

The condition of and prospects for the private equity funds market in Poland

Stan i perspektywy rozwoju rynku funduszy private equity w Polsce

Barbara Nowakowska

Piotr Nociński

Michał Popiołek

Michał Surowski

mBank – CASE Seminar Proceedings No. 140/2015
Zeszyty mBank – CASE nr 140/2015



mBank–CASE Seminar Proceedings are a continuation of BRE–CASE Seminar Proceedings, which were first published as PBR–CASE Seminar Proceedings

Zeszyty mBank–CASE są kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR–CASE i następującej po niej serii BRE Bank–CASE

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa
al. Jana Pawła II 61/212, 01–031 Warszawa

mBank SA
ul. Senatorska 18, 00–950 Warszawa

Copyright: CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i mBank SA

Scientific editor/Redakcja naukowa
Ewa Balcerowicz

Series Coordinator/Sekretarz Zeszytów
Katarzyna Sidło

Translation/Tłumaczenie
Nathaniel Espino

DTP
Marcin Dominik Jabłoński

Keywords: Financial Markets and the Macroeconomy, Financial institutions and Services, Non-bank Financial Institutions, Institutional Investors

JEL codes: E44, G2, G23
EAN: 9788371786365

Publisher/Wydawca
CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, al. Jana Pawła II 61/212,
01–031 Warszawa

Donor/Nakładca
Fundacja mBanku, ul. Senatorska 18, 00–950 Warszawa

Disclaimer

The paper contains the views of its authors and not of the institutions with which they cooperate.

Nota prawna

Tekst wyraża poglądy autorów, a nie instytucji, z którymi są związani.



Barbara Nowakowska

Barbara Nowakowska — Managing Director of PSIK, the Polish Private Equity and Venture Capital Association.

Barbara Nowakowska has been managing PSIK for 12 years, working for promotion and development of private equity/venture capital industry in Poland and representing interests of the Polish private equity community. Barbara Nowakowska served as an expert on the Polish private equity and venture capital at the European Commission.

Prior to joining PSIK in 2003, Barbara Nowakowska was a board member of an independent Polish telecom operator El-Net S.A. She gained experience in private equity industry at Enterprise Investors. At the beginning of transformation, she worked at the Ministry of Privatisation.

Barbara Nowakowska holds an MA degree in economics.

Barbara Nowakowska — dyrektor zarządzająca Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (PSIK).

Zarządza PSIK od 12 lat, realizując cele statutowe stowarzyszenia, którymi jest przede wszystkim wspieranie rozwoju sektora *private equity/venture capital* w Polsce i reprezentacja interesów tego sektora. Reprezentowała Polskę jako ekspert w dziedzinie *private equity/venture capital* w Komisji Europejskiej.

Przed rozpoczęciem pracy w PSIK w 2003 roku zasiadała w zarządzie niezależnego operatora telekomunikacyjnego El-Net S.A. Doświadczenie w branży *private equity* zdobyła w Enterprise Investors. Na początku transformacji pracowała w Ministerstwie Przekształceń Własnościowych.

Jest absolwentką wydziału handlu zagranicznego w SGPiS (SGH).



Piotr Nociński

Piotr Nociński — President of PSIK, co-founder and Managing Partner at Resource Partners, private equity firm investing in SMEs in Poland and CEE.

Prior, he was Director at The Carlyle Group and Investment Director and Partner at 3TS Capital Partners where he led and co-led 3 investments in telecom, media and financial services.

Before joining 3TS Capital Partners in 2001, from 1999 to 2000, Piotr Nociński was Executive in PricewaterhouseCoopers' Financial Advisory Services department in Warsaw, as part of the Central European team focusing on merger and acquisition lead advisory projects. He began his career in 1997 as Junior Equity Analyst at Deutsche Bank Research (formerly Deutsche Morgan Grenfell).

Piotr earned his M.Sc. in Finance and Banking from the Warsaw School of Economics and has also completed post-graduate studies in International Economics at the same University.

Piotr Nociński — prezes Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, współzałożyciel i partner zarządzający w Resource Partners, firmie *private equity* inwestującej w MŚP w Polsce i krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Wcześniej był dyrektorem w Carlyle Group oraz dyrektorem ds. inwestycji i partnerem w 3TS Capital Partners, gdzie kierował lub współkierował 3 inwestycjami w branży telekomunikacyjnej, mediach i w sektorze usług finansowych.

Zanim dołączył w 2001 roku do 3TS Capital Partners, Piotr Nociński od 1999 roku był dyrektorem w dziale doradztwa finansowego w PricewaterhouseCoopers w Warszawie, gdzie, jako członek zespołu ds. fuzji i przejęć w Europie Środkowej, zajmował się projektami doradczymi. Karierę zawodową rozpoczął w 1997 roku jako młodszy analityk akcji w zespole analitycznym Deutsche Bank (wcześniej Deutsche Morgan Grenfell).

Piotr uzyskał tytuł magistra Finansów i Bankowości w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie. Na tej samej uczelni ukończył on również studia podyplomowe w Kolegium Gospodarki Światowej.



Michał Surowski

Michał Surowski — Head of Debt Capital Markets Poland and Deputy Head of Global Finance Platform Poland in Societe Generale. Since February 2013 he has been responsible for all aspects of SG's DCM activity in Poland.

Between 2006 and 2010 he worked as the Head of Corporate Finance in Rabobank Polska S.A. Prior to that he was employed by Bank BPH (2003–2006) and Bank of America (1998–2003).

At the beginning of his career he worked as Associate for Societe Generale (1997–1998) and MC Concordia Sp. z o.o. (January-July 1997), and Analyst in Equity Investments Department of Bank Handlowy w Warszawie S.A. (1995–1996). He graduated from Warsaw School of Economics (Master's degree in Banking and Finance). He also participated in Advanced Management Program at IESE Business School — University of Navarra (2011–2012).

Michał Surowski — dyrektor ds. Rynków Kapitałowych Długu oraz zastępca dyrektora Globalnej Platformy Finansowej w Societe Generale. Od lutego 2013 r. odpowiada za całość działań Societe Generalne w odniesieniu do Rynków Kapitałowych Długu.

W latach 2006–2010 pracował jako Dyrektor Działu Finansów Korporacyjnych Rabobanku Polska S.A. Wcześniej zatrudniony był w Banku BPH (2003–2006) oraz Bank of America (1998–2003).

Na początku swojej kariery zawodowej pracował na stanowisku Associate w Societe Generale (1997–1998) oraz w MC Concordia Sp. z o.o. (styczeń-lipiec 1997), a także jako Analityk w Departamencie Inwestycji Equity w Banku Handlowym S.A. w Warszawie (1995–1996). Ukończył Szkołę Główną Handlową (studia magisterskie, bankowość i finanse). Uczestniczył w także w Advanced Management Program, który realizowany był przez IESE Business School Uniwersytetu Nawarry (2011–2012).



Michał Popiołek

Michał Popiołek — Head of Structured and Mezzanine Finance at mBank (former BRE Bank), Commerzbank Group.

Michał has been working in the investment banking sector for 19 years, with last 16 years spent at mBank. He had been responsible for private equity investments of mBank and sale of portfolio investment. Since 2006 he has been responsible for launching mezzanine activity of mBank. He has been working in the current capacity since 2008.

