukiwanie inwestorów, którzy są skłonni powierzyć funduszowi PE swoje kapitały,
2. poszukiwanie spółek portfelowych,
3. dążenie do rozwoju spółek portfelowych,
4. wychodzenie z inwestycji.

Aby fundusz PE mógł dokonywać jakichkolwiek inwestycji, potrzebuje kapitałów. Kapitały pozyskiwane są przede wszystkim od funduszy emerytalnych, banków, funduszy funduszy (*fund od funds*), firm ubezpieczeniowych, jak też indywidualnych inwestorów. Dostarczyciele kapitału liczą na jego zwrot po kilku/kilkunastu latach (zazwyczaj jest to okres 10-12 lat) i osiągnięcie zysków. W momencie utworzenia fundusz PE nie posiada na koncie niezbędnych kapitałów, ale ma gwarancję ich otrzymania na podstawie umów zawartych z inwestorami. Środki przekazywane są zazwyczaj w okresie

<sup>1</sup> *Central and Eastern Europe Statistics 2007*, Special Paper, September 2008, [www.evca.org](http://www.evca.org), czerwiec 2009.

<sup>2</sup> *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the UE*, European Central Bank, April 2007, s. 6.

2 tygodni, licząc od momentu, gdy fundusz dokona wyboru spółek portfelowych. Te fundusze, które działają w formie funduszy inwestycyjnych zamkniętych, mają możliwość pozyskiwania kapitałów poprzez sprzedaż certyfikatów inwestycyjnych. Grono inwestorów jest wówczas bardziej zróżnicowane.

Drugi etap działania funduszu to wybór spółek, w które warto inwestować (stają się one spółkami portfelowymi). Fundusze zainteresowane są wyłącznie spółkami, co do których istnieje realna szansa na dynamiczny rozwój w ciągu kilku lat (3-7 lat). Mogą to być zarówno bardzo młode przedsiębiorstwa, które dopiero powstają, jak też przedsiębiorstwa o ugruntowanej pozycji, które mają szansę na dalszy rozwój dzięki np. poszerzeniu rynków zbytu, zróżnicowaniu oferowanych usług, unowocześnieniu procesu produkcyjnego itd. Wstępna selekcja spółek przez fundusz odbywa się na podstawie przedstawionych przez nie biznesplanów, w których oprócz informacji o spółce zostaje przedstawiona wizja jej rozwoju. Następnie fundusz PE przeprowadza rozmowy z przedstawicielami spółek, które wzbudziły jego szczególne zainteresowanie. Do podpisania umowy z konkretnym, wybranym przez fundusz przedsiębiorstwem dochodzi z reguły w ciągu 6 miesięcy od momentu przedstawienia przez to przedsiębiorstwo biznesplanu. W czasie tego okresu przedstawiciele funduszu spotykają się wielokrotnie z zarządem firmy w celu wspólnego opracowania strategii jej rozwoju (dyskutowane są różne scenariusze rozwoju). Na tym etapie fundusz przeprowadza także pogłębione badanie firmy, zwane *due diligence*. Przed podpisaniem właściwej umowy fundusz przedstawia tzw. *term sheet*, tj. dokument przypominający swą treścią umowę, który jednak nie jest jeszcze wiążącą stroną umową. *Term sheet* traktuje się jako dokument (oferta) do negocjacji. W dokumencie tym wskazuje się m.in. strony przyszłej umowy, podaje się cenę, jaką fundusz jest gotowy zapłacić za akcje lub udziały przedsiębiorstwa, zamieszcza się informacje o zabezpieczeniach statutowych – fundusz chce zagwarantować sobie prawo do wprowadzenia własnych przedstawicieli do rady nadzorczej firmy, a czasami nawet do zarządu firmy, aby w przyszłości wpływać efektywnie na działanie firmy. Ponadto, *term sheet* zawiera szereg klauzul dotyczących uprawnień poszczególnych stron w zakresie zbywania akcji lub udziałów. Do najczęściej wprowadzanych klauzul należą:

- klauzula *lock up* – tzw. zamknięcie lub blokada – jest to zakaz zbywania akcji lub udziałów przez daną lub obie strony przez jakiś z góry określony czas,
- klauzula *opcja call* – tzw. prawo do wezwania – jest to prawo jednej strony do wezwania drugiej strony do odsprzedania posiadanych przez nią akcji lub udziałów,
- klauzula *opcja put* – tzw. prawo przedłużenia – prawo jednej strony do żądania, aby druga strona nabyła jej akcje lub udziały,
- klauzula *tag along* – prawo przyłączenia się do sprzedaży akcji lub udziałów na takich warunkach, na jakich sprzedaje je druga strona,
- klauzula *drag along* – prawo przyciągnięcia tj. zobowiązanie do sprzedaży akcji lub udziałów po cenie i na warunkach wynegocjowanych przez drugą stronę.

Po wypracowaniu akceptowalnych przez obie strony (fundusz PE i przedsiębiorstwo) warunków umowy następuje jej podpisanie. Fundusz przechodzi do trzeciego etapu działań, tj. aktywnego dążenia do rozwoju spółki/spółek, z którymi podpisał odpowiednie umowy.

Etap trzeci trwa kilka lat. Fundusz PE zaangażowany jest w rozwój spółek portfelowych. W celu monitorowania tego rozwoju nakłada na spółki obowiązek przekazywania okresowych raportów na temat ich sytuacji finansowej. Rozwój spółek portfelowych przebiega różnymi drogami, co jest związane ze specyfiką konkretnych przedsiębiorstw, przede wszystkim z ich wielkością oraz branżą, w której działają. Chociaż fundusz nie odpowiada za bieżące kierowanie przedsiębiorstwem, to jednak wszystkie strategiczne decyzje muszą być z nim konsultowane. Fundusz ma prawo wyrażenia sprzeciwu co do podjęcia pewnych działań, jego zdaniem niewłaściwych dla rozwoju przedsiębiorstwa. Fundusz ogranicza zatem istotnie suwerenność przedsiębiorstwa w zakresie podejmowania decyzji. Ta niewątpliwa „niedogodność” z punktu widzenia przedsiębiorstwa jest rekompensowana przez fakt, iż fundusz występuje jako doświadczony w zakresie pomnażania wartości przedsiębiorstwa inwestor (z wieloletnim doświadczeniem), jak też to, że jest w stanie dostarczyć dodatkowego kapitału, jeżeli będzie to pożądane dla dalszego rozwoju przedsiębiorstwa. Ryzyko nienależytej dbałości o rozwój przedsiębiorstwa jest eliminowane poprzez fakt, iż fundusz osiąga zyski tylko wówczas, gdy przedsiębiorstwo faktycznie się rozwija, co owocuje wzrostem cen jego akcji/udziałów. Zyskiem

funduszu jest bowiem różnica między kwotą, jaką fundusz może osiągnąć, odsprzedając akcje/udziały przedsiębiorstwa portfelowego, a kwotą, jaką zapłacił za ich zakup. Zyski realizowane są w momencie wyjścia funduszu z przedsiębiorstwa. W trakcie trwania inwestycji fundusz nie osiąga żadnych korzyści finansowych. Można zatem powiedzieć, że cel działania funduszu jest tożsamy z celem właścicieli przedsiębiorstwa, tj. doprowadzenie do jego rozwoju.

Inwestycja funduszu PE w przedsiębiorstwo kończy się etapem czwartym, tj. odsprzedażą przez fundusz wcześniej nabytych akcji/udziałów (tzw. wyjście z inwestycji, dezinvestycja). Wyjście może nastąpić w kilku etapach bądź jednorazowo. Sposobów wyjścia jest wiele, np.:

- sprzedaż udziałów/akcji inwestorowi branżowemu,
- upublicznienie spółki portfelowej,
- odsprzedaż udziałów/akcji inwestorowi finansowemu,
- odsprzedaż udziałów/akcji zarządowi lub pozostałym właścicielom,
- umorzenie akcji funduszu,
- likwidacja.

