

Jerzy Węclawski

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

ROZWÓJ RYNKU *PRIVATE EQUITY* A KONIUNKTURA GOSPODARCZA

Streszczenie: Wartość kapitału gromadzonego przez fundusze *private equity* jest ściśle powiązana z koniunkturą gospodarczą, a szczególnie z klimatem giełdowym oraz kształtowaniem się stóp zwrotu z kapitału w relacji do alternatywnych inwestycji na rynku finansowym. Realizacja modelu finansowania opartego na *private equity* napotyka w związku z tym trudności związane z niestabilnością dopływu środków od inwestorów zewnętrznych. Kapitałodawcy funduszy *private equity* kierują się przy tym w swoich decyzjach oceną odnoszącą się do przyszłej koniunktury giełdowej, historycznych stóp zwrotu i reputacją funduszu. Działalność inwestycyjna funduszy *private equity* ma w pewnym zakresie także wpływ antycykliczny na gospodarkę.

Słowa kluczowe: rynek finansowy, *private equity*, koniunktura gospodarcza.

1. Wstęp

Finansowanie przedsiębiorstw kapitałem wysokiego ryzyka stanowi stosunkowo wąski, ale istotny segment rynku finansowego. Jego znaczenie wynika z rodzaju finansowanych przedsięwzięć: wdrażania innowacji technicznych i technologicznych, restrukturyzacji własnościowej i finansowej, fuzji i przejęć, wprowadzania spółek do obrotu publicznego. Wszystkie te przedsięwzięcia są obciążone ponadprzeciętnym ryzykiem, ale w razie ich powodzenia zapewniają relatywnie wysoką stopę zwrotu.

Dotychczas prowadzone badania rynku *private equity*, zarówno w Polsce, jak i w innych krajach, koncentrowały się głównie wokół problematyki kryteriów oceny i selekcji projektów inwestycyjnych, współpracy funduszy z przedsiębiorstwami udziałowymi, przedsięwzięć podnoszących wartość przedsiębiorstw. Niewiele jest natomiast studiów podejmujących kwestię akwizycji kapitału i czynników ją determinujących, zwłaszcza w ujęciu makroekonomicznym. Podejmując ten problem badawczy, postawiono tezę, że wartość gromadzonych przez fundusze *private equity* środków oraz ich aktywność inwestycyjna są ściśle powiązane z przebiegiem cyklu koniunkturalnego. Dobry klimat giełdowy i wysokie stopy zwrotu w stosunku do alternatywnych inwestycji kapitałowych wpływają pozytywnie na dopływ środków

finansowych do funduszy *private equity*. Celem opracowania jest analiza przesłanek i rozmiarów akwizycji środków finansowych przez fundusze *private equity* na rynku europejskim ze wskazaniem źródeł ich pochodzenia oraz kierunków inwestowania. Punkt ciężkości rozważań koncentruje się przy tym na działalności niezależnych funduszy *private equity*, tzn. takich, które refinansują się na rynku i dokonują inwestycji w przedsiębiorstwach znajdujących się w różnych stadiach rozwoju – od tworzenia innowacyjnych firm po finansowanie wykupów, fuzji i przejęć.

2. Akwizycja kapitału jako element procesu inwestycyjnego

Finansowanie za pomocą *private equity*¹ oparte jest na modelu obejmującym kilka etapów, które w ujęciu analitycznym układają się w następującą sekwencję: akwizycja kapitału, pozyskiwanie, ocena i selekcja projektów, negocjowanie warunków wejścia i zawieranie umów, dostarczanie kapitału (często w transzach), kontrola i wspieranie biznesowe spółek portfelowych, wyjście z inwestycji. W praktyce, poza pierwszym etapem, pozostałe realizowane są w sposób ciągły i wzajemnie zachodzą na siebie, gdyż odnoszą się do indywidualnych przedsięwzięć inwestycyjnych przygotowywanych, prowadzonych i zamykanych przez spółkę zarządzającą funduszem inwestycyjnym. W niezależnych funduszach *private equity*, zarządzających kapitałem pozyskanym na rynku finansowym, jedynie pierwszy etap procesu, jakim jest akwizycja kapitału, jest wyraźnie wyodrębniony pod względem czasowym. Konsekwencją takiej organizacji procesu inwestycyjnego jest powstawanie okresowych nadwyżek zgromadzonych przez fundusze środków finansowych w stosunku do możliwości ich efektywnego wykorzystania.