Prior to joining mBank, Michał worked in consulting companies (corporate finance, controlling systems) and other banks (e.g. Citibank). He was involved in several M&A transactions.

Michał has also been Supervisory Board member of many companies. He holds a Master Degree in finance and banking from Warsaw School of Economics and completed Advanced Management Program IESE Business School in Barcelona.

Michał Popiołek — Dyrektor Departamentu Finansowania Strukturalnego i Mezzanine w mBanku (dawniej BRE Bank), Commerzbank Group.

Przez ostatnie 19 lat Michał pracował w sektorze bankowości inwestycyjnej, z czego 16 lat w mBanku. Był odpowiedzialny za inwestycje *private equity* oraz inwestycje portfelowe mBanku. Od 2006 roku jest odpowiedzialny za wprowadzanie nowej działalności mBanku — Mezzanine Finance, od 2008 roku pracuje na obecnym stanowisku.

Przed dołączeniem do mBanku, Michał pracował w firmach konsultingowych (*corporate finance*, controlling finansowy) oraz w innych bankach (np. Citibank), biorąc udział w wielu transakcjach fuzji i przejęć.

Michał był także członkiem kilku rad nadzorczych. Uzyskał tytuł magistra finansów i bankowości w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie. Ukończył Advanced Management Program w IESE Business School w Barcelonie.

Table of Contents

Spis treści

Poland's Private Equity Market: Current Conditions and Development Prospects	8
<i>Polski rynek private equity — aktualny stan i perspektywy rozwoju</i>	
Private Equity From a Bank's Perspective	26
<i>Fundusze private equity z perspektywy banku</i>	
Q&A session	37
<i>Dyskusja</i>	
The list of previous PBR-CASE / BRE Bank-CASE and mBank-CASE Seminar Proceedings	45
<i>Lista Zeszytów PBR-CASE / BRE Bank-CASE i mBank-CASE</i>	

Poland's Private Equity Market: Current Conditions and Development Prospects

Polski rynek *private equity* — aktualny stan i perspektywy rozwoju

We'd like to begin our discussion in layman's terms, rather than academic language, to explain what private equity (PE) funds are. In Poland they are not well known, with a foreign-sounding name, a niche area of the larger finance business. But in everyday life their presence is much greater than it may appear. Private equity funds' investments are with us from the moment we awake: at home, at work and during various daily activities.

So let's start with breakfast. If we remembered to do the shopping earlier, we ordered from the online grocer Frisco, and got a delivery from the courier firm Siódemka. If we didn't, and we have to go to the store, we may head to Żabka, Dino or Organic Farma Zdrowia. On the way we'll stop at Kakadu, so the dog also has something to eat. We can pay with a credit card thanks to a Polcard terminal, or by withdrawing cash from a Euronet ATM. If we work in the finance industry we're sure to have contact with Skarbiec, Bankier, Expander and X-Trade Brokers, but even an ordinary bank account can be opened in a bank financed by private equity. After work we're entertained by Audioteka, Aster cable television or Vivid Games, connecting to the Internet thanks to the network operator Emitel. If we don't have time for leisure because of health problems, we can head to LuxMed or American Heart of Poland. At the end of our day we return to our home, which is guarded by the security firm Konsalnet. As you can see, private equity funds' investment strategies and target sectors are very diverse.

So what is private equity? There's a certain terminological imprecision. Today in Europe, we have begun to use the term private equity to describe the sector, broadly understood, that finances companies using funds from the private capital market at various stages of development. Or, as can be seen on Chart 1, from seed capital, through start-ups and later growth, expansion and buy-outs; from very young companies through mature firms. Funds typically invest in companies that aren't listed on

Chcielibyśmy zacząć może nie naukowo, a raczej popularnie, by wyjaśnić, co to są fundusze *private equity* (PE). Mało znane, o obco brzmiącej nazwie, niszowe w całym rynku finansowym, są w codziennym życiu dużo bardziej obecne, niż by się mogło wydawać. Inwestycje funduszy *private equity* towarzyszą nam od samego rana, w domu, w pracy i w czasie rozmaitych codziennych aktywności.

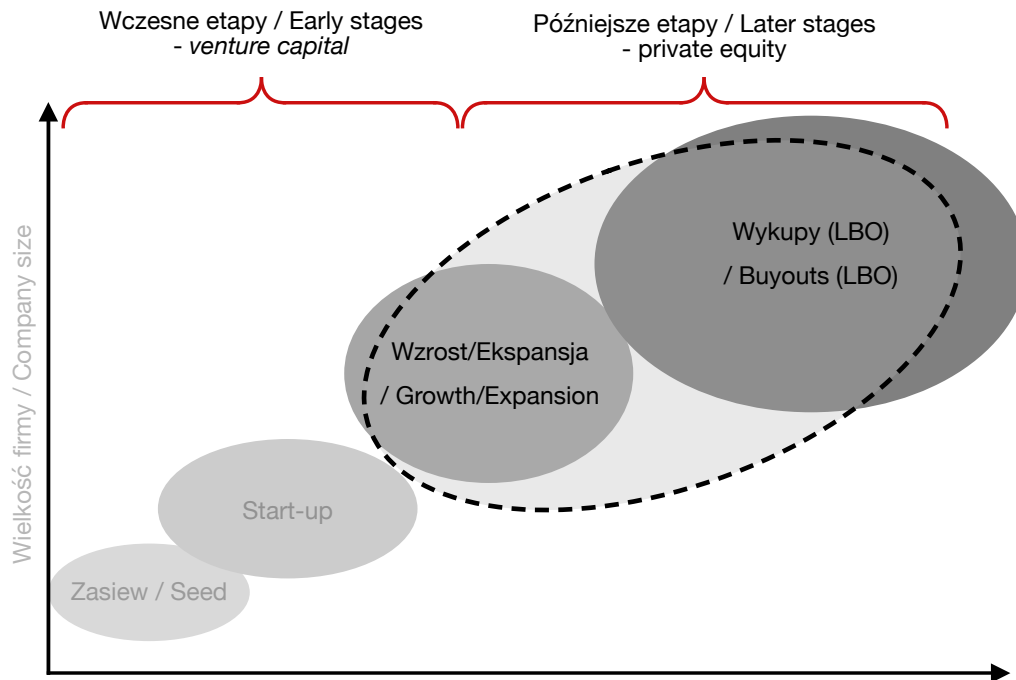
A więc zacznijmy od śniadania. Jeśli pamiętaliśmy o zakupach zawczasu, to zamówiliśmy je we Frisco, a dostarczyła firma kurierska Siódemka. Jeśli nie i musieliśmy iść do sklepu, to poszliśmy do Żabki, Dino czy Organic Farma Zdrowia. Przy okazji wstąpiliśmy do Kakadu, aby również pies miał co jeść. Zapłaciliśmy kartą dzięki terminalowi Polcardu, lub gotówką, wyjmując ją z bankomatu Euronetu. Pracując w branży finansowej mieliśmy pewnie kontakt ze Skarbcecm, Bankierem, Expanderem, X-Trade Brokers, ale nawet zwykły rachunek bankowy mogliśmy założyć w którymś z banków sfinansowanym przez *private equity*. Po pracy rozrywkę zapewniła Audioteka, Aster czy Vivid Games, korzystające z sygnału i dostępu do sieci od Emitela. Jeśli brak nam czasu na przyjemności, bo szwankuje zdrowie, skierowaliśmy swe kroki do LUX MEDu lub kliniki American Heart of Poland. Po całym dniu wróciliśmy do domu, którego ochronę zapewnia firma Konsalnet. Jak widać, strategie inwestycyjne i branże, w które inwestują fundusze *private equity*, są bardzo zróżnicowane.