Sprzedaż udziałów/akcji inwestorowi branżowemu jest jedną z najczęściej realizowanych strategii wyjścia. Fundusz PE sprzedaje akcje/udziały przedsiębiorstwa inwestorowi z branży, w której działa spółka. Inwestor branżowy może wykazywać chęć kupna udziałów/akcji danej firmy z kilku powodów, np. z uwagi na zamiar powiększenia udziału w rynku. W tym przypadku inwestor branżowy najchętniej przejmuje konkurenta o najwyższym udziale w rynku, oferującego zbliżony do niego asortyment produktów. Inny powód to zamiar poszerzenia oferty. W tym przypadku inwestor branżowy jest zainteresowany firmą posiadającą komplementarną do niego ofertę. Wśród powodów można też wskazać chęć dokonania dywersyfikacji działalności poprzez wejście na nowy rynek. Inwestor branżowy kupuje wówczas firmę działającą na innym rynku niż on sam.

Sprzedaż inwestorowi branżowemu jest chętnie realizowaną przez fundusze PE strategią wyjścia, bowiem fundusz PE jest w stanie osiągnąć wówczas większe zyski niż w przypadku wyjścia w jakikolwiek inny sposób (inwestor branżowy jest wówczas skłonny zapłacić wyższą cenę, niż wynikałoby to z wyceny spółki przez rynek publiczny), a dodatkowo ma szansę odsprzedać jednorazowo cały pakiet akcji/udziałów, które posiada, co daje mu szansę na szybkie zaangażowanie się w kolejne przedsiębiorstwo i ponowne pomnażanie pieniędzy.

Upublicznienie spółki portfelowej oznacza sprzedaż akcji spółki portfelowej na giełdzie lub regulowanym rynku pozagiełdowym. Proces ten obejmuje zaoferowanie pakietu akcji spółki w ofercie publicznej, a następnie stopniowe zbywanie akcji. Zaletą tego sposobu wyjścia dla funduszu PE jest fakt obiektywnej wyceny akcji spółki przez rynek. Niestety, taki sposób wyjścia może zająć funduszowi dosyć długi czas – fundusz PE z reguły nie jest w stanie sprzedać od razu wszystkie akcje, które posiada, istnieje bowiem ryzyko małego zainteresowania inwestorów akcjami tej spółki. Inwestorzy zdają sobie sprawę z tego, że zainwestowane przez nich pieniądze w akcje danej spółki nie będą pracować na jej wzrost, lecz trafią do dotychczasowych właścicieli akcji. W celu zmniejszenia prawdopodobieństwa niepowodzenia oferty publicznej dotychczasowi akcjonariusze powinni wstrzymać się ze sprzedażą swoich akcji przez pewien okres, aby nie tworzyć presji podażowej, która wpłynęłaby na spadek kursu akcji. Obserwacja praktyki gospodarczej pozwala jednak stwierdzić, że fundusze PE przyjmują różne warianty sprzedaży akcji w ramach emisji publicznej. W pierwszym wariantcie akcje sprzedaje wyłącznie fundusz PE, natomiast w drugim wariantcie akcje sprzedaje sama spółka, natomiast fundusz PE czeka ze sprzedażą jakiś czas i realizuje ją w najdogodniejszym dla siebie momencie. Trzeci wariant to połączenie dwóch powyższych – akcje sprzedawane są zarówno przez spółkę, jak i fundusz PE.

Odsprzedaż akcji/udziałów inwestorowi finansowemu to zwykle sprzedaż innemu funduszowi PE. Taki sposób wyjścia wybierany jest w przypadku, gdy spółka nie dojrzała jeszcze do wejścia na giełdę czy sprzedaż inwestorowi strategicznemu, niemniej jednak fundusz PE chce już zrealizować swoje zyski (np. aby przekazać środki swym inwestorom). Przedsiębiorstwo dalej się rozwija, z tym że pod okiem nowego funduszu.

Odsprzedaż akcji/udziałów zarządowi lub pozostałym właścicielom ma miejsce w sytuacji, gdy chcą oni przejąć pełną kontrolę nad spółką. W celu nabycia akcji/udziałów często posiłkują się finansowaniem zewnętrznym.



Umorzenie akcji/udziałów funduszu zakłada odkupienie akcji/udziałów będących w posiadaniu funduszu PE przez samą spółkę. Z punktu widzenia funduszu PE sposób ten nie jest atrakcyjny, ponieważ jest mało dochodowy (niższa wycena). Fundusz PE wybiera taki sposób wyjścia tylko w sytuacji, gdy obserwuje się brak zainteresowania akcjami spółki na rynku.