Punktem wyjścia w procesie inwestycyjnym opartym na *private equity* jest określenie strategii inwestycyjnej funduszu, na którą składają się takie elementy, jak: rynek docelowy w ujęciu branż, faz rozwoju i lokalizacji geograficznej przedsiębiorstwa, limity finansowania, docelowa wielkość funduszu, czas, na jaki fundusz jest tworzony [Wrzesiński 2008, s. 31-33]. Na podstawie przyjętej strategii spółka zarządzająca dokonuje wstępnego rozeznania rynku, przeprowadzając poufne rozmowy z potencjalnymi inwestorami. Dopiero mając pozytywną reakcję inwestorów na przedstawiony im projekt, przystępuje do oficjalnego tworzenia funduszu. Etap ten trwa od 3 do 18 miesięcy i po zgromadzeniu zakładanej kwoty środków kończy się zamknięciem funduszu. Zamknięte fundusze *private equity* charakteryzuje długi okres istnienia (8-10 lat) oraz niska płynność (brak rynku wtórnego w zasadzie uniemożliwia wycofanie się z inwestycji). Z drugiej strony fundusze tego typu oferują wysoki poziom dywersyfikacji portfela oraz wysokie stopy zwrotu [Knauer, Marx 2009, s. 94].

¹ W opracowaniu tym, zgodnie z terminologią European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), inwestycje *private equity* obejmują *venture capital*, *buyout* oraz *mezzanine capital*.

3. Czynniki wpływające na rozmiary gromadzonego kapitału

Na rozwiniętych rynkach finansowych występuje wyraźna korelacja między aktywnością funduszy *private equity*, przejawiającą się w gromadzeniu i inwestowaniu kapitału, a koniunkturą gospodarczą, której wyrazem jest przede wszystkim koniunktura na rynku giełdowym² (por. tab. 1). W okresie dobrej koniunktury w gospodarce

Tabela 1. Zgromadzony i zainwestowany kapitał wysokiego ryzyka w Europie w latach 1990-2009 na tle koniunktury giełdowej (w mld EUR)

Rok	Kapitał zgromadzony	Kapitał zainwestowany	Indeks Stoxx Europe 600	Łączna kapitalizacja giełd europejskich zrzeszonych w FESE
1990	4,6	4,1	88,91	x
1991	4,2	4,6	100	x
1992	4,2	4,7	101,55	x
1993	3,4	4,1	138,03	3 199
1994	6,7	5,4	125,06	3 090
1995	4,4	5,5	141,69	3 496
1996	8,0	6,8	171,31	4 405
1997	20,0	9,7	235,79	6 074
1998	20,3	14,5	279,2	7 414
1999	25,4	25,1	379,49	11 359
2000	48,0	35,0	359,79	9 977
2001	40,0	24,3	298,73	8 405
2002	27,5	27,6	201,72	5 925
2003	27,0	29,1	229,31	6 850
2004	27,5	36,9	251,11	7 637
2005	71,8	47,0	310,03	9 602
2006	112,0	71,0	365,26	11 421
2007	79,0	72,8	364,64	11 752
2008	81,3	54,0	198,36	6 180
2009	16,0	23,4	253,89	8 242

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EVCA/Thomson Venture Economics oraz www.fese.eu.