Co to więc jest *private equity*? Istnieje pewna niejasność terminologiczna. Dziś w Europie przyjęło się mówić o *private equity* jako szeroko rozumianej branży finansowania firm przez fundusze prywatnego rynku kapitałowego na różnych etapach rozwoju. Czyli, tak jak widać na Wykresie 1, od zasiewu poprzez firmę na etapie start-up, późniejszego wzrostu i ekspansji oraz wykupu, od firm bardzo młodych po firmy dojrzałe. Typowo fundusze inwestują w firmy nienotowane na giełdzie, firmy prywatne, uczestniczą też w prywatyzacjach. Inwestycje dokonywane są na średni lub długi okres.

the stock exchange; they also take part in privatizations. The investments are made for the medium to long term. As investors, funds are actively engaged in companies, and the level of their activity obviously also depends on the company's development stage, and the fund's strategy, but in any case this is not portfolio investment, which is completely passive.

Fundusze są inwestorem aktywnie zaangażowanym w spółkach, a poziom aktywności oczywiście zależy zarówno od etapu rozwoju, jak i od strategii funduszu, ale z całą pewnością nie jest to inwestycja portfelowa, czyli inwestycja całkowicie pasywna.

Wykres 1. Co to jest *private equity* / Chart 1. What is Private Equity?



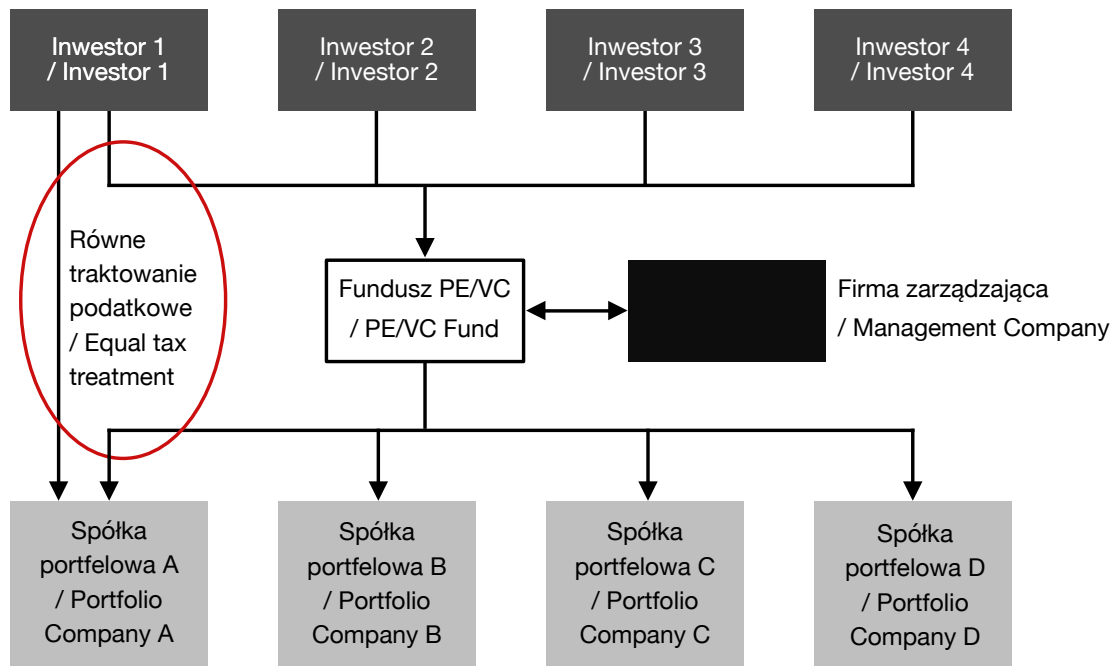
Source: PSIK

Źródło: PSIK

In today's presentation, when speaking about private equity I will almost entirely skip venture capital funds, and concentrate on investments in the later stages of companies' development. There are many reasons for this, first of all the time limitations: half an hour would not be enough to talk about both of these segments. The venture capital market, meaning the market for early-stage financing, has its own entirely different set of problems and characteristics.

W dzisiejszej prezentacji, mówiąc o funduszach *private equity*, pominię prawie całkowicie fundusze *venture capital* i skoncentruję się na tych inwestujących w późniejszych etapach rozwoju spółek. Z wielu powodów, przede wszystkim ze względu na ograniczenie czasowe: pół godziny nie wystarczyłoby, żeby mówić o tych dwóch segmentach jednocześnie. Rynek *venture capital*, czyli rynek wczesnych etapów finansowania, jest specyficzny, ma zupełnie inne problemy, inną charakterystykę.

Wykres 2. Typowa struktura funduszy *private equity/venture capital* / Chart 2. Typical Structure for a Private Equity/Venture Capital Company



Source: PSIK

Źródło: PSIK

We would like to begin with a typical fund structure (Chart 1), because this is a creature that is completely unlike other entities on the financial markets. It has particular internal characteristics that have been shaped by the process of optimizing this instrument. Thus, in a private equity fund we have many investors, and these are institutional investors: various financial institutions that invest in the fund. The fund is only a collection of investment obligations; there is a certain group of assets; it doesn't employ anybody. The fund is represented by the management company, which is an independent, external entity. In common speech, when talking about the fund we often mean the management company, but these are two separate entities. The fund invests in the portfolio companies, so theoretically it looks like any open-ended investment fund that invests in listed companies, but in fact there are many differences.

A private equity fund is organized on the principle of investment obligations. This means that at the moment the fund is created, it contains no funds, no capital. The capital flows into the fund at the moment when the management company prepares an investment, when

Chcielibyśmy zacząć od typowej struktury funduszu (Wykres 2), ponieważ jest to byt, który zupełnie nie przypomina innych podmiotów na rynku finansowym. Ma szczególne cechy wewnętrzne, które wykształciły się na drodze optymalizacji tego instrumentu. Otóż, w funduszu *private equity* mamy wielu inwestorów i są to inwestorzy instytucjonalni – rozmaite instytucje finansowe, które inwestują w fundusz. Fundusz jest jedynie zbiorem zobowiązań inwestycyjnych, jest pewną masą majątkową, nie zatrudnia ludzi. Fundusz reprezentuje firma zarządzająca, która jest podmiotem zewnętrznym i samodzielnym. Potocznie, często mówiąc o funduszu często mamy na myśli firmę zarządzającą, ale są to dwa odrębne podmioty. Fundusz inwestuje w spółki portfelowe, teoretycznie wygląda więc jak dowolny fundusz inwestycyjny otwarty, który inwestuje w spółki giełdowe, jest jednak między nimi wiele różnic.