Zdarza się, że inwestycja funduszu PE kończy się niepowodzeniem. Fundusz mimo planów rozwoju spółki nie zdołał zwielokrotnić jej wartości. Spółka zbankrutowała lub toczy się postępowanie układowe z wierzycielami. Likwidacja spółki powoduje, że fundusz nie osiąga zysków z poczynionej inwestycji, często ponosi wręcz straty.

Występowanie typowych dla funduszy PE etapów działalności powoduje, że w czasie, gdy część z nich szuka inwestorów, od których chce pozyskać pieniądze na inwestycje, inne szukają spółek portfelowych, a jeszcze inne są na etapie dążenia do intensywnego rozwoju spółek portfelowych czy wychodzenia z wcześniej poczynionych inwestycji.

## **Wpływ kryzysu finansowego na fundusze PE**

Różnice funduszy PE w zakresie realizowanej strategii inwestycyjnej oraz etapu prowadzonej działalności powodują, że fundusze odczuwają kryzys w różny sposób – część funduszy odczuwa kryzys w sposób wyraźnie negatywny, część natomiast doświadcza pozytywnych skutków kryzysu. Negatywne skutki kryzysu odczuwają przede wszystkim:

1. fundusze, które zamierzały dokonać wyjść z inwestycji,
2. fundusze specjalizujące się w transakcjach wykopowych,
3. fundusze, które wcześniej dokonały wyboru spółek portfelowych i są na etapie dążenia do ich rozwoju,
4. fundusze będące w fazie szukania inwestorów (dostarczycieli kapitału).

Pozytywne skutki kryzysu odczuwają:

1. fundusze będące na etapie doboru spółek portfelowych.

### **Ad. 1 – Fundusze PE planujące dokonać wyjść z inwestycji a kryzys**

Najczęściej wybieranymi przez fundusze PE sposobami wyjścia z inwestycji są: sprzedaż spółki portfelowej inwestorowi branżowemu oraz wyjście poprzez jej upublicznienie. Sposoby te cieszą się dużą popularnością z uwagi na to, że pozwalają funduszowi osiągnąć większe zyski w porównaniu z innymi sposobami wyjścia.

Z danych statystycznych dotyczących rynku funduszy PE w Europie wynika, że przez kilka ostatnich lat (2004-2007) większość wyjść z inwestycji zrealizowana została właśnie w taki sposób.

W 2004 r. wyjścia poprzez sprzedaż inwestorowi strategicznemu stanowiły w Europie 23,6% ogółu wyjść, w 2005 r. – 22,6%, w 2006 r. – 23%, w 2007 r. – 28,3%. Dla regionu Europy Środkowo-Wschodniej wielkości te przedstawiały się następująco: w 2004 r. wyjścia funduszy PE poprzez sprzedaż spółek portfelowych inwestorowi strategicznemu stanowiły 34,3% zrealizowanych wyjść, w 2005 r. – 69,7%, w 2006 r. – 47,4%, w 2007 r. – 53%.

Wskaźnik wyjść z inwestycji poprzez upublicznienie spółki portfelowej dla ogółu krajów europejskich wynosił: w 2004 r. – 11,8% ogółu wyjść, w 2005 r. – 8,9%, w 2006 r. – 16%, w 2007 r. – 10%. W odniesieniu do krajów Europy Środkowo-Wschodniej wielkości te przedstawiały się następująco: w roku 2004 wyjścia poprzez upublicznienie spółki portfelowej stanowiły 21,4% ogółu wyjść zrealizowanych w Europie Środkowo-Wschodniej, w 2005 r. – 10,7%, w 2006 r. – 18,1%, a w 2007 r. – 2,8% ogółu wyjść (tab. 1).