² Prezentowany w tab. 1 Indeks Stoxx Europe 600 obejmuje 600 składników reprezentujących małe, średnie i duże przedsiębiorstwa z 18 krajów (Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Grecja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Islandia, Luksemburg, Niemcy, Norwegia, Portugalia, Szwajcaria, Szwecja, Wielka Brytania, Włochy). Łączna kapitalizacja giełd zrzeszonych w FESE, ujmowana w statystykach od 1993 r., dotyczy giełd tych samych 18 krajów.

i na giełdzie wyraźnie rośnie wolumen kapitału stawianego do dyspozycji funduszy i, co jest charakterystyczne, z pewnym poślizgiem czasowym wartość inwestowanych przez nie środków. Dynamicznemu rozwojowi rynku giełdowego w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia, związanemu z rozwojem tzw. nowej gospodarki, towarzyszyło rosnące zainteresowanie finansowaniem innowacyjnych projektów za pomocą *venture capital*. Pęknięcie bańki spekulacyjnej na tym rynku spowodowało spadek liczby projektów inwestycyjnych i zniechęciło inwestorów do zasilania funduszy *private equity*. Ponowna odbudowa koniunktury giełdowej i rynku *private equity* została przerwana wybuchem kryzysu finansowego w 2007 r. Można wskazać dwa główne czynniki przesądzające o występowaniu takiej zależności: kształtowanie się oczekiwanych stóp zwrotu z inwestycji oraz traktowanie giełdy jako ważnego kanału dezinvestycji.

Niezależne fundusze *private equity* występują na rynku finansowym jako pośrednicy pomiędzy kapitałodawcami a poszukującymi wsparcia kapitałowego przedsiębiorstwami. Inwestują zatem nie własne, lecz zgromadzone na rynku środki, kierując się w swojej działalności motywem zysku. W związku z tym kalkulują cenę nabycia udziałów w przedsiębiorstwie, biorąc pod uwagę możliwą do osiągnięcia cenę sprzedaży w momencie wychodzenia z inwestycji. Zakładana stopa zwrotu ma zapewnić pokrycie kosztów i zysk funduszowi oraz satysfakcjonujące wynagrodzenie dla dostarczycieli kapitału. Ci ostatni będą dokonywali jej porównania ze stopami zwrotu z alternatywnych inwestycji kapitałowych. Przy takim podejściu oczekiwana stopa zwrotu jest bezpośrednio powiązana z rynkową wyceną wartości danego przedsiębiorstwa bądź stanowi punkt odniesienia do możliwych do osiągnięcia stóp zwrotu z alternatywnych inwestycji. Przeprowadzenie takiej kalkulacji, zwłaszcza w odniesieniu do inwestycji dokonywanych w przedsiębiorstwach znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju, jest zawodne ze względu na długi, niekiedy kilkunastoletni okres finansowania. Konsekwencją tego jest podejmowanie przez inwestorów, a szczególnie podmioty dostarczające kapitału funduszom *private equity*, decyzji w oparciu o historyczne stopy zwrotu [Kuckertz, Middelberg 2008, s. 558]. Kapitałodawcy funduszu dysponują jedynie informacjami o jego ogólnej strategii inwestycyjnej, natomiast nie wiedzą, na jakie konkretne przedsięwzięcia przeznaczy on zgromadzone środki. Kierują się więc w swoich decyzjach takimi czynnikami, jak: ocena koniunktury gospodarczej, reputacja funduszu, a zwłaszcza poziom stóp zwrotu uzyskiwanych przez fundusz w przeszłości. Dobra koniunktura gospodarcza stwarza szanse na znalezienie i realizację lukratywnych projektów inwestycyjnych. Realizacja przez fundusz w przeszłości wysokich stóp zwrotu może świadczyć o skuteczności jego menedżerów i stanowi zachętę dla kapitałodawców do wyposażania ich w nowe środki finansowe. Sukcesy funduszu w finansowaniu przedsiębiorstw przekładają się także na większe zainteresowanie nim ze strony dysponentów interesujących projektów inwestycyjnych.