Fundusz *private equity* jest zorganizowany na zasadzie zobowiązań inwestycyjnych. Oznacza to, że w momencie tworzenia funduszu nie ma w nim w zasadzie żadnych środków, nie ma kapitału. Kapitał wpływa do funduszu w momencie, kiedy firma zarządzająca przygotowuje

the investment agreement is signed and the funds to finance it are needed. At this point the management company sends a request to investors to pay the appropriate amount into the fund. This model is optimal in terms of return on investment, because they pay the funds in only for the investment period. At the moment when the management company sells the fund's shares in the company, the resources automatically flow back to the investors.

Another important characteristic of private equity funds is that the management company invests in each company alongside the fund investors. This is a very effective method of managing risk, as the managers are "all in the same boat" as the fund investors, and thus their appetite for risk is entirely different from that of managers in various other financial institutions, where good results are rewarded but losses aren't punished. *Alignment of interests* is key in private equity.

The investors and the management company sign a 10-year agreement. The first five years are the investment period; after that the manager cannot make any new investments, but works on growing their value, and on exits. This means the investor isn't tying up money for 10 years; funds are paid in for an investment in a specific company, and paid out at the moment the fund exits the investment in that company.

The compensation of the management company is usually 2% a year. Additionally, the company receives a success fee in the form of a share in the fund's profits. After all costs are deducted, the returns are divided, with investors receiving 80% and the management company 20%. The share in the returns is the main compensation for managing the fund, but it is paid only after 10 years, when the fund has been completely settled up.

One very important requirement for a private equity fund is that its legal structure must be transparent, or tax-neutral. The goal is that an investor who invests directly into a company must have the same tax position as one who invests jointly via the fund (see Chart 2), i.e. that both pay the same tax on the returns on their investment. This is very often misunderstood, particularly in discussions on the subject of specific articles in tax laws. The question is asked: "Why do you want to have a tax break?" A fund's tax transparency is not tax relief; it's simply a lack of discrimination against some investors in favor of others. If we want to encourage capital to make joint investments, such discrimination can't happen.

inwestycję, kiedy jest podpisana umowa inwestycyjna i potrzebne są środki na jej sfinansowanie. Firma zarządzająca wysłała wówczas wezwanie do inwestorów, by wpłacili odpowiednią kwotę do funduszu. Taki model jest optymalny z punktu widzenia zwrotów dla inwestorów, dlatego że wpłacają oni środki wyłącznie na okres inwestycji. W momencie, kiedy firma zarządzająca sprzedaje swoje akcje czy udziały funduszu w spółce, środki natychmiast wpłacają do inwestorów.

Drugą istotną cechą funduszy *private equity* jest to, że firma zarządzająca inwestuje w każdą spółkę wraz z inwestorami funduszu. Jest to bardzo skuteczna metoda zarządzania ryzykiem, jako że zarządzający „jadą na tym samym wózku”, co inwestorzy w funduszu, a zatem ich skłonność do ryzyka jest zupełnie inna niż skłonność zarządzających w różnych instytucjach finansowych, gdzie wynagradza się za dobre wyniki, ale nie karze za straty. W funduszach *private equity* bardzo istotne jest to, co w języku angielskim nazywa się *alignment of interests*, czyli wspólnota interesów między inwestorami a zarządzającymi.

Czas trwania funduszu to 10 lat, na taki okres inwestorzy umawiają się z zarządzającym. Pierwsze pięć lat to okres inwestycyjny, po jego upływie zarządzający nie może już dokonywać nowych inwestycji, pracuje nad wzrostem ich wartości i wyjściami. A zatem, to nie jest tak, że inwestor zamraża na dziesięć lat swoje środki w funduszu. Te środki są wpłacane do funduszu na inwestycje w konkretną spółkę i wycofywane z niego w momencie wyjścia z inwestycji w tę spółkę.

Wynagrodzenie zarządzającego to przeciętnie 2% w skali roku. Ponadto otrzymuje on wynagrodzenie za sukces w postaci udziału w zyskach funduszu. Zyski, po odliczeniu wszystkich kosztów, dzieli się w proporcji 80/20 czyli inwestorzy otrzymują 80%, a zarządzający 20%. Udział w zyskach jest główną premią za zarządzaniem funduszem, tyle że należy się ona dopiero po 10 latach, wtedy kiedy fundusz jest w pełni rozliczony.

Bardzo istotnym wymogiem funduszu *private equity* jest to, że jego struktura prawna musi być transparentna czy też neutralna podatkowo. Chodzi o to, żeby inwestor bezpośrednio inwestujący w spółkę miał taką samą pozycję podatkową jak inwestor, który inwestuje wspólnie za pośrednictwem funduszu (por. Wykres 2) czyli, żeby obaj płacili taki sam podatek od zysku z inwestycji. Jest to bardzo często nierozumiane, szczególnie w dyskusjach na temat konkretnych zapisów w ustawach

We wanted to demonstrate to you how we differ from other kinds of capital investors who are present on the market. The fundamental difference, which distinguishes us from other types of investors in companies' shares, is that we are an active investor. That means we not only supply financial capital, but also add value, in ways that vary depending on the investment. During this presentation we will discuss the additional benefits for a company that has private equity funds as its investors, in addition to the obvious benefit of the financing itself.

We're most interested in financing companies that are on a path of growth or innovation. Thanks to our many completed investments and the knowledge of the team, we can bring in experience from similar investments made in the past. Companies very often face problems that somebody else has already solved, and they're not fully aware of this, so the knowledge we're able to bring in helps to ensure the growth of the company and increase its innovativeness. In private Polish companies, the question of succession planning is particularly important today; this is a process that private equity funds can support. In our country we have barely a quarter of a century of experience with the market economy; companies were often founded by people who were 20 or 30 years old at the time, and today are wondering what to do with the assets they have built up with their hard work over the years. Often private equity is a good partner to guide a company or an entrepreneur through the transformation period, with benefits for both sides. Private equity funds — thanks also to their experience and their broad networks of contacts — also support such companies in the process of international expansion or in sector consolidation, not only locally but also regionally. We have had many examples of successful acquisitions abroad by Polish companies that were supported by private equity funds, as well as companies supported by private equity that made acquisitions in Poland. So as an industry we truly have a great deal of knowledge and experience in this area. There are two things that we almost always achieve in the companies we invest in: professionalization and support for the management board. This can happen either by bringing people with many years of experience onto the board, or, as quite often happens, by being a sort of sparring partner for the current board. If the management board has ideas but is unsure of their chances for success, members usually appreciate the ability to discuss various scenarios with someone who has this kind of knowledge, and we are often the ones who play this role.

podatkowych. Pada wówczas pytanie: „dlaczego wy akurat chcecie mieć ulgi podatkowe”. Transparentność podatkowa funduszu nie jest ulgą podatkową, to jest po prostu brak dyskryminacji jednych inwestorów wobec innych. Jeśli chcemy przyciągać kapitał do wspólnego inwestowania, taka dyskryminacja nie może mieć miejsca.

