

JAKUB KRAWCZYK\*, SZYMON FILIPCZAK\*\*

---

## **Rozwój finansowania typu *private equity* w Polsce i w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej**

### **Wstęp**

Dynamiczny rozwój polskiego rynku finansowego niejednokrotnie został uznany za jedno z największych osiągnięć polskiej gospodarki w okresie po przemianach ustrojowych zapoczątkowanych w 1989 r. Symbolem tego sukcesu stała się Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, której ambicją jest bycie centrum finansowym w tej części Europy. Należy przy tym zwrócić uwagę na fakt, iż wraz z rozwojem rynku finansowego w Polsce zmienia się zarówno jego wielkość, jak i struktura. Zjawisko to należy interpretować pozytywnie, gdyż w bezpośredni sposób pozwala na bardziej efektywne spełnianie przez rynek finansowy jednej ze swoich podstawowych funkcji, jaką jest możliwie najlepsza alokacja zasobów. Z jednej strony inwestorzy uzyskują dostęp do szerszej oferty produktów inwestycyjnych, z drugiej natomiast zmniejszają się bariery finansowania dla różnych projektów. Przykładem tych strukturalnych zmian może być rozwój rynku funduszy Private Equity (PE) w ostatnich latach.

Niniejsza publikacja przedstawia przegląd literatury dotyczącej determinant rozwoju sektora funduszy PE oraz jego dotychczasowy rozwój w Polsce, która stała się kluczowym rynkiem dla funduszy tego typu w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Celem artykułu jest ocena obecnego stopnia rozwoju oraz krytyczna analiza potencjału dalszego wzrostu tego rynku.

### **1. Determinanty rozwoju sektora funduszy *private equity***

Kryteria, jakimi kierują się zarządzający funduszami PE przy podejmowaniu decyzji dotyczących geograficznej alokacji kapitału, były już wielokrotnie przedmiotem badań. Wśród

---

\* Mgr Jakub Krawczyk, Katedra Inwestycji i Rynków Kapitałowych, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu; e-mail: kuba-krawczyk@wp.pl

\*\* Mgr Szymon Filipczak, Katedra Inwestycji i Rynków Kapitałowych, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu; e-mail: szymon.filipczak@phd.ue.poznan.pl

najważniejszych determinant aktywności funduszy podwyższonego ryzyka znajduje się wielkość oraz dynamika wzrostu gospodarki danego kraju. W swoich badaniach Romain i van Pottelsberghe de la Potterie (2004) udowodnili, że działalność funduszy *private equity* podlega wahaniom cyklicznym i jest ściśle związana z koniunkturą gospodarczą. Szybszy wzrost PKB wiąże się z większymi możliwościami przeprowadzenia inwestycji przez te fundusze (Gompers, Lerner 1998). Poza samą dynamiką rozwoju gospodarczego jest jeszcze wiele innych czynników, które wpływają na decyzje zarządzających funduszami. Black i Gilson (1998) zwrócili uwagę na znaczenie rozwoju rynku kapitałowego dla wielkości aktywów funduszy podwyższonego ryzyka. Na kanwie ich badań Jeng i Wells (2000) dowiedli, że kluczowym czynnikiem jest przede wszystkim ilość i wartość debiutów publicznych. Analizy Gompersa i Lenera (2000) potwierdziły z kolei, że kapitał dedykowany ryzykownym inwestycjom napływa do gospodarek charakteryzujących się głębokim i płynnym rynkiem kapitałowym. Interesujące są również wnioski Balboa i Martiego (2003), którzy wskazują na zależność pomiędzy napływem tego typu kapitału oraz płynnością zaobserwowaną rok wcześniej. Mówiąc o wpływie rozwoju rynku kapitałowego na aktywność funduszy *private equity*, szczególnie w kontekście Polski, należy wspomnieć o istotnym znaczeniu rozwoju rynku długu korporacyjnego, o którym pisała Greene (1998).

Kolejnym czynnikiem, który ma wpływ na decyzje zarządzających funduszami, są regulacje prawne, szczególnie w takich kluczowych obszarach jak podatki, rynek pracy czy ochrona praw właścicielskich. Analizując wpływ obniżki stawki podatkowej, Gompers i Lerner (1998) dowiedli, że niższy podatek dochodowy dla przedsiębiorstw pozytywnie wpływa na nowe inwestycje przeprowadzane przez fundusze PE. Do podobnych wniosków doszli Bruce (2000, 2002), Cullen i Gordon (2002) oraz Bonini i Alkan (2009), którzy przeanalizowali wpływ stawki podatkowej na atrakcyjność danego segmentu biznesu. Koncentrując się na regionie Europy Środkowo-Wschodniej, Groh i Liechtenstein (2009) przeprowadzili ankietę skierowaną do zarządzających funduszami, z której wynika, że niższe stawki podatkowe stanowią silną determinantę do inwestowania w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Warto również wspomnieć o znaczeniu prawa pracy dla rynku PE. Badania wskazują, że zbyt sztywne przepisy i niska elastyczność rynku pracy mogą zmniejszyć atrakcyjność gospodarki z perspektywy zarządzających funduszami. Nadmierna ochrona praw pracowniczych, może mieć negatywny wpływ na poziom zatrudnienia oraz wzrost gospodarczy (Lazear 1990; Blanchard 1997). Znaczącą zależność pomiędzy regulacjami rynku pracy a aktywnością funduszy *private equity* udowodnili w swoich badaniach Black i Gilson (1998). Specyfika działalności funduszy podwyższonego ryzyka zakłada długoterminowy charakter inwestycji (przeważnie 3–5 lat), połączony najczęściej z międzynarodową dywersyfikacją. Z tego też powodu jakość przepisów prawnych dotyczących ochrony praw inwestorów może mieć istotny wpływ na decyzje zarządzającego. La Porta i in. (1997 i 1998) potwierdzili, że otoczenie prawne determinuje zarówno wielkość i rozwój lokalnego rynku kapitałowego, jak i możliwości pozyskania zewnętrznego finansowania. Z kolei Cumming, Schmidt i Walz (2010) stwierdzili, że różnice pomiędzy poszczególnymi krajami dotyczące efektywności systemu prawnego oraz standardów rachunkowości leżą u podstaw poziomu aktywności funduszy PE. Warto również przywołać inne badania La Porty i jego współpracowników (2002), jak również Lenera i Schoara (2005), które świadczą o odwrotnej zależności pomiędzy wysokością kosztu kapitału a prawną ochroną praw inwestorskich.