Dla ułatwienia inwestorom dokonywania oceny realizowanych stóp zwrotu instytucje związane z organizacją rynku *private equity* wprowadziły wytyczne doty-

czące metodyki ich obliczania i publikują okresowe zestawienia tych wielkości (por. tab. 2). Należy jednak mieć na uwadze, że rzeczywiste ceny sprzedaży w ramach poszczególnych transakcji mogą się istotnie różnić od branżowych indeksów. Stąd inwestorzy jako punkt odniesienia wykorzystują także publicznie dostępne informacje na temat kursów spółek wprowadzanych na giełdę w ramach IPO oraz poziomu oprocentowania innych rodzajów aktywów. Badania przeprowadzone przez innych autorów wskazują na pozytywną korelację wolumenu transakcji IPO z rozmiarami akwizycji kapitału przez fundusze *private equity* [Knauer, Marx 2009, s. 96]. Oznacza to, że kapitałodawcy antycypują wysoką aktywność i sukcesy inwestycyjne funduszy i na tej podstawie są skłonni zasilać je środkami pieniężnymi w ramach kolejnych akwizycji.

Tabela 2. Roczna IRR górnego kwartyła funduszy *private equity* w latach 1980-2009

Zagregowana IRR od uruchomienia do 31.12.2009			Okresowa IRR na 31.12.2009		
faza rozwoju	liczba funduszy	zagregowana IRR	3-letnia IRR	5-letnia IRR	10-letnia IRR
Fazy początkowe	104	12,0	3,2	8,6	8,3
Ekspansja	49	18,0	11,0	15,5	14,1
Zrównoważony rozwój	41	13,5	4,4	5,0	4,1
Łącznie <i>venture capital</i>	194	13,6	6,1	9,5	9,2
<i>Buyout</i>	116	30,2	13,2	32,7	22,5
Różne fazy	35	22,9	-3,2	41,1	26,9
Łącznie <i>private equity</i>	345	21,8	5,7	26,5	17,9

Źródło: [2009 *Pan-European Private...*, s. 7].

Fundusze dokonujące finansowania przedsiębiorstw za pomocą *private equity* z założenia nie pozostają w dłuższej perspektywie czasowej ich współwłaścicielami, lecz po zrealizowaniu celu, jakim jest wzrost wartości przedsiębiorstwa, dokonują sprzedaży posiadanych w nim udziałów. W odniesieniu do przedsiębiorstw o dużym potencjale wzrostu najbardziej pożądanym sposobem dezynwestycji jest wprowadzenie spółki portfelowej do obrotu giełdowego i sprzedaż akcji w ofercie publicznej. Stąd już na etapie inwestowania środków bierze się pod uwagę możliwości i warunki wyjścia z finansowanego przedsiębiorstwa. Tak więc chociaż przedmiotem finansowania *private equity* są zazwyczaj spółki nie notowane na giełdzie, to powiązanie procesu inwestycyjnego z koniunkturą giełdową jest bardzo istotne, gdyż determinuje wyjście z inwestycji. W związku z tym warunki formalne wprowadzenia przedsiębiorstwa do obrotu giełdowego, kapitalizacja giełdy, wielkość obrotów, aktualna i przewidywana koniunktura giełdowa, regulacje prawne i podatkowe związane z inwestycjami kapitałowymi są istotnymi czynnikami branżowymi pod uwagę przez inwestorów *private equity*. Ograniczone możliwości wyjścia z inwestycji *private*

equity poprzez giełdę w wyniku słabej koniunktury giełdowej, przy braku innych atrakcyjnych możliwości jej zamknięcia, powodują przetrzymywanie udziałów w portfelach funduszy w oczekiwaniu na lepszą koniunkturę [Guthoff 2002, s. 246]. Oznacza to jednak zahamowanie możliwości refinansowania upłynnionych środków, pogorszenie perspektyw wychodzenia z inwestycji, wzrost skłonności inwestorów do umarzania udziałów, a w rezultacie ograniczenie akwizycji kapitału przez fundusze na nowe inwestycje. Pogorszenie koniunktury gospodarczej dotyka szczególnie dotkliwie przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju, gdy część z nich nie jest jeszcze w stanie wykazać się zyskami. Umarzanie przez fundusze udziałów w przedsiębiorstwach powoduje utratę tego źródła finansowania zewnętrznego i uniemożliwia im dalszy rozwój bądź wręcz zmusza do ogłoszenia bankructwa.