Chcieliśmy Państwu przedstawić, czym się różnimy od innego rodzaju inwestorów kapitałowych, którzy są obecni na rynku. Taką podstawową różnicą, która odróżnia nas od innego typu inwestorów w akcje czy udziały przedsiębiorstw, jest to, że jesteśmy inwestorem aktywnym. Taki inwestor dostarcza nie tylko kapitał finansowy, ale wnosi również tzw. wartość dodaną, która przejawia się w rozmaity sposób w zależności od konkretnej inwestycji. Podczas prezentacji omówimy dodatkowe korzyści dla przedsiębiorstwa, które ma inwestorów w postaci funduszu *private equity*, oczywiście oprócz samego faktu finansowania.

Najchętniej finansujemy firmy, które są na ścieżce wzrostu czy innowacji. Dzięki wielu zrealizowanym inwestycjom i wiedzy zespołu możemy wnieść doświadczenie z inwestycji podobnego typu w przeszłości. Bardzo często firmy stają przed problemami, które ktoś kiedyś rozwiązał, a one nie do końca są tego świadome, więc wiedza, którą my jesteśmy w stanie dostarczyć, pomaga zapewnić wzrost firmy i zwiększyć jej innowacyjność. Szczególnie ważna w polskich firmach prywatnych jest dziś kwestia sukcesji, który to proces fundusze *private equity* mogą wspierać. Mamy ledwo ćwierć wieku doświadczeń z gospodarką rynkową w naszym kraju, bardzo często firmy były zakładane przez ówczesnych 20-sto, 30-sto latków, którzy dzisiaj zastanawiają się co dalej zrobić z aktywami, które zbudowali swoją ciężką pracą przez wiele lat. Często *private equity* jest takim dobrym partnerem, który przeprowadzi firmę czy tych przedsiębiorców przez okres transformacji z korzyścią dla obu stron. Fundusze *private equity* — również dzięki swojemu doświadczeniu i swoim sieciom kontaktów — wspierają także firmy w procesie ekspansji międzynarodowej czy w konsolidacji branż nie tylko lokalnie, ale również regionalnie. Mieliśmy wiele przykładów udanych akwizycji polskich firm za granicą; polskich firm, które były wsparte przez fundusze *private equity*, jak również firm wspartych przez *private equity* dokonujących akwizycji w Polsce. Posiadamy więc jako branża naprawdę dużą wiedzę i duże doświadczenie w tym zakresie.

The second question that is crucial from the point of view of private equity is the very strong emphasis on the principles of corporate governance. In our opinion — and we are strongly convinced of this — the standards of corporate governance in companies that have private equity investors are much higher than in companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

One final frequent example of the value added to companies by private equity is support in various kinds of restructuring, whether in serious cases that holistically cover the entire company, or e.g. balance-sheet restructuring. Management boards very often lack this kind of competency and need a partner who will support them.

Of course, it's easiest to show all this in specific examples, and here we have jointly chosen the company Good Food. To brag a bit¹, I'll say that I played a role in this personally; this is an investment that my fund made in 2011, and when we sold the company almost half a year ago we received a threefold return on our investment. For those of you who don't know Good Food's products: This is a producer of rice cakes, which at the moment we invested was one of the market leaders in Poland. It produced rice cakes both under its own brand and for private labels of various retail chains in Poland, and had a small share of exports in its revenues. About 20% of the company's sales came from exports, mainly to other countries in the EU, but there were also clients in Australia and I believe on the Maldives; meanwhile, 80% of the revenue came from Poland. And thanks to our investment and our support, the fantastic management board that remained in Good Food after the transaction was able to take the Polish leader, one of the main players on the Polish market, and make it into one of the main players on EU markets.

This year I had a great vacation; I took my family to Nordkapp, travelling by car through Scandinavia, through some really small towns. I knew that Good Food's rice cakes sold well in Norway and Sweden, but I was truly surprised when at the 70th parallel, in a place that had a population of barely 500 people, there was a shop the size of a Żabka convenience store that sold our rice cakes. This was a tangible measure of the success that the company has achieved in the last five years. During that time, Good Food first and foremost significantly increased its production capabilities. We more than

¹Editor's note: this refers to Piotr Noceń (managing partner of Resource Partners, a private equity investor), the author of this portion of the presentation and comments.

Są dwie rzeczy, które praktycznie zawsze realizujemy, bez względu na to, w jaką firmę inwestujemy — są to profesjonalizacja i wsparcie zarządu. Może się to odbywać albo poprzez dołączenie osób z wieloletnim doświadczeniem do istniejącego zarządu w firmach, albo, co dość częste, np. poprzez bycie takim realnym partnerem sparringowym dla istniejących zarządów. Jeżeli zarząd ma jakieś pomysły, co do których prawdopodobieństwa sukcesu nie jest pewien, zwykle docenia możliwość przedyskutowania różnego rodzaju scenariuszy z kimś, kto taką wiedzę posiada i często to właśnie my występujemy w tej roli.

Drugą kwestią, która jest niezmiernie ważna z punktu widzenia *private equity*, jest bardzo silny nacisk na zasady ładu korporacyjnego. Naszym zdaniem — i jesteśmy o tym mocno przekonani — zasady ładu korporacyjnego w spółkach, w których *private equity* jest inwestorem, są dużo wyższe niż w spółkach publicznych notowanych na GPW w Warszawie.

Ostatnim, częstym przykładem wartości dodanej, jaką wnosi do spółek PE jest wsparcie przy różnego rodzaju restrukturyzacjach, czy to takich ciężkich przypadkach, które obejmują właściwie kompleksowo całą firmę, czy np. restrukturyzacjach struktury bilansów. Bardzo często zarządy nie mają tego typu kompetencji i potrzebują partnera, który ich w tym wesprze.

Najłatwiej oczywiście jest to wszystko pokazać na konkretnych przykładach i wybraliśmy tutaj wspólnie firmę Good Food. Nieskromnie powiem¹, że miałem w tym udział osobisty, to jest inwestycja mojego funduszu, którą zrobiliśmy w 2011 roku, a sprzedając tę firmę niecałe pół roku temu otrzymaliśmy trzykrotny zwrot z inwestycji. Dla tych z państwa, którzy nie znają produktów Good Food, powiem, że jest to producent wafli ryżowych, który w momencie, kiedy dokonywaliśmy inwestycji był jednym z liderów rynku w Polsce. Produkował wafle ryżowe zarówno pod marką własną jak i markami prywatnymi różnych sieci handlowych obecnych w Polsce i miał nieduży udział sprzedaży eksportowej w swoich przychodach. Mniej więcej 20% przychodów firmy pochodziło z eksportu, głównie do innych krajów UE, ale byli też klienci w Australii i chyba na Malediwach, natomiast w 80% to wówczas były przychody realizowane w Polsce. I dzięki naszej inwestycji i naszemu wsparciu, wspaniały zarząd, który w Good Food pozostał po na-

¹Chodzi tu o p. Piotra Nocenia (partnera zarządzającego Resource Partners, inwestora *private equity*), który jest autorem tej części prezentacji i wypowiedzi (przyp. red.).

doubled capacity over four years, while being very cautious in capital expenditures. Growing the company without overpaying, not investing too much, is never easy. We managed to do it, and at the same time, thanks to these investments we were able to reduce unit production costs, becoming a much more competitive entity on a European scale, and today sell our products with a high margin. The price that Good Food offers its EU clients is often at the level of the production costs of our largest European competitors. As a result, export sales in the company are growing by 25% a year, and there's no end in sight: not just in absolute terms, but in percentage terms, this growth is accelerating. The company is very profitable; when we invested it had an EBITDA margin of more than 20%, and it has maintained this level until today, which has allowed us to achieve a threefold return on this investment thanks precisely to the innovativeness of Good Food, the innovativeness of the management board, and thanks to a slight change in strategy during our investment. We managed this even though along the way there were no acquisitions: the company's growth was completely organic.