Cechą wyróżniającą fundusze PE od uznawanych w Polsce za bardziej tradycyjne firmy inwestycyjne, tj. Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych czy Powszechnie Towarzystwa Emerytalne, jest ich profil inwestycyjny, który zakłada względnie większe zaangażowa-

nie w projekty innowacyjne. Kultura przedsiębiorczości danego społeczeństwa może zatem mieć wpływ na strategiczne decyzje funduszy dotyczące alokacji. W literaturze przedmiotu zaproponowano kilka metod pomiaru poziomu przedsiębiorczości, będącej z natury cechą bardziej jakościową. Jedną z tych miar są wydatki poniesione na badania i rozwój nowych produktów – zarówno w sferze biznesowej, jaki w sferze naukowej. W swoich badaniach Gompers wraz z Lerner (1998) odkryli zależność pomiędzy poziomem tych wydatków a aktywnością inwestycyjną funduszy typu *private equity*. Inną metodę pomiaru w swoich analizach wykorzystwała Schertler (2003), która wskazała na pozytywną i silną dodatnią korelację pomiędzy decyzjami alokacyjnymi zarządzających a liczbą nowych patentów oraz liczbą pracowników zajmujących się badaniami i rozwojem nowych produktów w danej gospodarce. Szerzej na problem przedsiębiorczości spojrzeli Lee i Peterson (2000) oraz Baughn i Neupert (2003), którzy poddali dyskusji czynniki wpływające na kulturę przedsiębiorczości oraz powody jej zróżnicowania w poszczególnych krajach. Stwierdzili oni, że wyższy poziom przedsiębiorczości w danej gospodarce pozytywnie wpływa na społeczną akceptację udziału kapitału podwyższonego ryzyka w lokalnym rynku finansowym. To z kolei może w bezpośredni sposób mieć swoje odzwierciedlenie w aktywności funduszy PE. Należy jednak mieć na uwadze, że fundusze PE są jedynie częścią większej całości. Dla prawidłowego i bardziej efektywnego funkcjonowania tych funduszy niezbędna jest infrastruktura w postaci takich instytucji jak kancelarie prawne, banki inwestycyjne, konsultanci czy butiki inwestycyjne. Stworzenie kompletnych struktur wymaga czasu, dlatego większym zainteresowaniem cieszą się gospodarki o dojrzałym rynku PE. Poczucie bezpieczeństwa inwestorów wynika zarówno ze społecznej akceptacji działalności funduszy podwyższonego ryzyka, jak też z historii jego dotychczasowego rozwoju (Sapienza, Manigart, Vermeir 1996). Na decyzje zarządzających funduszami wpływa wiele czynników, z których nie wszystkie są mierzalne. Należy zatem mieć na uwadze, iż trudno jednoznacznie uszeregować powyżej wymienione kryteria według ważności.

Rosnące zainteresowanie funduszy PE regionem Europy Środkowo-Wschodniej skłoniło Groha, Liechtensteina i Canelę (2009) do przeprowadzenia badań mających na celu identyfikację czynników, jakie stoją za decyzjami zarządzających. Przygotowali oni ankietę, którą skierowali do ponad tysiąca osób z sektora PE. Na podstawie jej wyników stwierdzili, że region Europy Środkowo-Wschodniej – na równi z Indiami – jest najbardziej interesującym regionem aktywności funduszy PE. Warto przy tym podkreślić, że w samym regionie Europy Środkowo-Wschodniej zarządzający najbardziej doceniają Polskę. Zaraz za nią sklasyfikowali Czechy i Węgry. Ich analizy wykazały również negatywne cechy tych gospodarek. Stwierdzili, że zarządzający nie są zadowoleni z poziomu ochrony praw inwestorów. Jakość i niska transparentność przepisów prawa przekładają się bezpośrednio na zakłádane przez nich ryzyko inwestycji. Inne badania, przeprowadzone przez Farag, Hommel, Witt i Wright (2004), których celem było porównanie Polski, Czech i Węgier z Niemcami, z perspektywy zarządzających funduszami PE, wykazały inne słabości. Ankietowani inwestorzy zwrócili uwagę na brak wykwalifikowanych menedżerów na lokalnych rynkach, których można zatrudnić do rozwoju projektu. Poza tym podkreślili ograniczoną możliwość finansowania projektu przy wykorzystaniu długu. Według autorów artykułu ulepszenie regulacji, których konsekwencją byłoby wzmocnienie praw wierzycieli, pozytywnie wpłynęłoby na wzrost udziału kapitału przeznaczonego na ryzykowne inwestycje w całym rynku kapitałowym.

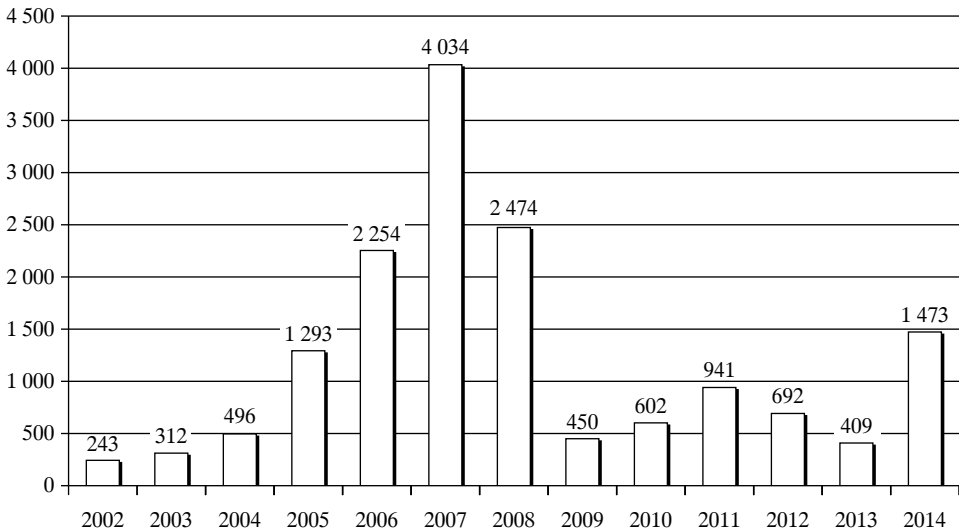
Zrealizowanie się prognoz mówiących o kontynuacji wzmożonej aktywności funduszy PE w regionie Europy Środkowo-Wschodniej w najbliższych latach może skutkować wzrostem znaczenia oraz trwałym wpisaniem się tych funduszy w struktury polskiego rynku