Rozwój rynku giełdowego i dobry klimat giełdowy mogą jednak w pewnym zakresie powodować efekty substytucyjne w stosunku do akwizycji kapitału przez fundusze *private equity*. Rosnące kursy akcji i wysoka płynność dokonywanych w nie inwestycji mogą stanowić alternatywę dla długoterminowego inwestowania w fundusze, obciążonego przy tym wysokim ryzykiem. Badania prowadzone w tym zakresie wskazują jednak, że efekt substytucji osłabiany jest przez dążenie inwestorów do dywersyfikacji portfeli i włączania do nich aktywów o różnej kombinacji ryzyka i dochodu. Powoduje to, że przeważa efekt pozytywnej korelacji rozwoju rynku giełdowego i akwizycji środków przez fundusze *private equity* [Frommann, Dahmann 2005, s. 58].

4. Źródła i kierunki pochodzenia i przeznaczenia kapitału

Fundusze *private equity* stosują różne strategie inwestycyjne w ujęciu finansowania określonych faz rozwoju przedsiębiorstwa. Najogólniej można wyróżnić fundusze wyspecjalizowane, koncentrujące swoją działalność na określonych fazach rozwoju, oraz fundusze dywersyfikujące swoją aktywność w tym ujęciu. Na rynku europejskim stosunkowo niewielka część kapitału jest przeznaczana na finansowanie przedsiębiorstw znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju bądź na etapie rozwoju zrównoważonego. Dominuje finansowanie wykupów, fuzji i przejęć przedsiębiorstw (por. tab. 3). Dokonując tego typu oceny, należy oczywiście uwzględnić, że finansowanie we wczesnych etapach rozwoju wymaga mniejszych w ujęciu jednostkowym nakładów kapitałowych i dotyczy w sumie względnie dużej liczby przedsiębiorstw, podczas gdy finansowanie różnego rodzaju restrukturyzacji angażuje jednorazowo znaczne kwoty kapitału.

Odnosząc się do problemu akwizycji i inwestowania kapitału w ujęciu faz rozwoju przedsiębiorstwa, należy wskazać, że skala aktywności funduszy *private equity* w odniesieniu do podmiotów znajdujących się na etapie tworzenia i ekspansji jest w znacznie większym stopniu uzależniona od stanu koniunktury gospodarczej oraz stóp zwrotu z inwestycji niż finansowanie wykupów. Możliwości znacznego wzro-

Tabela 3. Kapitał zgromadzony przez fundusze *private equity* w Europie w latach 2008-2009 według faz rozwoju

Faza rozwoju	2008		2009	
	kwota w mld EUR	udział w %	kwota w mld EUR	udział w %
Fazy początkowe	2,2	2,8	1,4	8,9
Ekspansja	1,7	2,1	0,5	3,2
Zrównoważony rozwój	2,3	2,9	1,4	8,8
Łącznie <i>venture capital</i>	6,3	7,8	3,3	20,6
Finansowanie wzrostu	2,9	3,6	0,9	5,7
<i>Buyout</i>	66,7	81,9	9,1	56,6
<i>Mezzanine</i>	1,0	1,2	0,6	3,6
Różne fazy	4,5	5,5	2,1	13,5
Łączna kwota	81,4	100,0	16,1	100,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie [2010 *EVCA Yearbooks...* 2010, s. 30].

stu wartości innowacyjnego przedsiębiorstwa są silnie powiązane z rozwojem całej gospodarki, a wysokiemu ryzyku z tym związanemu towarzyszą oczekiwania wysokich stóp zwrotu. Przeprowadzenie transakcji wykupu (MBI/MBO) przynosi mniejszy wzrost wartości przedsiębiorstwa i wiąże się z mniejszym ryzykiem, a tym samym przyciąga inwestorów akceptujących niższe stopy zwrotu w warunkach stabilnego rozwoju przedsiębiorstwa.