In this case, the value we added as an investor showed up in three areas. First, we strategically repositioned this company as a producer of house brands for retail chains, which generated much higher profitability than production under the company's own brand. That caused a significant increase in export sales, which today exceed domestic revenue; even though sales in Poland didn't fall, exports are now a more important segment for Good Food. Second, we broadened the product portfolio. In an industry like food production it's rare to speak of innovation, but Good Food is incredibly innovative, both in terms of its product and in terms of introducing new flavors and packaging types. The majority of the company's current products are new — they didn't exist before we started our investment; the technology is also new, and as I said earlier, it led to a reduction in unit production costs, making Good Food a very competitive company. Third is exactly what Barbara Nowakowska mentioned, i.e. the relationship between investors in private equity and fund managers, this alignment of interests that we introduced between the fund, meaning the investor in the company, and the management board. The point was to have the long-term goals be shared by everyone responsible for the project's success. And that's what we did.

szej transakcji, był w stanie z polskiego lidera, jednego z głównych graczy na polskim rynku, zbudować firmę, która stała się jednym ze znaczących graczy na rynkach Unii Europejskiej.

W tym roku miałem wspaniałe wakacje; pojechałem ze swoją rodziną na Nordkapp, jadąc samochodem przez kraje skandynawskie, przez naprawdę małe miejscowości. Wiedziałem o tym, że wafle Good Food dobrze się sprzedają w Norwegii czy Szwecji, ale naprawdę mnie zaskoczyło, jak na 70-tym równoleżniku, w miejscowości, która miała 500 mieszkańców, był sklep wielkości Żabki, w którym były nasze wafle. To był taki wymierny przykład sukcesu, który firma odniosła w ciągu ostatnich 5 lat. Good Food w tym okresie przede wszystkim znacznie zwiększyło możliwości produkcyjne. Więcej niż podwoiliśmy moce produkcyjne w ciągu czterech lat, będąc bardzo ostrożnymi w wydatkach kapitałowych. Sprawienie, żeby firma była większa nie przeplacając, nie inwestując za dużo, nigdy nie jest łatwe. Nam się to udało, jednocześnie dzięki tym inwestycjom byliśmy w stanie ograniczyć jednostkowe koszty produkcji, stając się dużo bardziej konkurencyjnym podmiotem na skalę europejską, sprzedając dzisiaj produkty z wysoką marżą. Bardzo często cena, którą Good Food oferuje swoim klientom w UE, jest na poziomie kosztów produkcji największych konkurentów w Europie. W efekcie sprzedaż eksportowa w firmie rok w rok rośnie o 25% i właściwie nie widać końca — już nawet nie w wartościach bezwzględnych, ale w procentach ów wzrost przyspiesza. Firma jest bardzo rentowna, miała w momencie naszej inwestycji ponad 20% rentowność na poziomie EBITDA i do dzisiaj taką rentowność utrzymuje, i to pozwoliło nam zrealizować trzykrotny wzrost z tej inwestycji właściwie dzięki innowacyjności Good Food, innowacyjności zarządu, jak również dzięki lekkiej zmianie strategii w trakcie naszej inwestycji. Udało się to, mimo że nie było po drodze żadnej akwizycji, czyli wzrost firmy był w całości organiczny.

W omówionym przypadku nasza wartość dodana jako inwestora objawiła się w trzech obszarach. Po pierwsze, strategicznie przestawiliśmy tę firmę na producenta marek własnych sieci handlowych, które generowały dużo większą rentowność niż produkcja pod markami producenta, co spowodowało znaczące zwiększenie sprzedaży eksportowej, która dzisiaj przekracza poziom sprzedaży w Polsce; mimo braku spadku sprzedaży w Polsce eksport jest już ważniejszą gałęzią dla Good Food. Po drugie, rozszerzyliśmy portfel produktów.

After this introduction, we'll present the Polish market against the backdrop of European markets, only in aggregate terms. I'll start with the history. The first fund in Poland was created in 1990: the Polish-American Enterprise Fund, financed by the U.S. government, which had the mission of building a market economy in Poland. Unfortunately we don't have enough time to discuss Chart 3 in detail, but the pink squares designate fundraising, the light grey ones show investments and the darker ones show financing. So the first years were the years of funds financed exclusively by public money: There was a Danish fund, a French-backed fund, European funds, several bodies financed by the EU's PHARE program. But among the most interesting investments here, I have specifically highlighted the investment in PPA Bank, which was from I believe 1992, and it's interesting because it was the first sale by a fund in a public offering; then later, as we know, the bank was sold to Fortis.

W sektorze takim jak produkcja żywności rzadko się mówi o innowacyjności, natomiast Good Food jest niesamowicie innowacyjna, zarówno od strony produktu, jak od strony wprowadzania nowych smaków czy wprowadzania nowego typu opakowań. Większość dostępnych obecnie produktów spółki jest nowa, nie było ich zanim zaczęliśmy nasze inwestycje; nowa jest również technologia, co — jak wcześniej wspomniałem — spowodowało obniżenie jednostkowych kosztów produkcji, robiąc z Good Food bardzo konkurencyjne przedsiębiorstwo. Po trzecie — właśnie to, o czym Barbara Nowakowska wspomniała, czyli stosunek między inwestorami w *private equity* a zarządzającymi *private equity*, ta wspólnota interesów, którą wprowadziliśmy między funduszem, czyli inwestorem w spółce, a zarządem. Chodziło o to, żeby długoterminowe cele były wspólne nie tylko dla jednej strony, ale dla wszystkich osób zaangażowanych w sukces. To nam się udało.

Po tym wprowadzeniu zaprezentujemy polski rynek na tle rynków europejskich już wyłącznie na agregatach. Zaczęę od historii. Pierwszy fundusz w Polsce powstał w 1990 roku i to był Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości, sfinansowany przez rząd amerykański, który realizował misję budowania gospodarki rynkowej w Polsce. Niestety nie mamy czasu na to, aby szczegółowo omówić Wykres 3, ale różowe kwadraty dotyczą pozyskiwania funduszy, jasnoszare - inwestycji, a ciemnoszare finansowania. Tak więc pierwsze lata to były lata funduszy finansowanych wyłącznie ze środków publicznych: był duński fundusz, był fundusz ze środków francuskich, europejskich, kilka funduszy finansowanych przez PHARE, ale z ciekawych inwestycji tu specjalnie zaznaczyłam inwestycję w PPA Bank, która była inwestycją chyba z 1992 roku, a jest ciekawa, bo była pierwszą ofertą publiczną z ramienia funduszu, potem ten bank, jak wiadomo został sprzedany Fortisowi.