finansowego. Z perspektywy inwestorów powierzenie kapitału funduszom PE może być interesującą alternatywą dla bardziej tradycyjnych produktów inwestycyjnych. Ważne jest jednak, że wyższa oczekiwana stopa zwrotu jest związana z koniecznością akceptacji wyższego ryzyka. Dla inwestorów istotny jest również fakt, że inwestycja w ten typ funduszy wiąże się z relatywnie niską płynnością posiadanych środków (brak możliwości ich wypłaty w okresie trwania funduszu). Adresatem kapitału funduszy PE są przedsiębiorstwa, które uzyskują dostęp do nowego źródła finansowania. Między innymi dla przedsiębiorstw we wczesnej fazie rozwoju może to być istotny element finansowania wzrostu. Z tej perspektywy warto zaznaczyć, iż takie gospodarki jak Stany Zjednoczone czy Wielka Brytania, w których dominuje anglosaski model sektora finansowego z istotną rolą rynków kapitałowych, postrzega się jako bardziej innowacyjne niż te, które opierają się na modelu niemiecko-japońskim (Tadesse 2007).

## 2. Rozwój funduszy *private equity* w Polsce

Dla uproszczenia działalność funduszy PE można podzielić na trzy podstawowe elementy: gromadzenie kapitału, inwestowanie oraz dezinwestycje. Dane empiryczne dotyczące rynku funduszy PE, a szczególnie etapu gromadzenia kapitału, są dostępne najczęściej dla całych regionów, a nie poszczególnych gospodarek. Jest to efektem charakterystyki działalności tych podmiotów, które w swojej polityce inwestycyjnej nie ograniczają się do jednego kraju. Rysunek 1 obrazuje wielkość kapitału pozyskanego przez fundusze PE w latach 2002–2014.

**Rysunek 1**  
**Kapitał pozyskany przez fundusze PE dedykowany inwestycjom**  
**w Europie Środkowo-Wschodniej (w mln EUR)**



Źródło: EVCA (2014, 2015a).

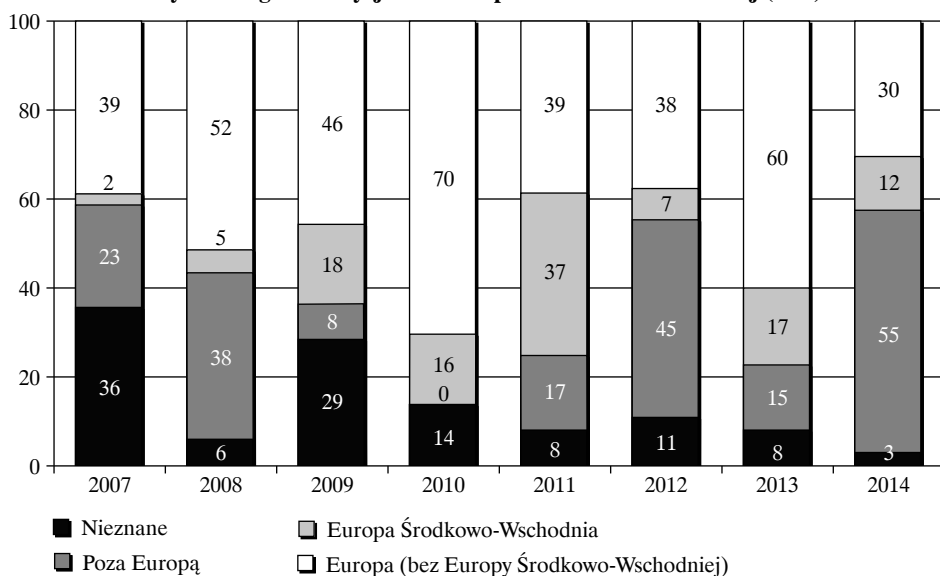
Analizując wartość kapitału pozyskanego przez fundusze PE dedykowane regionowi Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2002–2014, można wyodrębnić dwa okresy: przed i po globalnym kryzysie gospodarczym. W pierwszym okresie dynamika wzrostu pozyska-

nych środków była znaczna, ale została istotnie ograniczona po 2008 r. Jest to zbieżne z globalnymi trendami.

Kluczowa dla zrozumienia podstaw rozwoju rynku PE w Polsce jest analiza nie tylko wielkości pozyskanego kapitału, ale przede wszystkim jego struktury. Charakterystyczny dla rynków rozwijających się jest fakt, iż kapitał pochodzi w zdecydowanej większości od zagranicznych inwestorów. Rysunek 2 obrazuje strukturę pozyskanych kapitałów w ciągu ostatnich ośmiu lat.

Wiodącym źródłem kapitału dla funduszy PE w Europie Środkowo-Wschodniej pozostają europejscy inwestorzy. W latach 2012 i 2014 istotni byli również inwestorzy spoza Europy (głównie z Azji oraz USA). W kontekście kontrybucji regionalnego kapitału wyjątkiem pozostają

**Rysunek 2**  
**Struktura geograficzna źródeł kapitału pozyskanego przez fundusze PE dedykowanego inwestycjom w Europie Środkowo-Wschodniej (w %)**



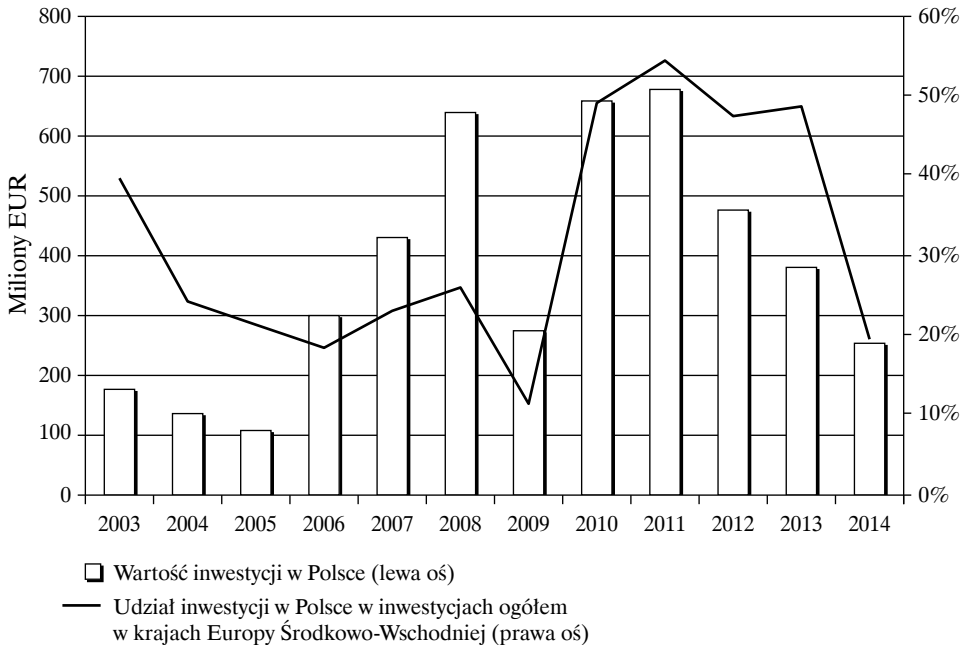
Źródło: EVCA (2014, 2015a).