**Tab. 1. Fundusze PE – podstawowe sposoby wyjść z inwestycji w Europie w latach 2004-2007.**

	2004	2005	2006	2007
<b>Wyjścia poprzez sprzedaż spółek portfelowych inwestorom strategicznym</b>				
<i>Europa*</i>	23,6	22,6	23	28,3
<i>Europa Środkowo-Wschodnia**</i>	34,3	69,7	47,4	53
<b>Wyjścia poprzez upublicznienie spółek portfelowych</b>				
<i>Europa*</i>	11,8	8,9	16	10
<i>Europa Środkowo – Wschodnia*</i>	21,4	10,7	18,1	2,8

\* jako % ogółu wyjść w Europie

\*\* jako % ogółu wyjść w Europie Środkowo-Wschodniej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Central and Eastern Europe Statistics z lat 2004-2008 (raporty ukazywały się w okresie wrzesień – listopad w poszczególnych latach)*, [www.evca.com](http://www.evca.com), czerwiec 2009 r.

Kryzys finansowy przyniósł wyraźne zmiany w zakresie planów funduszy PE dotyczących wychodzenia z inwestycji. Fundusze PE, które zamierzały zamknąć wcześniej poczynione inwestycje poprzez sprzedaż inwestorowi branżowemu czy upublicznienie spółki napotykały pewne bariery.

Liczba potencjalnych inwestorów strategicznych, tj. inwestorów zainteresowanych odkupieniem akcji/udziałów od funduszy PE, znacząco spadła. Inwestorzy branżowi często nie dysponują kapitałem niezbędnym do przejęcia akcji/udziałów, a dostęp do kredytów bankowych z uwagi na kryzys jest znacznie utrudniony. Wyjście poprzez sprzedaż inwestorowi branżowemu stało się zatem w wielu przypadkach niemożliwe z uwagi na brak zainteresowanych kupnem inwestorów.

Wychodzenie funduszu poprzez upublicznienie spółki portfelowej jest obecnie (z uwagi na kryzys) mniej opłacalne. Fundusze zdają sobie sprawę z faktu, że upubliczniając spółkę, narażają się na niską jej wycenę, a tym samym nie są w stanie osiągnąć zadawalających dla siebie zysków.

Z uwagi na zaistniały kryzys fundusze PE, które zamierzały dokonać wyjść z inwestycji, przyjmują najczęściej jedno z dwóch podejść, tj. decydują się na odłożenie wyjścia z inwestycji, mając nadzieję, że sytuacja rynkowa ulegnie poprawie, albo dokonują wyjścia z inwestycji poprzez sprzedaż spółek portfelowych innym funduszom PE.

Ze wstępnych danych dla rynku europejskiego wynika, że w 2008 r. było o połowę mniej wyjść z inwestycji niż w roku 2007<sup>3</sup>. Te fundusze, które zdecydowały się na zamknięcie inwestycji, częściej niż w latach poprzednich wykorzystywały wyjście poprzez sprzedaż spółek portfelowych innym funduszom PE. Wskaźnik wyjść poprzez sprzedaż innemu inwestorowi typu PE dla ogółu krajów europejskich wynosił w 2007 r. – 30,4%, podczas gdy w latach poprzednich jego wielkość kształtowała się następująco: w 2006 r. – 16,6%, w 2005 r. – 18,3%, w 2004 r. – 13,1%. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej wyjścia poprzez sprzedaż innemu funduszowi PE również wzrosły. W roku 2007 objęły 23,6% ogółu wyjść, podczas gdy w roku 2005 stanowiły 12,7%, a w 2004 r. – 4,8%<sup>4</sup>.

## **Ad. 2 – Fundusze PE specjalizujące się w transakcjach wykupowych a kryzys**

Transakcje wykupowe to od wielu lat dominująca forma działalności funduszy PE na świecie. W roku 2007 stanowiły 89% ogółu zrealizowanych transakcji<sup>5</sup>. Dominację transakcji wykupowych nad innymi formami działalności funduszy widać wyraźnie w Europie. W 2003 r. udział transakcji wykupowych stanowił 63,2% ogółu transakcji, w 2004 r. – 69,7%, w 2005 r. – 68,2%, w 2006 r. – 69,2%, w 2007 r. – 78,8%. W przypadku regionu Europy Środkowo-Wschodniej wielkości te przedstawiały się następująco: w 2003 r. transakcje wykupowe stanowiły 50,6% ogółu zrealizowanych transakcji, w 2004 r. – 40,9%, w 2005 r. – 47,6%, w 2006 r. – 91%, w 2007 r. – 77,2% (tab. 2).