Niezależne fundusze *private equity* są typowymi pośrednikami finansowymi i refinansują się przez rynek kapitałowy. W Europie ich głównymi kapitałodawcami są banki, fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, a ostatnio w rosnącym zakresie fundusze funduszy (por. tab. 4). Zainteresowanie trzech pierwszych z wymienionych grup kapitałodawców wynika z objęcia ich regulacjami ostrożnościowymi, uniemożliwiających im angażowanie się na większą skalę w przedsięwzięcia związane z wysokim ryzykiem inwestycyjnym. Zachętą dla tego typu inwestycji są natomiast możliwość dywersyfikacji portfeli aktywów i wysokie oczekiwane stopy zwrotu, które pozwalają na podniesienie ogólnej efektywności tych podmiotów. Nie bez znaczenia dla niektórych z nich jest pozyskiwanie klientów dla oferowanych usług.

Fundusze *private equity* prowadzące działalność inwestycyjną na terenie danego kraju w dużym stopniu finansują ją ze środków zagranicznych. Udział kapitału pochodzącego od inwestorów krajowych wynosił w Europie w latach 2005-2009 jedynie 35%, podczas gdy ponad połowa środków napływała z zagranicy, w tym znaczna część spoza Europy (por. tab. 5). Tego typu transfery ponadnarodowe środków zasilaających fundusze *private equity* mają określone powiązanie z koniunkturą gospodarczą. Inwestorzy, dokonując alokacji środków z kraju ich pochodzenia, poszukują

Tabela 4. Źródła pochodzenia środków pozyskiwanych przez fundusze *private equity* w Europie w latach 2001-2009 (w %)

Rodzaj inwestora	2001-2004	2005-2009	2009
Fundusze emerytalne	20,1	23,5	14,4
Fundusze funduszy	12,8	14,2	13,5
Banki	20,8	12,7	18,4
Towarzystwa ubezpieczeniowe	10,8	8,5	9,3
Osoby prywatne	5,5	7,5	3,5
Agencje rządowe	7,5	7,4	11,8
Korporacje	5,6	3,6	6,3
Rynki kapitałowe	0,8	2,5	1,9
Instytucje akademickie	1,9	1,7	0,2
Pozostałe	14,2	18,4	20,7
Razem	100,00	100,00	100,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie [EVCA Yearbooks 2002-2010].

Tabela 5. Kapitał zgromadzony przez fundusze *private equity* w Europie według obszaru pochodzenia w latach 2005-2009

Obszar pochodzenia	Wartość w mld EUR	Udział w %
Europa	192,0	54,2
w tym:		
– krajowy	123,7	34,9
– zagraniczny	68,3	19,3
Spoza Europy	115,1	32,5
Nieznany	47,1	13,3
Razem	354,2	100,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie [2010 EVCA Yearbooks... 2010, s. 32].

projektów o wysokim poziomie innowacyjności oraz ponadprzeciętnych stopach zwrotu. Ponadnarodowe transfery środków są też wynikiem realizacji strategii nastawionych na dywersyfikację ryzyka inwestycyjnego związanego z koniunkturą gospodarczą danego regionu.

5. Antycykliczne oddziaływanie inwestycji *private equity*

Rozwój rynku *private equity*, jak starano się wykazać powyżej, jest w dużym stopniu uzależniony od stanu koniunktury gospodarczej. Z drugiej jednak strony należy zauważyć, że inwestycje *private equity* oddziałują na gospodarkę prorozwojowo i antycyklicznie. Oddziaływanie to ma charakter bezpośredni, ale głównie jednak pośredni.