staje 2011 r., w którym to fundusze PE pozyskały ponad 37% od inwestorów krajowych. Było to jednak efektem programu uruchomionego przez chorwacki rząd w wysokości 289 mln euro, a kapitał ten był dedykowany jedynie inwestycjom na terenie Chorwacji. Pomijając wpływ tego programu na statystyki, udział inwestorów lokalnych wyniósł zaledwie 8,3%. Rozróżniając inwestorów ze względu na ich rodzaj, głównymi źródłami kapitału funduszy działających w Europie Środkowo-Wschodniej są przede wszystkim fundusze funduszy, agencje rządowe oraz fundusze emerytalne. Ich łączny udział w 2014 r. wyniósł ok. 65%.

Dane dotyczące przeprowadzonych inwestycji pozwalają już na precyzyjniejszy podział geograficzny. Polskie przedsiębiorstwa należą do najbardziej atrakcyjnych celów inwestycyjnych dla funduszy PE w regionie. Jak pokazują statystyki, w Polsce jest przeprowadzanych najwięcej transakcji (78 inwestycje w 2014 r.). W latach 2011–2014 ponad 40% wartości wszystkich transakcji było przeprowadzonych w Polsce. Należy pamiętać, iż co do zasady powinno występować opóźnienie pomiędzy pozyskaniem kapitału a jego inwestowaniem. Wielkość zgromadzonego kapitału w danym okresie może zatem służyć za prognostyk wielkości dokonanych inwestycji w kolejnych okresach.

Rysunek 3

Wartość inwestycji przeprowadzanych przez fundusze PE w Polsce



Źródło: EVCA (2014, 2015a).

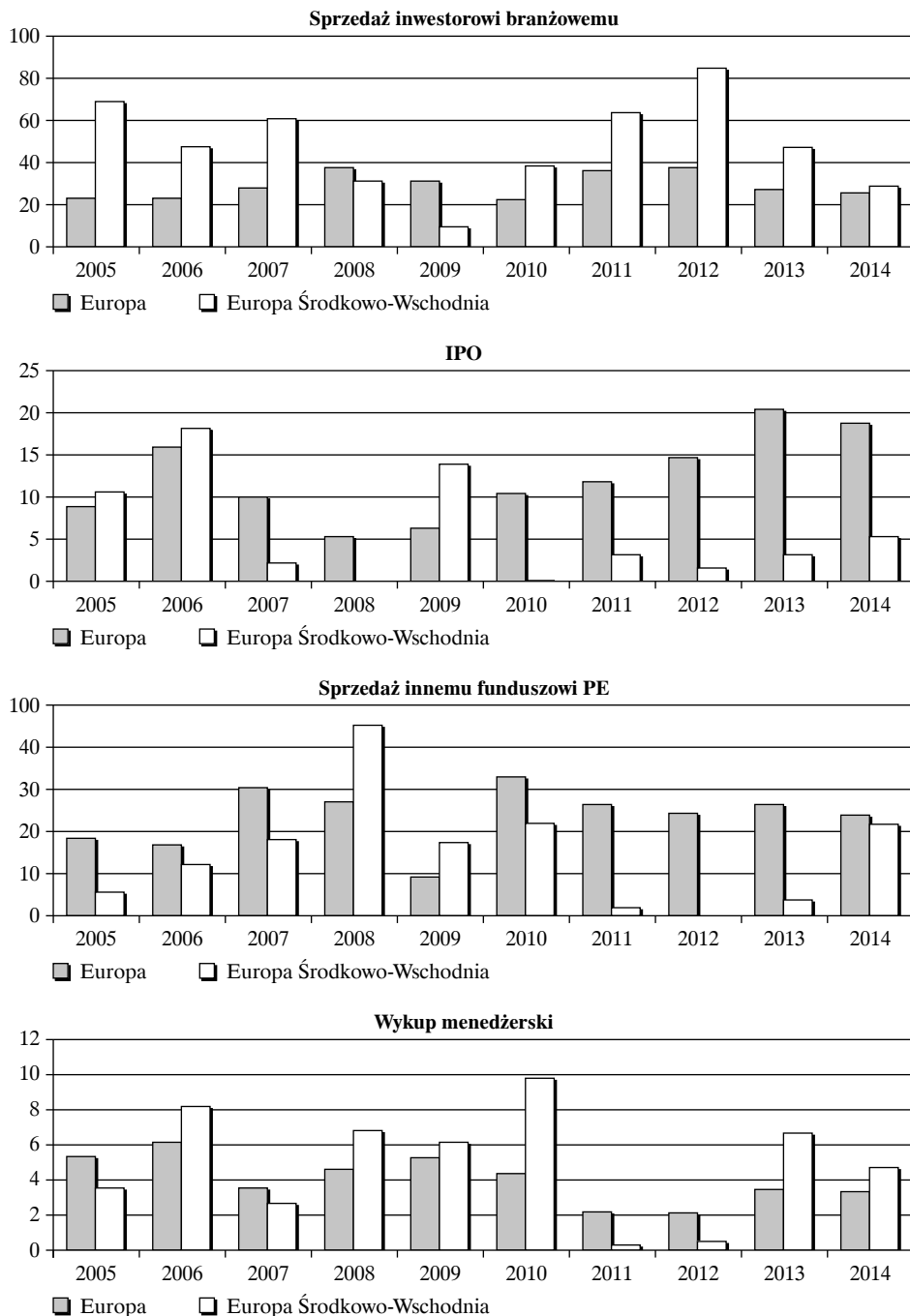
Atrakcyjność regionu Europy Środkowo-Wschodniej, w tym Polski, wynika m.in. z potencjału rynku wewnętrznego. W konsekwencji znaczna część inwestycji dotyczy sektorów z ekspozycją na krajową konsumpcję. Zgodnie z danymi European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) w ostatnich latach wiodącymi sektorami, w których fundusze PE przeprowadzały swoje inwestycje, były telekomunikacja oraz dobra konsumenckie, w których dokonywano ponad 1/3 inwestycji (według wartości).