<sup>3</sup> W 2008 r. wyjścia obejmowały kwotę 13,1 mld euro, natomiast w 2007 r. – 26,6 mld euro.

<sup>4</sup> *Central and Eastern Europe Statistics z lat 2004-2008* (raporty ukazywały się w okresie wrzesień – listopad w poszczególnych latach), [www.evca.com](http://www.evca.com), czerwiec 2009.

<sup>5</sup> *IFSL Research. Private Equity 2008*, [www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk), 7 maja 2009 r.

**Tab. 2. Transakcje wykupowe w Europie jako % ogółu zrealizowanych transakcji.**

	2003	2004	2005	2006	2007
Europa*	63,2	69,7	68,2	69,2	78,8
Europa Środkowo-Wschodnia**	50,6	40,9	47,6	91	77,2

\* jako % ogółu transakcji zrealizowanych w Europie

\*\* jako % ogółu transakcji zrealizowanych w Europie Środkowo-Wschodniej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Central and Eastern Europe Statistics z lat 2004-2008 (raporty ukazywały się w okresie wrzesień – listopad w poszczególnych latach)*, [www.evca.com](http://www.evca.com), czerwiec 2009 r.

Szczególnie istotny wpływ kryzysu na transakcje wykupowe widać w zakresie wykupów lewarowanych (LBO), czyli realizowanych nie tylko w oparciu o środki funduszu PE, ale także o środki dostarczane przez inne podmioty (czasami środki te stanowią nawet do 90% niezbędnego do wykupu kapitału). Z uwagi na to, że kryzys zaowocował zmniejszeniem dostępu do kapitału, można się spodziewać, że liczba wykupów lewarowanych spadnie.

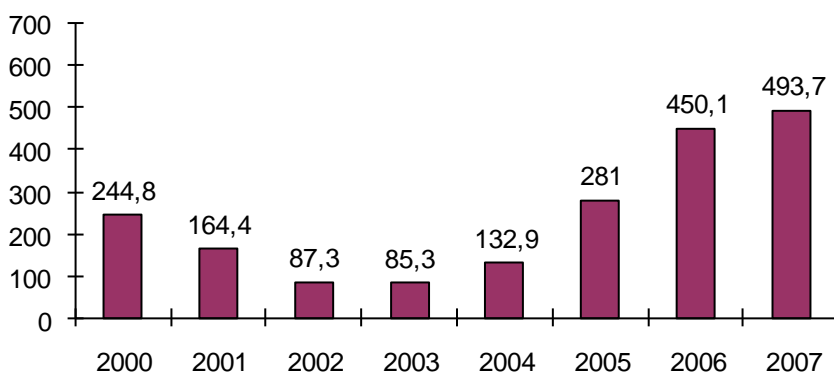
### Ad. 3 – Fundusze PE dążące do rozwoju spółek portfelowych a kryzys

Część funduszy PE za podstawowy profil swojej działalności przyjmuje inwestowanie w przedsiębiorstwa, które mają szanse na dynamiczny rozwój. Tempo rozwoju przedsiębiorstwa jest uzależnione od szeregu czynników. Jednym z nich jest ogólna sytuacja makroekonomiczna kraju/regionu, w którym działa przedsiębiorstwo. Z uwagi na kryzys finansowy spółki portfelowe funduszy PE stanęły przed problemem, który dotknął większość przedsiębiorstw, a mianowicie – spadkiem popytu na ich produkty. Dynamiczny rozwój tych spółek został zatem utrudniony, czasami wręcz zahamowany. Fundusze PE będące na etapie rozwoju spółek portfelowych stanęły przed problemem wzrostu kosztów restrukturyzacji przedsiębiorstw, a także wydłużenia czasu niezbędnego do wyjścia z pozycjonnych inwestycji z planowanym zyskiem.

### Ad. 4 – Fundusze PE będące w fazie szukania inwestorów a kryzys

Od roku 2002 obserwuje się na świecie stały wzrost kapitałów pozyskiwanych przez fundusze PE. Wartość kapitałów pozyskanych przez fundusze PE w 2007 r. osiągnęła wartość około 500 mld \$, co stanowiło wzrost w porównaniu do lat poprzednich (rys. 1).