Bezpośredni wpływ na łagodzenie przebiegu cyklu koniunkturalnego wywierają przede wszystkim inwestycje dokonywane przez korporacje przy wykorzystaniu własnych funduszy *venture capital*. Bezpośrednie inwestycje korporacji opierają się na ich własnych zasobach finansowych i produkcyjnych, w związku z czym nie są zależne od oczekiwań kapitałodawców nastawionych na zysk. Wahania koniunktury gospodarczej i oczekiwanej stopy zwrotu nie przesądzają tym samym o akwizycji kapitału. Dla korporacji podstawowym motywem inwestowania jest zapewnienie sobie dostępu do najnowszych technologii. Oznacza to, że właśnie w okresie gorszej koniunktury korporacje mogą alokować wolne zasoby w przygotowywanie nowych rozwiązań technicznych i technologicznych, które zapewnią im wyprzedzenie czasowe i przewagę konkurencyjną w momencie jej poprawy. Analiza rynku wskazuje, że korporacje, które w okresach gorszej koniunktury utrzymały wysoką aktywność inwestycyjną w zakresie *venture capital*, odnosiły ewidentne korzyści w okresach boomu gospodarczego [Lorenz, Seeliger 2000, s. 662]. W związku z tym można stwierdzić, że bezpośrednio inwestycje *venture capital* dokonywane przez korporacje mają oddziaływanie antycykliczne. Odnosi się to do rozwoju samych korporacji, ale także, ze względu na zakres dokonywanych przez nie inwestycji w innowacyjne przedsiębiorstwa, wywiera określony wpływ na całą gospodarkę. Co prawda udział w rynku inwestycji dokonywanych przez fundusze zależne, wśród których podstawową rolę odgrywają fundusze korporacji, nie jest duży, gdyż kształtuje się na poziomie 7% [2010 *EVCA Yearbooks...* 2010, s. 61], należy jednak uwzględnić, że chodzi tutaj o kwotowo niewielkie inwestycje dokonywane w znaczną liczbę małych przedsiębiorstw.

Pośrednie i długofalowe pozytywne oddziaływanie inwestycji *private equity* na rozwój gospodarczy znajduje swój wyraz we wprowadzeniu na rynek nowych wyrobów i sposobów wytwarzania, udziale w restrukturyzacji gospodarki oraz tworzeniu nowych miejsc pracy. Wymiana asortymentu rynkowego oraz stosowanie nowych technologii produkcji dokonujące się dzięki inwestycjom *venture capital* pozwalają na intensyfikację wzrostu gospodarczego. Firmy wspierane w rozwoju przez fundusze *venture capital* ponoszą zdecydowanie wyższe niż przeciętnie w gospodarce wydatki na badania i rozwój (nawet do 45% całości swoich wydatków) oraz zgłaszają i wdrażają kilkakrotnie więcej patentów niż inne przedsiębiorstwa [Achleiter, Geidner 2006, s. 145]. *Private equity* nie tylko wspiera rozwój nowych sektorów, ale też przyczynia się do unowocześnienia tradycyjnych przez wprowadzanie do nich nowych technologii, usług i rozwiązań organizacyjnych.

Liczba przedsiębiorstw finansowanych przez *private equity* (nowe inwestycje) wykazywała, co prawda, w latach 2000-2009 wyraźną tendencję spadkową (z 10 107 na początku tego okresu do 5046 na jego koniec), ale w dalszym ciągu pozostaje ona znacząca. Blisko 80% tych firm zalicza się przy tym do małych i średnich [2010 *EVCA Yearbooks...* 2010, s. 17, 22]. Zaangażowanie *private equity* nie tylko pozwala wielu przedsiębiorstwom na pokonanie luki kapitałowej, ale dzięki wsparciu w zarządzaniu zwiększa szanse osiągnięcia sukcesu ekonomicznego. Wskaźnik

przetrwania przedsiębiorstw finansowanych przez fundusze jest zdecydowanie wyższy niż przeciętny w gospodarce.

W latach 2000-2004 w przedsiębiorstwach finansowanych przez *venture capital* stworzono 630 tys. nowych miejsc pracy, a w firmach korzystających z finansowania typu *buyout* 420 tys.³ W spółkach portfelowych należących do obydwu tych grup finansowania przez fundusze *private equity* tempo wzrostu zatrudnienia w analizowanym okresie wynosiło 5,4% rocznie, tj. było niemal ośmiokrotnie wyższe od przeciętnego dla całej Unii Europejskiej, przy czym w przedsiębiorstwach finansowanych przez *venture capital* wynosiło w latach 1997-2004 aż 30,5% rocznie. Najszybciej rośnie przy tym zatrudnienie w sektorach nowych technologii (biotechnologia, ochrona zdrowia i medycyna, informatyka i telekomunikacja). Istotne z punktu widzenia rozwoju gospodarki jest również to, że 1/3 pracowników tych firm zatrudniona była w sferze badań i rozwoju, a znaczna ich część posiadała wysoki poziom kwalifikacji zawodowych (26% inżynierowie, 13% doktorzy). Temu wysokiemu poziomowi kwalifikacji towarzyszą o ok. 50% wyższe wynagrodzenia brutto niż w innych sektorach gospodarki [*Private equity...* 2005, s. 4]. Wszystkie te czynniki wywierają pozytywny wpływ na rozwój gospodarczy.

