

Ewa Rzeczkowska: Jaka generalna zmiana zaszła ostatnio na rynku funduszy private equity? W jaki sposób zmienił się rynek funduszy private equity w ciągu ostatnich sześciu miesięcy?

Gavin Hill: Co ciekawe i zaskakujące, powszechne nastawienie w kwietniu 2009 roku jest znacznie bardziej optymistyczne niż sześć miesięcy wcześniej. Październik 2008 roku to apogeum kryzysu. Oczekiwano wtedy, że sytuacja się pogorszy, ale teraz wydaje się, że ludzie odczuwają pewien optymizm, bo faktem jest, że indeks wzrósł o 30 punktów. Inną interesującą kwestią jest to, że na 15 transakcji zawartych w ciągu ostatnich sześciu miesięcy, pięć miało miejsce w Polsce, co dowodzi, że rośnie zainteresowanie przyszłością w większych firmach, które wierzą, że są w stanie wytrzymać nacisk ekonomiczny. Oznacza to, że sukces odnoszą nie tyle pionierzy, co firmy, które posiadają solidną reputację. Według moich obserwacji, fundusze private equity wracają dziś do korzeni. Zasadniczo, w ciągu ostatnich paru lat fundusze korzystały z wielu kredytów bankowych w celu wypłaty wysokich mnożników. Na przyszłość, fundusze będą bardziej starać się inwestować w dobrze prosperujące firmy prywatne, które dążą do rozwoju poprzez przejęcia lub znaczny rozwój wewnętrzny. Doświadczenie potwierdza, że jest to bardzo korzystny czas dla funduszy private equity – wrócimy jeszcze do tego zagadnienia.

Jaki pogląd mają fundusze private equity na temat otoczenia ekonomicznego i czy zgodnie z ostatnim badaniem, oczekiwania funduszy się spełniły?

Niestety, według poprzedniego badania, 92 % uważało, że sytuacja gospodarcza się pogorszy i jak się okazało, mieli rację. Dziwię się tym ośmiu procentom. Jednak uważam, że to jak bardzo sytuacja się zmieniła się na gorsze różni się w zależności od kraju. Teraz tylko 43 % uważa, że już nie będzie gorzej. Według mnie oznacza to, iż respondenci myślą, że, być może, zbliżamy się do dna cyklu koniunkturalnego. Dla nas w Polsce szczególnie ważny jest fakt, że jeśli chodzi o wymierne skutki globalnego kryzysu gospodarczego, mamy tendencje do pozostawania w tyle. W zasadzie, zarażamy się chorobą od kogoś, kto już ją ma, innymi słowy, efekty kryzysu stają się widoczne u nas dopiero po pewnym czasie. Dlatego też, chociaż wydaje się, że zbliżamy się do dna cyklu koniunkturalnego, jest jeszcze za wcześnie, żeby określić gdzie dokładnie znajduje się to dno.

Zgodnie z wynikami badania, 76 % funduszy planuje zwiększyć inwestycje w nadchodzących okresach. To o 66 % więcej niż w poprzednim okresie. Jak to się ma do ogólnych tendencji rynkowych? Czy dotyczy to wszystkich funduszy private equity?

To bardzo ciekawe, że tak wiele więcej podmiotów pragnie zwiększyć inwestycje. Kwesta jest rzeczywiście interesująca, bo skoro większość funduszy w ogóle nie podejmowała inwestycji w ciągu ostatnich sześciu miesięcy, to stosunkowo łatwo jest deklarować zwiększenie inwestycji, bo nie da się zainwestować mniej niż nic. Jednakże uważam, że większość respondentów, którzy deklarują, że zwiększą inwestycje, w tym ci którzy przeprowadzili piętnaście zgłoszonych transakcji o których wspominałem wcześniej, rzeczywiście zainwestuje tyle samo lub więcej. Dlatego w przyszłości będziemy mieli o wiele więcej możliwości nabycia. Mówiłem o dnie cyklu koniunkturalnego; w odniesieniu do procesu nabywania udziałów i akcji przez fundusze private equity, zasadniczo w fazie ożywienia, nabywcy pozostają w tyle za sprzedającymi co do oczekiwań cenowych, tzn. nabywca chce zapłacić mniej niż oczekuje sprzedający. Oczekiwania nabywców i sprzedających ciągle się w ten sposób ścigają i dlatego trzeba wykorzystywać wysoką dźwignię finansową. W fazie spadku cyklu sytuacja jest odwrotna: oczekiwania cenowe sprzedających pozostają w tyle, jeśli chodzi o obniżanie ceny, za oczekiwaniami nabywców. Innymi słowy, w tym tygodniu sprzedający chce dostać więcej niż nabywca chce mu zapłacić, w następnym tygodniu sprzedający obniży cenę, ale nabywca też już obniżył swoje oczekiwania, więc pościg odbywa się w kierunku dna. Dlatego faktyczne sygnały ekonomiczne płynące z badania, które mówią, że zbliżamy się do dna, są pozytywne, bo właśnie na dnie inicjuje się najwięcej transakcji. W tym punkcie oczekiwania cenowe sprzedających i kupujących są bardziej zbliżone i dlatego łatwiej dokonywać transakcji.