**Rys. 1. Wielkość kapitałów pozyskanych przez fundusze PE na świecie (w mld \$).**



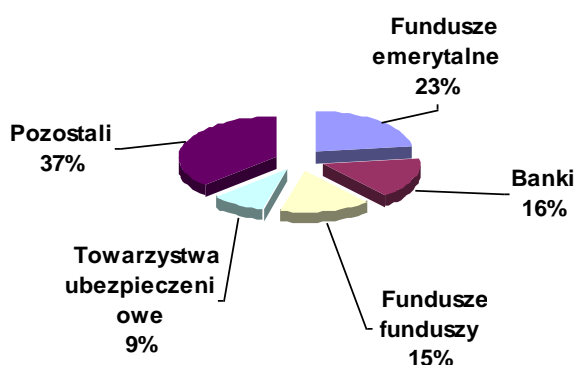
Źródło: IFSL Research. *Private Equity 2008*, [www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk), 10 czerwca 2009 r.

Coroczny wzrost wartości pozyskiwanych przez fundusze PE kapitałów świadczył o stałym wzroście zainteresowania inwestorów tą formą inwestycji. Szczególnie dużo kapitałów pozyskiwały fundusze działające w USA. W 2007 r. udział kapitałów pozyskanych przez fundusze w USA

w ogólnej wartości kapitałów pozyskanych przez fundusze PE wyniósł 65%. Na fundusze PE działające w Europie przypadło w 2007 r. 22% ogółu kapitałów<sup>6</sup>.

Z analizy danych statystycznych za lata 2003-2007 dla Europy wynika, że najistotniejsze miejsce wśród inwestorów funduszy PE w tych latach zajmowały fundusze emerytalne. Dostarczyły one 23% kapitałów, którymi dysponowały fundusze PE. Na drugim miejscu znajdowały się banki, które dostarczyły 15,6% ogółu kapitałów. Na trzecim – fundusze funduszy – dostarczyciele 14,7% ogółu kapitałów, i na czwartym – firmy ubezpieczeniowe, które dostarczyły 9,9% ogółu kapitałów (rys. 2).Większość kapitałów (niemal 66%) była dostarczona przez inwestorów europejskich. Pozostałe pochodziły głównie od inwestorów amerykańskich (24%)<sup>7</sup>.

**Rys. 2. Dostarczyciele kapitałów do funduszy PE w Europie w okresie 2003-2007.**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Central and Eastern Europe Statistics z lat 2004-2008 (raporty ukazywały się w okresie wrzesień-listopad w poszczególnych latach), [www.evca.com](http://www.evca.com), czerwiec 2009 r.

Największym pod względem wartości zgromadzonych kapitałów funduszem na świecie jest The Carlyle Group. W latach 2002-2007 zgromadził on 52 mld \$. Kolejne miejsca zajmują: Goldman Sachs Princ. Investm. Area oraz TPG (tab. 3).

**Tab. 3. Największe fundusze PE na świecie  
(wg wartości zgromadzonych kapitałów w latach 2002-2007).**

Fundusz PE	Kapitały (w mld \$)
The Carlyle Group	52,0
Goldman Sachs Princ. Investm.Area	49,1
TPG	48,8
Kohlebeg Kravis Roberts	40,0
CVC Capital Partners	36,9
Apollo Management	32,8
Bain Capital	31,7
Permira	25,4
Apax Partners	25,2
The Blackstone Group	23,3

Źródło: IFSL Research. Private Equity 2008, International Financial Services London – IFSL, London 2008, [www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk).

<sup>6</sup> IFSL Research. Private Equity 2008, International Financial Services London – IFSL, London 2008, [www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk), 10 czerwca 2009 r.

<sup>7</sup> Central and Eastern Europe Statistics z lat 2004-2008 (raporty ukazywały się w okresie wrzesień – listopad w poszczególnych latach), [www.evca.com](http://www.evca.com), 10 czerwca 2009 r.