6. Zakończenie

Finansowanie za pomocą kapitału wysokiego ryzyka, zwłaszcza *venture capital*, odnosi się jedynie do ok. 1% wszystkich nowo zakładanych przedsiębiorstw. Jednak miarą sukcesu i znaczenia tego rynku dla całej gospodarki jest fakt, że znaczna część spółek wchodzących do obrotu giełdowego, a w niektórych okresach nawet jedna trzecia, to podmioty, które skorzystały ze wsparcia tego typu kapitału. Stąd istotnym czynnikiem wpływającym na rozwój rynku *private equity* jest koniunktura giełdowa oraz poziom stóp zwrotu z alternatywnych inwestycji kapitałowych. Wysoka kapitalizacja giełdy, funkcjonowanie rynku równoległego dla mniejszych spółek, stabilna koniunktura giełdowa stwarzają dla inwestorów *private equity* ważny kanał do wychodzenia ze spółek portfelowych. Atrakcyjne stopy zwrotu przyciągają kapitał do funduszy *private equity* w ramach kolejnych rund inwestowania, budując potencjał do finansowania innowacyjnych przedsięwzięć i restrukturyzacji gospodarki. Cykliczność rozwoju rynku giełdowego znajduje bezpośrednie przełożenie na rynek *private equity* – załamania kursów akcji hamują proces akwizycji i inwestowania kapitału. Z jednej strony, ta niestabilność dopływu środków do funduszy *private equity* powoduje utrudnienia w realizacji modelu finansowania typowego dla tych podmiotów. Z drugiej jednak strony, inwestycje *private equity* oddziałują na gospodarkę także antycyklicznie przez wysoki poziom innowacyjności wspieranych przez nie przedsiębiorstw oraz restrukturyzację tradycyjnych jej sektorów.

³ Dane te dotyczą EU-25 oraz Norwegii i Szwajcarii.

Literatura

- 2009 *Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study*, EVCA, Thomson Reuters.
- 2010 *EVCA Yearbooks, Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report*, EVCA, 2010.
- Achleiter A.-K., Geidner A., *Der Beitrag von Private Equity und Venture Capital zur Beschäftigung in Europa*, „Finanz Betrieb“ 2006, Nr. 3.
- EVCA Yearbooks 2002-2010*.
- Frommann H., Dahmann, *Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft*, BVK, Berlin 2005.
- Guthoff M., *Private equity im Einfluss des Börsenklimas*, „Die Bank“ 2002, nr 4.
- Knauer T., Marx J., *Fundraising im deutschen Private Equity-Markt – Der Einfluss des Finanzmarkts*, „Finanz Betrieb“ 2009, nr 2.
- Kuckertz A., Middelberg N., *Signaling im Prozess des Fundraisings von Venture Capital-Gesellschaften*, „Finanz Betrieb“ 2008, nr 7-8.
- Lorenz M., Seeliger C., *Corporate Venture Capital*, „Finanz Betrieb“ 2000, nr 10.
- Private equity and generational change*, EVCA, March 2005.
- Wrzesiński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.

PRIVATE EQUITY MARKET DEVELOPMENT AND THE ECONOMY CONDITIONS

Summary: The value of the capital accumulated by private equity funds depends on economic conditions, in particular the stock exchange climate and the evolution of return on capital in relation to alternative investments in the financial market. Regarding this, implementing the model of financing based on private equity faces the difficulties with the instability of the funds flow from investors. Private equity investors take into account their assessment of the future stock market climate, historical rates of return and the reputation of the fund. To some extent investment activities of private equity funds have some anticyclical impact on the economy.