Ostatnim z elementów funkcjonowania funduszy PE jest etap dezinvestycji, a więc sprzedaż posiadanych aktywów. Wśród wielu strategii wyjścia z inwestycji należy wspomnieć o czterech podstawowych, które w rozpatrywanym tutaj okresie odpowiadały średnio za 74% wszystkich dezinvestycji funduszy działających w Europie Środkowo-Wschodniej. Należą do nich: sprzedaż przedsiębiorstwa inwestorowi branżowemu bądź innemu funduszowi PE oraz debiut giełdowy i wykup menedżerski.

Porównując strategie wyjścia funduszy działających w różnych regionach, warto zwrócić uwagę na kilka aspektów. Przede wszystkim wyjście z inwestycji poprzez sprzedaż inwestorowi branżowemu stanowi główną strategię dla funduszy zorientowanych na region Europy Środkowo-Wschodniej. Według niektórych badań jest to związane z dopiero rozwijającym się rynkiem publicznym (wyjście poprzez IPO) i nie w pełni rozwiniętym rynkiem funduszy PE (sprzedaż inwestorowi finansowemu) (Leeds, Sunderland 2005). W Europie Zachodniej dezinvestycje poprzez sprzedaż inwestorowi branżowemu również mają istotne znaczenie, jednak nie dominują. Z kolei odsprzedanie aktywów innym funduszom PE jest częściej spotykane w Europie Zachodniej, poza latami 2008 i 2009. W okresach dobrej koniunktury giełdowej atrakcyjna może być strategia polegająca na wejściu przedsiębiorstwa na giełdę (IPO). Wykupy menedżerskie są podobnie popularne w całej Europie, jak i w Europie Środkowo-Wschodniej.

Rysunek 4

Udział wybranych strategii wyjścia z inwestycji przez fundusze PE w dezinvestycjach ogółem dla regionu Europy Środkowo-Wschodniej oraz dla całej Europy (w %)



Źródło: EVCA (2014, 2015a).

### 3. Stopień wykorzystania finansowania typu *private equity* oraz perspektywy na przyszłość

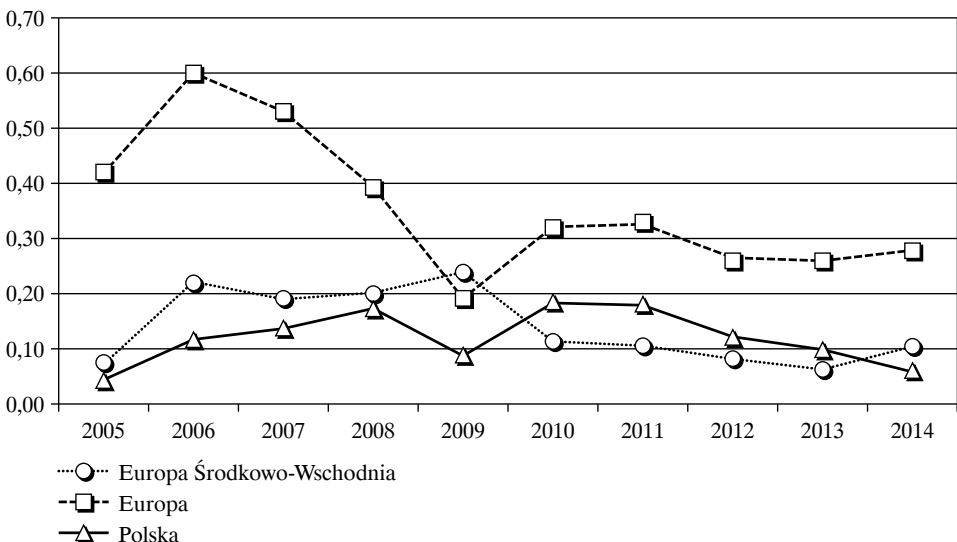
W ostatnich latach Polska była liderem pod względem wartości inwestycji funduszy *private equity* w ujęciu bezwzględny w Europie Środkowo-Wschodniej (ok. 40% inwestycji w latach 2011–2014). Rozmiar tego rynku oraz istotność wpływu finansowania tego rodzaju na gospodarkę należy jednak rozpatrywać w ujęciu względnym. Można to zobrazować, wykorzystując wskaźnik relacji zainwestowanych przez fundusze PE środków do wartości produktu krajowego brutto (PKB). W przypadku Polski relacja ta w latach 2005–2014 wahała się od 0,05% do 0,18%. Implikuje to silną, choć nie najsilniejszą, pozycję Polski na tle innych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Istotną zmienną pozostaje jednak rozmiar poszczególnych gospodarek. PKB Polski jest zdecydowanie największe spośród krajów regionu, a w konsekwencji wzrost relacji inwestycji do PKB wymaga większych nakładów w ujęciu bezwzględny niż w innych porównywanych krajach.

Analizując wskaźnik relacji inwestycji funduszy PE do PKB w kontekście całego regionu, widzimy, że Polska jest jednym z wiodących krajów w Europie Środkowo-Wschodniej. Sam region Europy Środkowo-Wschodniej, biorąc pod uwagę opisywane relacje, odstaje jednak od średniej dla całej Europy. Zjawisko to jest obserwowane od lat, a wpływ na nie miał m.in. okres transformacji politycznej i gospodarczej przez jaką przechodziły państwa tego regionu (Pruchnicka-Grabias 2008).