Innym interesującym zagadnieniem jest to, że na podstawie historycznych dowodów z innych cykli,

niestety dane pochodzą przede wszystkim ze Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, dwa pierwsze lata po rozpoczęciu recesji gospodarczej najbardziej obfitują jeśli chodzi o inwestycje funduszy private equity. To najlepszy czas na szukanie okazji inwestycyjnych. Myślę, że przyczyną takiego zjawiska jest zgoda między nabywcą a sprzedającym co do ceny. Inną przyczyną jest fakt, że w takiej sytuacji mamy bardzo prosty pogląd na to, jak będzie wyglądała przyszłość – w pewnym momencie na pewno nastąpi poprawa sytuacji gospodarczej. Ponadto, kadra zarządzająca została już poddana ciężkiej próbie trudnych czasów, więc można mieć do niej większe zaufanie – nawet jeśli nie odnosi wielkich sukcesów, to i tak będzie w stanie zarządzać działalnością. W ciągu ostatnich sześciu miesięcy problem polegał na tym, że nikt do końca nie wiedział jakie działania podejmie kadra kierownicza w trakcie recesji gospodarczej, szczególnie w Europie Środkowej, która przez ostatnie piętnaście lat przeżywała okres wzrostu koniunktury.

Sugeruje Pan, że można spodziewać się dużych inwestycji na rynku środkowoeuropejskim. Czy nie oznacza to, że musimy sięgnąć dna, aby recesja przeobraziła się w transakcje?

To bardzo ciekawe, bo na podstawie rozmów z inwestorami szacuje się, że około 4,25 miliardów Euro czeka na inwestycje na naszym rynku. Osobiście uważam, że suma ta mogłaby być wyższa, jeśli tylko zarysowałyby się odpowiednie możliwości. Czy transakcje będą w rzeczywistości przeprowadzone zależy nie tyle od pieniędzy, co od zaistnienia takich możliwości. Zależy to również od decyzji funduszy private equity czy nadszedł już moment, kiedy zbliżamy się do dna cyklu koniunkturalnego. Jeśli fundusze wystartują za wcześnie – odnosi się to do moich uwag o spadku cen – mogą wtedy przepłacić, możliwe też, że recesja potrwa rok czy dwa dłużej niż planowali, co będzie oznaczać, że fundusze dłużej będą czekać na zyski. W chwili obecnej fundusze private equity zwykle szukają zysków na 5 do 10 lat. Inwestycje większości z nich opierają się na systemie 5 + 5, zgodnie z którym fundusz ma 5 lat na zainwestowanie pieniędzy i 5 lat na osiągnięcie zysków z tej inwestycji. W przeszłości, dzięki wzrostom na giełdzie i wyższymi wycenom, wiele było komentarzy prasowych na temat transakcji trzyletnich, ale w ciągu następnych dwóch, trzech lat takie transakcje są mniej prawdopodobne. Znacznie częściej fundusze będą kupować prężne, dobrze funkcjonujące przedsiębiorstwa i wspomagać ich rozwój tak, żeby stały się one jeszcze większe i jeszcze lepiej funkcjonujące. Z tego powodu w Europie Środkowej na pewno dojdzie do regionalnych konsolidacji. Myślę, że polskie, czeskie i węgierskie spółki będą kupowane w celu nabycia niemieckich, francuskich czy hiszpańskich spółek, ponieważ recesja gospodarcza jest trudniejsza w tych krajach niż w Polsce. Uważam, że w Europie Środkowej mamy znacznie silniejszą bazę gospodarczą, pomimo problemów niektórych państw środkowoeuropejskich z punktu widzenia banku centralnego.