Wykres 3. Historia polskiego rynku PE / Chart 3. History of the Polish PE Market

1990	PAEF pierwszy fundusz PE / PAEF first PE fund	
1992	Enterprise Investors pierwsza prywatna firma zarządzająca / Enterprise Investors first private management company	pierwszy fundusz z udziałem prywatnych instytucji finansowych / first fund with the participation of private financial institutions
1994	grupa nowych funduszy - Polska / group of new funds - Poland	PPA Bank pierwsze IPO z portfela funduszu / PPA Bank first IPO from a fund's portfolio
1995		
1996		Entertainment pierwsza emisja obligacji high yield / Entertainment first high-yield bond issue
1997		Euronet pierwsze IPO na NASDAQ / Euronet first IPO on NASDAQ
1998-2000	grupa funduszy regionalnych / group of regional funds	Krosno pierwsze PIPE na GPW / Krosno first PIPE on the WSE
2001	MCI Management pierwszy notowany fundusz / MCI Management first publicly traded fund	
2002	Mezzanine Management pierwszy fundusz mezzaninowy / Mezzanine Management first mezzanine fund	
2003		Aster pierwszy wykup lewarowany LBO w Polsce / Aster first leveraged buyout in Poland
2004	MCI Management pierwsza emisja obligacji zamiennych na akcje / MCI Management first issue of convertible bonds	
2006-2007	szczyt fundraisingu / peak of fundraising	Mid Europa pierwszy fundusz > 1 mld eur / Mid Europa first fund > EUR 1 bln
2008	programy wspierania vc ze środków publicznych Krajowy Fundusz Kapitałowy / publicly funded programs supporting VC - Krajowy Fundusz Kapitałowy	Innova Capital pierwszy fundusz po Lehman Brothers / Innova Capital first fund post-Lehman Brothers
2010		ABC Data 40 IPO z portfela funduszu na GPW / ABC Data 40th IPO on the WSE from a fund portfolio
2012		AVG pierwsze IPO na NYSE / AVG first IPO on NYSE
2014	pierwszy fundusz z inwestorem publicznym z Chin / first fund with public investor from China	

Source: PSIK

Źródło: PSIK

Another interesting event took place long ago in 1996, when the first high-yield bonds were sold by “Entertainment”, part of the UPC group and the owner of Wizja TV, which no longer exists. In 1997 the first IPO on NASDAQ was held, and in 1998 the first PIPE transaction — private investment in public equity. In terms of the establishment of funds, the first private management group, Enterprise Investors, was set up in 1992, while in the mid-1990s private management groups started to be set up, and that’s when the first wave of funds was raised. That’s when today’s Abris Capital Partners began, today’s Innova Capital, today’s Renaissance Partners, Argus, and Advent International — these groups, which are still managing funds on the Polish market, have their roots in the mid-1990s.

In the less distant past, 2014 was an interesting year: the year of the first fund with a public investor from China, a state asset fund that invested in a private equity fund. In 2008 a large program to support venture funds was set up by the National Capital Fund (Krajowy Fundusz Kapitałowy), a subsidiary of the state-owned Bank Gospodarstwa Krajowego.

We’d also like to draw your attention to 2001, to MCI Management, as it’s a Polish fund, and thus far the only one financed by the public market. This is an unusual structure on the private equity market, a very creative financing method, and today it remains Poland’s largest venture capital fund.

In terms of the entities active on the Polish market, the largest are the global private equity funds, which take part in many transactions. You saw this for example in the sale of Polkomtel, a transaction that drew interest from each of the top 10 global funds, but this is possible only in the case of very large transactions, which are rare on the Polish market.

Actually, all the other private equity funds investing in Poland are PSIK members. The organization brings together 17 management companies that oversee more than EUR 300 mln, of which eight are global; the rest are regional funds, meaning investing in Poland and neighboring countries. Nine firms manage funds worth EUR 100 million — 300 million; they also invest frequently in Poland and in neighboring countries; and there are 22 with less than EUR 100 million, including 17 first-generation venture capital funds, meaning firms that are managing funds for the first time.

Kolejne ciekawe, i już bardzo stare zdarzenie, miało miejsce w 1996 roku, kiedy nastąpiła pierwsza emisja obligacji typu *high yield* (obligacje wysokodochodowe), której dokonała spółka Entertainment, która jest w grupie UPC i właściciel Wizji TV, która dziś już nie istnieje. W 1997 roku miała miejsce pierwsza oferta publiczna na NASDAQ, w 1998 — pierwsza transakcja typu PIPE, czyli prywatna inwestycja w publiczną spółkę. Jeśli chodzi o tworzenie funduszy, to pierwsza prywatna grupa zarządzająca, Enterprise Investors, powstała w 1992 roku, zaś w połowie lat 1990-tych zaczęły się tworzyć prywatne grupy zarządzające i wtedy zebrano pierwszą falę funduszy. Wtedy właśnie powstał dzisiejszy Abris Capital Partners, dzisiejsza Innova Capital, dzisiejszy Renaissance Partners, Argus, i Advent International — grupy, które do dziś zarządzają funduszami na rynku polskim, wywodzą się właśnie z połowy lat 1990.

W mniej odległej przeszłości ciekawie wyglądał rok 2014, kiedy powstał pierwszy fundusz z inwestorem publicznym z Chin - państwowy fundusz majątkowy zainwestował w fundusz *private equity*. W 2008 roku powstał z kolei duży program wspierania funduszy venture poprzez Krajowy Fundusz Kapitałowy, spółkę zależną od Banku Gospodarstwa Krajowego.

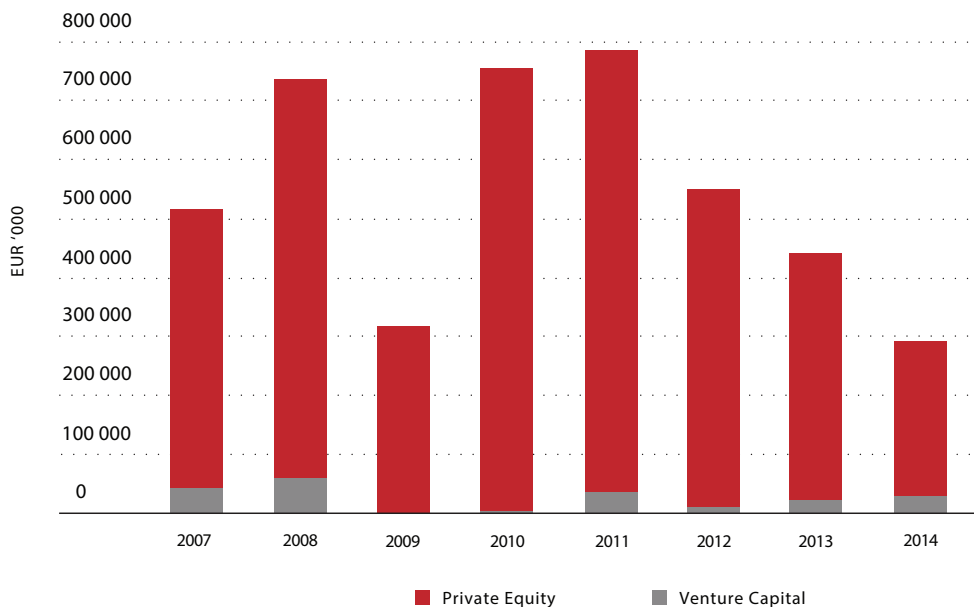
Chceliśmy jeszcze zwrócić uwagę na 2001 rok, na MCI Management, gdyż jest to fundusz polski, a do tego jedyny, który finansuje się środkami z rynku publicznego. To jest nietypowa struktura na rynku *private equity*, bardzo kreatywny sposób finansowania, i jest do dzisiaj największym polskim funduszem venture capital.