Kryzys finansowy niewątpliwie oddziałuje na możliwości funduszy PE w zakresie pozyskiwania kapitałów. Obserwuje się zjawisko utraty zaufania do instytucji finansowych, co oznacza, że potencjalni inwestorzy są ostrożniejsi w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Ze wstępnych danych dla ogółu krajów europejskich za 2008 r.<sup>8</sup> wynika, że rok ten zakończył się gorszymi wynikami w porównaniu do roku 2007, jeśli chodzi o wielkość zgromadzonych kapitałów (odnotowano spadek o 20%<sup>9</sup>).

W dłuższym okresie czasu można jednak sądzić, że tendencja spadkowa zostanie zahamowana, bowiem skutkiem kryzysu jest szukanie możliwości skutecznej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych. Inwestorzy poszukują alternatywnych form inwestowania (alternatywnych do inwestowania w akcje czy obligacje). Korzyścią inwestowania w fundusze PE jest niska korelacja ich wyników z wynikami osiąganymi na rynku akcji czy obligacji. Oznacza to, że w sytuacji, gdy fundusze akcji czy obligacji ponoszą straty, fundusze PE mogą osiągać zyski.

### **Ad. 5 – Fundusze PE szukające spółek portfelowych a kryzys**

Grupą funduszy PE, które odnoszą wyraźne korzyści z zaistniałego kryzysu finansowego, są fundusze PE będące na etapie szukania spółek portfelowych. Ich korzyści wynikają z dwóch faktów. Po pierwsze, fundusze te mają obecnie większy wybór spółek portfelowych, co jest efektem zmniejszenia konkurencji na rynku w zakresie dostawców kapitału. Zmniejszenie konkurencji widać przede wszystkim na przykładzie banków, które mniej chętnie finansują przedsiębiorstwa. Wiele przedsiębiorstw zmuszone jest szukać alternatywnych możliwości finansowania. Jedną z takich form są fundusze PE. Po drugie, fundusze PE mają obecnie szanse na zakup atrakcyjnych spółek po korzystnej cenie (trudna sytuacja wielu firm zmusza bowiem często ich właścicieli do sprzedaży).

### **Zakończenie**

Analiza wpływu kryzysu na fundusze PE pozwala stwierdzić, że niewątpliwie odczuwają one skutki kryzysu. Większość z nich postrzega kryzys w wymiarze negatywnym, niemniej jednak wystąpienie skutków negatywnych nie oznacza, że fundusze ponoszą PE ponoszą straty. Można raczej mówić o utracie pewnych możliwości, tzn. takich, jakie byłyby w warunkach braku kryzysu finansowego. Podstawowym efektem wystąpienia negatywnych skutków kryzysu jest przede wszystkim odsuniecie w czasie realizacji zysków. Można zatem powiedzieć, że fundusze PE to jedno z nielicznych instytucji rynku finansowego, które „uchroniły” się przed kryzysem, negatywne skutki kryzysu nie są bowiem na tyle poważne, aby mogły zachwiać stabilnością tej branży i zahamować jej dalszy rozwój.

Okres prosperity dla funduszy PE nie zakończył się wraz z nadejściem kryzysu. Rynek PE ma szanse na dalszy, intensywny rozwój.

### **Literatura**

1. Central and Eastern Europe Statistics 2004, EVCA, 2005, [www.evca.org](http://www.evca.org).
2. Central and Eastern Europe Statistics 2005, EVCA, 2006, [www.evca.org](http://www.evca.org).
3. Central and Eastern Europe Statistics 2006, EVCA, 2007, [www.evca.org](http://www.evca.org).
4. Central and Eastern Europe Statistics 2007, EVCA, 2008, [www.evca.org](http://www.evca.org).
5. IFSL Research. Private Equity 2008, International Financial Services London – IFSL, London 2008, [www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk).
6. *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the UE*, European Central Bank, April 2007.
7. *Private equity activity slow during 2008*, EVCA, Pereg Analytics, 2009, [www.evca.eu](http://www.evca.eu).

<sup>8</sup> *Private equity activity slow during 2008*, EVCA, Pereg Analytics, [www.evca.eu](http://www.evca.eu), kwiecień 2009 r.

<sup>9</sup> W 2007 r. fundusze PE działające w Europie dysponowały kwotą 81,4 mld euro, natomiast w 2008 r. – 65,3 mld euro.