Na podstawie zaobserwowanej luki pomiędzy udziałem inwestycji typu *private equity* w stosunku do PKB w Polsce oraz całej Europy można wywnioskować o istnieniu sporego potencjału do kontynuacji wzrostu zainteresowania inwestycjami w Polsce przez fundusze PE. Sprzyja temu sytuacja gospodarcza Polski, która jako jedyne państwo w Europie notowała wzrost PKB w każdym roku w latach 1996–2014. Ponadto sformułowane prognozy zakładają utrzymanie się wzrostu PKB na poziomie 3,3% i 3,4%

Rysunek 5

Relacja wartości inwestycji funduszy PE w krajach Europy Środkowo-Wschodniej do wartości ich PKB (w %)





**Tabela 1**

**Relacja wartości inwestycji funduszy *private equity* w krajach Europy Środkowo-Wschodniej do wartości ich PKB (w %)**

Kraj	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Średnia
Bośnia i Hercegowina	0,12	0,06	0,00	0,04	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03
Bułgaria	0,00	0,14	0,56	0,25	0,51	0,22	0,02	0,21	0,03	0,01	0,19
Chorwacja	0,00	0,04	0,02	0,21	0,06	0,03	0,03	0,07	0,04	0,10	0,06
Czarnogóra	•	•	0,00	0,81	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10
Czechy	0,11	0,32	0,13	0,26	0,92	0,15	0,09	0,07	0,09	0,19	0,23
Estonia	0,12	0,03	0,23	0,09	0,03	0,18	0,04	0,11	0,15	0,20	0,12
Litwa	0,07	0,08	0,53	0,00	0,00	0,01	0,09	0,02	0,05	0,11	0,10
Łotwa	0,07	0,00	0,11	0,27	0,01	0,03	0,11	0,01	0,05	0,14	0,08
Macedonia	•	•	0,23	0,00	0,22	0,00	0,00	0,00	0,09	0,00	0,07
Rumunia	0,09	0,12	0,17	0,21	0,18	0,09	0,05	0,02	0,05	0,05	0,10
Serbia	•	•	0,65	0,05	0,00	0,05	0,00	0,01	0,05	0,99	0,22
Słowacja	0,05	0,05	0,04	0,05	0,00	0,02	0,01	0,14	0,00	0,02	0,04
Słowenia	0,01	0,13	0,00	0,01	0,23	0,02	0,04	0,01	0,01	0,04	0,05
Ukraina	•	•	0,24	0,28	0,04	0,09	0,05	0,03	0,01	0,00	0,09
Węgry	0,17	0,88	0,22	0,43	0,23	0,07	0,19	0,10	0,06	0,16	0,25
Polska	0,05	0,12	0,14	0,17	0,09	0,18	0,18	0,12	0,10	0,06	0,12
Europa Środkowo-Wschodnia	0,07	0,22	0,19	0,20	0,24	0,12	0,11	0,08	0,06	0,10	0,14
Europa	0,42	0,60	0,53	0,39	0,19	0,32	0,33	0,26	0,26	0,28	0,36

Źródło: EVCA (2014, 2015a, 2015b), Eurostat (2015).

odpowiednio w 2015 r. i 2016 r. (Eurostat). Dla porównania prognozy dla całej Unii Europejskiej wynoszą odpowiednio 1,8%, 2,1%. Oczywiście obecną oraz przyszłą sytuację gospodarczą poszczególnych krajów należałoby oceniać z wykorzystaniem większej liczby wskaźników, a więc bardziej kompleksowo, jednak sprowadzając analizę jedynie do wartości i tempa zmian PKB można zakładać, iż Polska będzie w kolejnych latach zyskiwała na atrakcyjności względem innych europejskich krajów. Co więcej, z uwagi na liczbę ludności wynoszącą ponad 38 mln obywateli (najliczniejsza populacja w regionie Europy Środkowo-Wschodniej) Polska stanowi atrakcyjny rynek wewnętrzny. Dodatkowym czynnikiem pozytywnie wpływającym na wzrost sektora funduszy PE w Polsce w kolejnych latach może być także kontynuacja ułatwiania prowadzenia działalności

gospodarczej. Jak wynika z opracowań Banku Światowego, Polska w zestawieniu opublikowanym w 2014 r. zajęła 32. miejsce, podczas gdy w 2011 r. była to 70. pozycja. Oczywiście osiągnięta pozycja nadal kreuje duży potencjał do poprawy i zwiększenia atrakcyjności Polski dla inwestorów.

Kolejną determinantą rozwoju rynku PE jest rozwój giełd papierów wartościowych, w rozumieniu liczby oraz wartości debiutów. Jak pokazują statystyki, GPW stała się w ostatnich latach liderem wśród organizatorów obrotu kapitałowego w regionie Europy Środkowo-Wschodniej oraz jednym z czołowych rynków w całej Europie. Na rynku głównym w 2014 r. miały miejsce 13 transakcje IPO, podczas gdy na NewConnect 22. Na tle innych giełd w Europie był to jeden z najaktywniejszych rynków pod tym względem (tab. 2). Niemniej, co ciekawe, jeszcze kilka lat temu liczba debiutów na NewConnect sięgała nawet 172 (2011 r.). W kategorii wartości pozyskanego kapitału kluczowe dla warszawskiej giełdy w ostatnich latach pozostawały transakcje prywatyzacyjne, aczkolwiek w 2014 r. takowych nie było, a coraz większe znaczenie mają IPO firm prywatnych.

Istotną determinantą rozwoju rynku PE jest także dostępność finansowania dłużnego w postaci obligacji korporacyjnych. W Polsce rynek ten jest w większości rynkiem nie-

**Tabela 2**  
**Liczba oraz wartość IPO na poszczególnych giełdach**

Giełda	Liczba IPO	Wartość IPO (mln EUR)
London Stock Exchange	137	19 394
NASDAQ OMX	62	4 524
Euronext łącznie	41	10 495
Euronext Paris	32	5 479
Euronext Amsterdam	6	4 250
Euronext Brussels	2	636
Euronext Lisbon	1	130
<b>GPW</b>	<b>35</b>	<b>313</b>
Borsa Italiana	26	2 593
Oslo Børs & Oslo Axess	17	1 572
Deutsche Börse	17	3 565
Borsa Istanbul	13	253
BME	13	4 514
SIX Swiss Exchange	6	1 155
Irish Stock Exchange	3	483
Wiener Börse	2	194
Bucharest Stock Exchange	1	444
Athens Stock Exchange	1	35
Budapest	1	3
Luxembourg	0	0

publicznym, funkcjonującym w ramach banków, które *de facto* traktują obligacje jako *quasi*-kredyt. Coraz więcej przedsiębiorstw decyduje się jednak na notowanie swoich obligacji na rynku publicznym. Istotnym czynnikiem, który na to wpłynął, było uruchomienie w 2009 r. systemu Catalyst dedykowanego instrumentom dłużnym. W roku uruchomienia liczba emitentów w ramach systemu Catalyst wynosiła 12, a w 2014 r. było ich już prawie 200. W 2009 r. wartość emisji wyniosła ok. 10 mld zł, w 2014 – ponad 500 mld zł. Można zatem zaobserwować dynamiczny rozwój tego rynku, niemniej w porównaniu z krajami Europy Zachodniej czy Ameryki Północnej nadal pozostaje on niedorozwinięty.