Podsumowując Pani pytanie i to, co już powiedziałem wcześniej, zasadniczo, trzy zjawiska muszą dojść do skutku. Fundusze muszą dojść do przeświadczenia, że jesteśmy już bardzo blisko dna, a oczekiwania cenowe nie zmieniają się w znaczący sposób, żeby z perspektywy czasu nie stwierdzono, że fundusze przepłaciły. Oczekiwania cenowe sprzedających powinny być realistyczne. W zeszłym tygodniu rozmawiałem z paroma poważnymi przedsiębiorcami, którzy, zwarzywszy na niskie oczekiwania cenowe, chętnie dokonywaliby teraz zakupów, ale nie mają na to odpowiednich środków. W ciągu ostatnich pięciu lat miało miejsce wiele przejęć spółek prywatnych, które były napędzane kredytami, pieniędzmi pochodzącymi od banków. Środki takie nie są już dostępne na tym samym poziomie, ani dla funduszy private equity, ani dla prywatnych przedsiębiorców. Dlatego też prywatni przedsiębiorcy zaczynają teraz myśleć, że, być może, powinni podjąć współpracę z funduszami private equity w celu wykorzystania możliwości jakie daje osiągnięcie dna cyklu koniunkturalnego dla rozwoju ich przedsiębiorstw. Tutaj właśnie spotykają się i dostosowują do siebie dwa porozumienia. Jeszcze jednym, możliwe, że mniej znaczącym czynnikiem jest to, że wielu przedsiębiorców, którzy w ciągu ostatnich piętnastu lat odnieśli sukces gospodarczy, przeorganizuje się i przetrwa następny rok czy dwa, a potem powie sobie: - Już nie chcę dalej się tym zajmować. Odniosłem sukces w biznesie, mogę liczyć na godziwą cenę za moje przedsiębiorstwo, czas już przekazać pałeczkę komuś innemu. Może będzie to ktoś z wewnętrznej kadry zarządzającej firmy, ktoś młodszy, menadżer, którego zachowano

na stanowisku w ciągu ostatnich pięciu lat. Taki doświadczony przedsiębiorstwa powie: - Twoja kolej, ty rozwiąż teraz wszystkie problemy, staw czoło przyszłości, a ja chętnie przyjmę czek na okrągłą sumę i zamierzam cieszyć się życiem. To na pewno dobry pomysł. Inny obszar, który wynika z tego, co właśnie powiedziałem to fakt, że kierownictwo spółki powinno mieć plan jak czerpać korzyści ze ożywienia gospodarczego. Nie wystarczy przetrwać. Fundusze private equity nie szukają firm, które po prostu potrafią przetrwać, szukają za to takich, które rozwijają się poprzez trudności, ponieważ uważają, że organizacje tego typu, jeśli są właściwie zarządzane i finansowane, będą w stanie wykorzystać możliwości i zdecydowanie odniosą sukces w ciągu następnych dziesięciu lat. Nie ma wątpliwości, że to kwestia zwycięzców i przegranych. Fundusze private equity mają prawo do inwestowania w przegranych, ale nie w zbyt wielu - żeby osiągnąć zysk fundusze muszą częściej odnosić sukces niż przegrywać.

Biorąc pod uwagę sytuację na rynku i to, co Pan właśnie powiedział, jakie, Pańskim zdaniem, będą wyniki kolejnego sondażu?