Z drugiej strony, przed funduszami PE na polskim rynku rysują się ograniczenia i zagrożenia. Wśród ich m.in. bardzo konkurencyjny rynek, wysoki stopień ostrożności inwestorów czy regulacje prawne ograniczające możliwość swobodnego angażowania środków w inwestycje niepubliczne przez fundusze emerytalne, będące istotnymi dostawcami kapitału dla funduszy PE na rynkach rozwiniętych. Największym zagrożeniem dla potencjału rynku może być istotne osłabienie gospodarcze, w tym spowolnienie w krajach, do których eksportują polskie firmy (np. Niemcy). Oczywiście z punktu widzenia zarządzających funduszami PE kluczowym czynnikiem będzie również liczba i rodzaj potencjalnych celów inwestycyjnych. W tym kontekście istotną rolę w nadchodzących latach mogą odegrać firmy rodzinne. Przedsiębiorstwa w dużej części założone ok. 20–25 lat temu będą w najbliższych okresach wchodzić w fazę sukcesji. Zgodnie z badaniami PARP (2015) ponad połowa firm w Polsce to właśnie firmy rodzinne, z czego ok. 20% to firmy średnie i duże, a więc potencjalnie odpowiadające kryteriom funduszy PE.

Podsumowując, polski rynek inwestycji funduszy PE jest czołowym wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej, jednak jego relatywna wielkość w stosunku do wartości PKB w całej Europie pozostawia miejsce do potencjalnego wzrostu. Biorąc pod uwagę sytuację makroekonomiczną Polski na tle innych krajów europejskich, a także inne czynniki wpływające na ten rynek, można sformułować wniosek, iż rynek ten w kolejnych latach będzie rósł, a wraz z nim wykorzystana miara relacji inwestycji PE do PKB.

## Wnioski

Przeprowadzona analiza determinant rozwoju rynku funduszy *private equity* wskazała, iż kluczowymi są m.in.: sytuacja gospodarcza, otoczenie prawne, rozwój krajowego rynku kapitałowego oraz rynku długu korporacyjnego. Ich kształt w Polsce w ciągu ostatnich kilkunastu lat ewoluował, czego efektem jest obecny stan rozwoju rynku PE w Polsce. W ujęciu regionalnym (Europa Środkowo-Wschodnia) polski rynek jest czołowym pod względem wartości inwestycji. W ujęciu względnym (w stosunku do wartości PKB) jest jednym z najbardziej rozwiniętych. Porównując jednak udział inwestycji typu PE do PKB w Europie Środkowo-Wschodniej i w szerszym ujęciu (dla całej Europy, a więc uwzględniając państwa rozwinięte), uwidacznia się duża dysproporcja. Zaobserwowana luka stanowi miejsce na potencjalny dalszy rozwój tego rynku w Polsce i zwiększenie jego wartości. Sprzyja temu przede wszystkim względnie lepsza sytuacja gospodarcza w Polsce niż w innych europejskich krajach w ostatnich latach (w rozumieniu wzrostu PKB). Sytuacja makroekonomiczna, a więc potencjalne spowolnienie lub recesja, stanowi jednak także źródło największego zagrożenia. Wśród innych przesłanek wykorzystania wspomnianego potencjału wzrostu należy wymienić rozwijający się rynek kapitałowy, budowany publiczny rynek długu korporacyjnego (w ramach Catalyst) czy sukcesję w firmach rodzinnych, dla których fundusze PE mogą być partnerem. Pozytywne perspektywy dla polskiego rynku PE potwierdzają także przeprowadzone badania atrakcyjności poszczególnych państw.

Według The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index (Groh, Liechtenstein i Lieser, 2012) Polska jest 36. najbardziej atrakcyjnym krajem na całym świecie i najatrakcyjniejszym w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, co potwierdza sformułowaną wcześniej pozytywną ocenę potencjału wzrostu tego rynku w Polsce.

Tekst wpłynął: 20 stycznia 2013 r.

(wersja poprawiona i zaaktualizowana: 18 września 2015 r.)

## Bibliografia

- Balboa M., Martí J., *An Integrative Approach to the Determinants of Private Equity Fundraising*, EFMA 2004 Basel Meetings Paper, 2003.
- Baughn Ch., Neupert K., *Culture and National Conditions Facilitating Entrepreneurial Start-ups*, „Journal of International Entrepreneurship” 2003, nr 1(3).
- Black B., Gilson R., *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets*, „Journal of Financial Economics” 1998, nr 47(3).
- Blanchard O.J., *The Medium Run*, „Brookings Papers on Economic Activity” 1997, nr 28(2).
- Bonini S., Alkan S., *The Macro and Political Determinants of Venture Capital Investments around the World*, Working Paper, University of Bocconi, 2006.
- Bruce D., *Effects of the United States’ Tax System on Transition into Selfemployment*, „Labor Economics” 2000, nr 7(5).
- Bruce D., *Taxes and Entrepreneurial Endurance: Evidence from the Self-employed*, „National Tax Journal” 2002, nr 55(1).
- Cullen J., Gordon R., *Taxes and Entrepreneurial Activity: Theory and Evidence for the U.S.*, NBER Working Paper, nr 9015, 2002.
- Cumming D., Schmidt D., Walz U., *Legality and Venture Capital Governance Around the World*, „Journal of Business Venturing” 2010, nr 25(1).
- Eurostat, Database, 2015.
- EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2013*, An EVCA Special Paper, Brussels 2014.
- EVCA, *Central and Eastern Europe Statistics 2014*, An EVCA Special Paper, Brussels 2015a.
- ECVA, *2014 European Private Equity Activity*, Brussels 2015b.
- Farag H., Hommel U., Witt P., Wright M., *Contracting, Monitoring, and Exiting Venture Investments in Transitioning Economies: A Comparative Analysis of Eastern European and German Markets*, „Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance” 2004, nr 6(4).
- Gompers P., Lerner J., *What Drives Venture Capital Fundraising?*, Brooking Papers on Economic Activity, Microeconomics, 1998.
- Gompers P., Lerner J., *Money Chasing Deals? The Impact of Funds Inflows on the Valuation of Private Equity Investments*, „Journal of Financial Economics” 2000, nr 55(2).
- Greene P., *Dimensions of Perceived Entrepreneurial Obstacles*, w: *Frontiers of Entrepreneurship Research*, red. P. Reynolds, Center for Entrepreneurship Studies, Babson College, Babson Park 1998.
- Groh A.P., *Private Equity in Emerging Markets*, IESE Business School Working Paper nr 779, 2009.
- Groh A.P., Liechtenstein H., *How Attractive is Central Eastern Europe for Risk Capital Investors?*, „Journal of International Money and Finance” 2009, nr 28(4).
- Groh A.P., Liechtenstein H., Canela M., *Limited Partners’ Perception of the Central European Venture Capital and Private Equity Market*, IESE Business School Working Paper, nr 727, 2009.
- Groh A.P., Liechtenstein H., Lieser K., *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index – 2011 Annual*, IESE Business School University of Navarra, Barcelona 2012.
- Groh A.P., Liechtenstein H., *Assesing Country Attractivness in the Venture Capital and Private Equity Landscape in Emerging Markets*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2021987](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2021987) (28 czerwca 2015 r.).
- IPO Watch Europe Annual Review*, 2014.

- Jeng L.A., Wells P.C., *The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries*, „Journal of Corporate Finance” 2000, nr 6(3).
- Kasner K., *Rynek private equity. Historia i aktualna organizacja*, „Studia Ekonomiczne” 2011, nr 2.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., *Legal Determinants of External Finance*, „Journal of Finance” 1997, nr 52(3).
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., *Law and Finance*, „Journal of Political Economy” 1998, nr 106(6).
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., *Investor Protection and Corporate Valuation*, „Journal of Finance” 2002, nr 57(3).
- Lazear E.P., *Job Security Provisions and Employment*, „Quarterly Journal of Economics” 1990, nr 105(3).
- Lee S., Peterson S., *Culture, Entrepreneurial Orientation and Global Competitiveness*, „Journal of World Business” 2000, nr 35(4).
- Leeds R., Sunderland J., *Private Equity Investing in Emerging Markets*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2005, nr 15(4).
- Lerner J., Schoar A., *Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity*, „Quarterly Journal of Economics” 2005, nr 120(1).
- PARP, *Projekt badawczy PARP – Panel Polskich Przedsiębiorstw, Koniunktura i otoczenie biznesu 2014, Firmy rodzinne w Polsce 2014*, Warszawa 2015.
- Pruchnicka-Grabias I., *Private Equity in Poland and in Other Countries of Central and Eastern Europe – the Present State and Perspectives for the Future*, „The Romanian Economic Journal” 2008, nr 11(4).
- Romain A., van Pottelsberghe de la Potterie B., *The Determinants of Venture Capital: A Panel Analysis of 16 OECD Countries*, Université Libre de Bruxelles Working Paper, WP-CEB 04/015, 2004.
- Sapienza H., Manigart S., Vermeir W., *Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries*, „Journal of Business Venturing” 1996, nr 11(6).
- Schertler A., *Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis*, European Integration, Financial Systems and Corporate Performance (EIFC) Working Paper, nr 03–27, United Nations University, Maastricht 2003.
- Tadesse S., *Innovation, Information and Financial Architecture*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2007, nr 41(4).
- The World Bank, *Doing Business 2015*, Washington, DC, 2014.

## ROZWÓJ FINANSOWANIA TYPU *PRIVATE EQUITY* W POLSCE I W INNYCH KRAJACH EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ

### Streszczenie

Artykuł opisuje rozwój finansowania typu *private equity* w Polsce i w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej w ciągu ostatnich 10 lat. W pierwszej części artykułu autorzy omawiają główne determinanty rozwoju rynku PE, takie jak wielkość i dynamika krajowej gospodarki, stopień rozwoju lokalnego rynku kapitałowego, regulacje prawne (zwłaszcza w zakresie inwestycji zagranicznych), system podatkowy i kultura przedsiębiorczości. Druga część opisuje rozwój rynku PE w Polsce i w innych krajach EŚW oraz strukturę tego rynku. Polska stała się wiodącym rynkiem PE w EŚW, skupiającym ponad 40% ogólnej wartości transakcji tego typu zawieranych w tym regionie. Fundusze PE stanowią rosnącą część rynku kapitałowego w Polsce, a ich łączna wartość jest także dość znacząca w porównaniu z wartością PKB. Niemniej jednak istnieje nadal wiele miejsca na dalszy wzrost inwestycji dokonywanych w tym segmencie rynku kapitałowego, tym bardziej że gospodarka polska rozwija się dość pomyślnie.

**Słowa kluczowe:** fundusze *private equity*, rynek kapitałowy, Polska, Europa Środkowo-Wschodnia

## THE DEVELOPMENT OF PRIVATE EQUITY FINANCE IN POLAND AND OTHER CEE COUNTRIES

### Summary

The paper describes the development of private equity finance in Poland and in other CEE countries during the last 10 years. The first part of the paper discusses the main determinants of the development of the PE market, such as size and growth of the domestic economy, the development stage of the local capital market, legal regulations (notably as regards foreign investors), tax system, and corporate culture. The second part describes the development of the PE market in Poland and in other CEE countries as well as its structure. Poland has become the leading PE market in CEE, representing more than 40% of the total transaction value in the region. The PE funds represent a rising part of the Polish capital market and their total value is also quite significant as compared with the value of GDP. Nevertheless, there is still much room for a further growth of investments made within this capital market segment, the more so because Polish economy is growing quite well.

**Key words:** private equity funds, capital market, Poland, CEE

## РАЗВИТИЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ *PRIVATE EQUITY* В ПОЛЬШЕ И В ДРУГИХ СТРАНАХ ЦЕНТРАЛЬНО-ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ

### Резюме

В статье описывается развитие финансирования типа *private equity* в Польше и в других странах Центрально-восточной Европы на протяжении последних 10 лет. В первой части статьи авторы анализируют главные детерминанты развития рынка PE, такие как объемы и динамика отечественной экономики, степень развития местного фондового рынка, юридические урегулирования (особенно в области иностранных инвестиций), систему налогообложения и культуру предпринимательства. Во второй части описывается развитие рынка PE в Польше и в других странах Центрально-Восточной Европы, а также структура этого рынка. Польша стала ведущим рынком PE в этом регионе – здесь заключается свыше 40% от общей стоимости сделок этого типа. Фонды PE являются растущей частью фондового рынка Польши, а их общая стоимость также довольно значительна по сравнению со стоимостью ВВП. Тем не менее, рынок еще далек от насыщения и существуют хорошие перспективы для дальнейшего роста инвестиций, совершаемых в этом сегменте фондового рынка, тем более, что польская экономика развивается довольно успешно.

**Ключевые слова:** фонды *private equity*, фондовый рынок, Польша, Центрально-Восточная Европа