Na rynku doradztwa finansowego przyszłość zawsze bardzo trudno przewidzieć. Korzystną stroną przeprowadzania badań jest fakt, że jednostki mogą się ukryć za tym, że zbieramy wszystkie wypowiedzi do ogólnej puli, więc nie można stwierdzić której konkretnej osoby prognoza się nie sprawdziła. Nie wiem czy potrafię przewidzieć wynik następnego badania, które ma odbyć się za sześć miesięcy, ale jeśli zastanowimy się nad tym co mogą przynieść kolejne dwa sondaże, czyli dwanaście do osiemnastu miesięcy cyklu koniunkturalnego, to myślę, że dowiemy się, że przeprowadzono o wiele więcej transakcji niż w bieżącym badaniu. Myślę też, że zaobserwujemy zmiany w rozmiarach transakcji. Dla wielu funduszy przez ostatnie kilka trudno było uzasadnić wysokie mnożniki, jednak fundusze te ciągle widzą korzyści płynące z inwestowania w Europie Środkowej. Dlaczego? Bo wierzą, że, z ekonomicznego punktu widzenia, Europa Środkowa będzie miała znacznie wyższe tempo wzrostu niż Europa Zachodnia. Może nie będzie to wzrost rzędu 6, 8 czy 9 procent, tak jak to było przez kilka lat, ale jeśli wzrost wyniesie 3 czy 4 procent, to i tak dużo. W Wielkiej Brytanii jednoprocetowy wzrost jest teraz postrzegany jako ożywienie gospodarcze. Z tej perspektywy, wartości rzędu 3, 4, 5 procent wzrostu w Polsce, Czechach, czy innych krajach to fenomenalne tempo. Dlatego uważam, że będzie więcej inwestycji, badanie wykaże podwyższenie zaufania, które w okresie objętym dwoma czy trzema następnymi badaniami przekroczy wartość bazową z marca 2003 roku. Myślę, że zostaniemy poinformowani o dokonaniu większych transakcji. Nie sądzę, żeby było to 15 dużych przedsięwzięć - nie jestem aż takim optymistą - ale myślę, że kilka. Uważam też, że częściej dokonywane będą wielokrotne nabycia. Jedną z kwestii, których sondaż nie śledzi to inwestycje private equity dokonywane przez same fundusze private equity. Ostatnio byłem zaangażowany w transakcję, w wyniku której spółka otrzymała więcej pieniędzy z funduszu private equity na zakup dwóch nowych spółek. Innymi słowy, nabycie spółki nie było pierwotną inwestycją - fundusz już zainwestował w firmę i, zasadniczo, dostarcza jej kapitału na kolejne nabycia. W konsekwencji wiele transakcji nabycia ma miejsce, jedna jest w toku - to już czwarta kolejna transakcja dokonana w ciągu ostatnich czterech lat przez tę spółkę na drodze do konsolidacji branży - firma może przeistoczyć się w korporację, która będzie miała duże znaczenie w regionie. Myślę, że takie posunięcia będą coraz częstsze. Za rok, po odbyciu dwóch kolejnych sondaży, być może, będziemy zmuszeni do dodania pytania: - „Jakie są posunięcia państwa spółek portfelowych?” Na razie mamy pytanie; „Co sądzą Państwo o waszych inwestycjach?” „Jaka jest skuteczność Państwa inwestycji finansowych?”, a ja myślę, że będzie potrzebne pytanie: „Jak silne są Państwa spółki portfelowe?”. Uważam, że, znaczna część inwestycji funduszy private equity w ciągu kolejnych dwóch, trzech lat skupi się na dalszym inwestowaniu w inwestycje podjęte wcześniej. Zainwestowaliśmy 30 milionów w tym roku, 20 milionów w kolejnym i 20 milionów za dwa lata. To jest właśnie logiczny powód inwestowania w daną firmę - firma ta pragnie się rozwijać. Dlaczego fundusze będą podejmować takie przedsięwzięcia? Jeśli rozważymy zasady, jakimi kierują się duże fundusze, to dojdziemy do wniosku, że potrzebują one znacznych kwot pieniędzy, które uzasadniają podjęcie działania. Jeżeli raz dokona się inwestycji, reinwestycja wymaga już niewielkiego wysiłku - nie trzeba ponownie negocjować warunków ani kontraktów, nie trzeba

podejmować działań w celu rozpoznania i zrozumienia firmy, bo fundusz już tę firmę zna. Dlatego też dla dużych funduszy private equity łatwiej jest kontynuować inwestycję poprzez lokowanie dalszych 20, 30 czy 40 milionów niż dokonać pierwszej pięćdziesięciomilionowej inwestycji. Moim zdaniem jest to silna tendencja. Mam też nadzieję, że przy drugim sondażu przeprowadzonym od dzisiejszej rozmowy będziemy mogli powiedzieć, że na pewno doszliśmy już do dna cyklu. Być może, będziemy też mogli stwierdzić, że dostrzegliśmy pierwsze zwiastuny wzrostu gospodarczego. Trzeba poczekać, żeby zobaczyć jak będą odpowiadać nasi respondenci w kolejnych badaniach. Dla mnie bardzo ciekawe jest, że na podstawie sondażu można zaobserwować rozwój pewnych tendencji. Nie chodzi o konkretny moment, ale o bieg, rozwój tendencji w czasie, który daje lepsze zrozumienie tego, co się dzieje.

Znaczy to, że perspektywy są dobre?

Perspektywy są zawsze dobre, trzeba tylko wiedzieć, gdzie szukać wartości.