Jeśli chodzi o podmioty aktywne na polskim rynku, to największymi spośród nich są globalne fundusze *private equity*, które biorą udział w wielkich transakcjach. Wdzieli to państwo na przykład przy transakcji sprzedaży Polkomtela, którą to transakcją były zainteresowane właściwie wszystkie fundusze ze światowej dziesiątki, ale to jest możliwe tylko w przypadku bardzo wielkich transakcji, których na polskim rynku zdarzają się rzadko.

Właściwie wszystkie pozostałe fundusze *private equity* inwestujące w Polsce są członkami PSIK. W PSIKu jest 17 firm zarządzających funduszami powyżej 300 mln euro, z czego 8 jest globalnych, pozostałe to fundusze regionalne, czyli inwestujące w Polsce oraz w krajach ościennych. 9 firm zarządza funduszami wartymi między 100 a 300 milionów euro — one też często inwestują w Polsce i w krajach ościennych — oraz 22 firmy zarządzające funduszami poniżej 100 milionów euro, w tym 17

funduszy venture capital pierwszej generacji, czyli firm, które po raz pierwszy zarządzają funduszem.

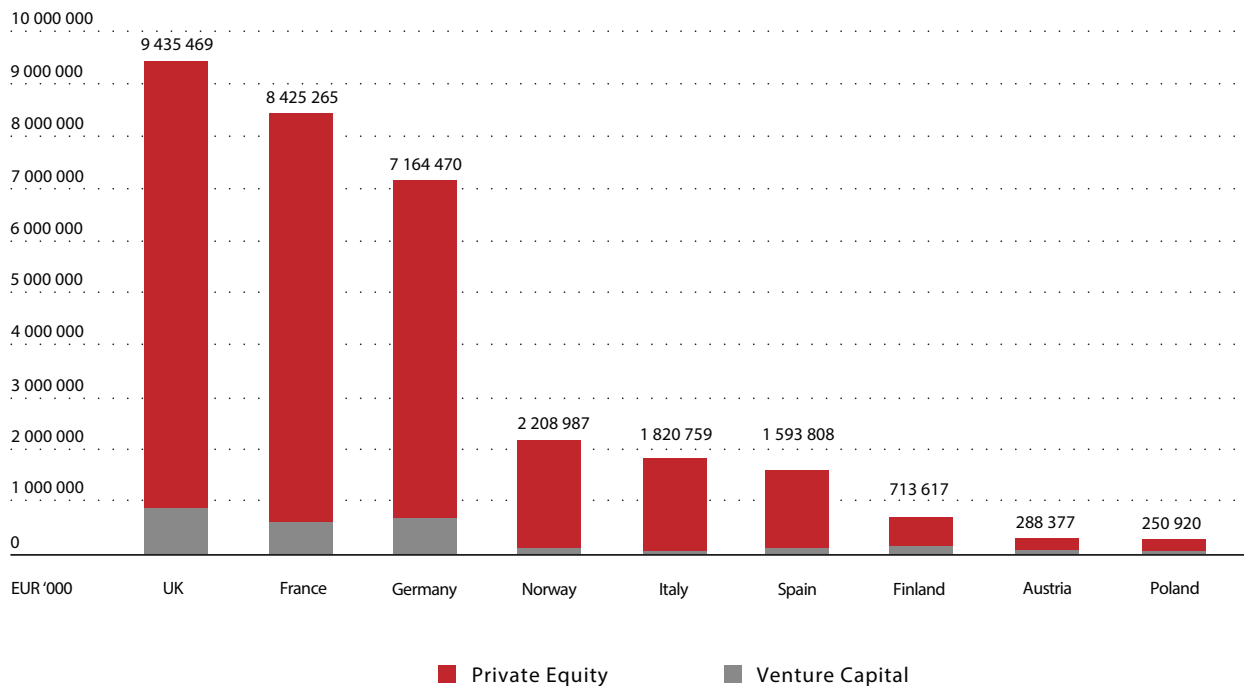
Wykres 4. Inwestycje PE/VC w Polsce, 2007–2014 / Chart 4. PE / VC Investments in Poland, 2007–2014



Source: EVCA/PEREP_Analytics

Źródło: EVCA/PEREP_Analytics

Wykres 5. Inwestycje PE/VC w Europie, 2014 / Chart 5. PE / VC Investments in Europe, 2014



Source: EVCA/PEREP_Analytics

Źródło: EVCA/PEREP_Analytics

In terms of investment size, on Chart 4 we show data only since 2007, because the time before the global financial crisis is a completely different era; it may require historical analysis, but is not particularly relevant for us today. Particularly in the 2004-2007 period, Poland experienced great interest from investors as a result of its accession to the EU, but those times are long gone.

Investment between 2007 and 2014 was more or less on the level of EUR 300 million to 700 million a year. In comparison with other European countries we are near the end of the list, though not at the very bottom. The year 2014 was not a successful one: We were at a level much lower than even Austria. But in earlier years, 700 million was a good level for investment — it was more than Finland and about 50% of the level in Spain. But investments in Poland were just a small fraction of PE/VC investments in the largest countries, Great Britain, France and Germany. In Table 1 we would like to show the share of particular countries in European GDP, and the share of those same countries in private equity investments, which illustrates the level of activity on a given market. The absolute leader is Great Britain, whose share in European GDP is 15%, while its share of PE/VC investments is close to 30%.

Jeśli chodzi o wielkość inwestycji, na Wykresie 4 pokazujemy dane jedynie od 2007 roku, dlatego że czasy przed kryzysem to jest zupełnie inna epoka i wymagają być może analizy historycznej, nie mają jednak specjalnie istotnego znaczenia dla nas dzisiaj. Szczególnie w okresie 2004-2007 Polska doświadczała ogromnego zainteresowania inwestorów w związku z przystąpieniem do UE, ale to są już czasy dawno minione.

Tak więc, inwestycje między 2007 a 2014 rokiem kształtowały się mniej więcej na poziomie między 700 a 300 milionów euro. Jeżeli chodzi o inwestycje w Polsce w porównaniu do innych krajów europejskich, to jesteśmy blisko końca listy, acz wcale nie na samym jej końcu. Ubiegły rok nie należał jednak do udanych. Byliśmy na poziomie znacznie niższym nawet niż Austria. Ale w poprzednich latach 700 milionów to był dobry poziom inwestycji, było to więcej niż w Finlandii i około 50% inwestycji w Hiszpanii. Jednak inwestycje w Polsce stanowiły zaledwie ułamek inwestycji PE/VC największych krajów, którymi są Wielka Brytania, Francja i Niemcy. W Tabeli 1 chcieliśmy pokazać udział poszczególnych krajów w PKB europejskim i udział tych samych krajów w inwestycjach *private equity*, co ilustruje aktywność na poszczególnych rynkach. Absolutnym liderem jest Wielka Brytania, której udział w PKB europejskim jest na poziomie 15%, natomiast w inwestycjach PE/VC — blisko 30%.

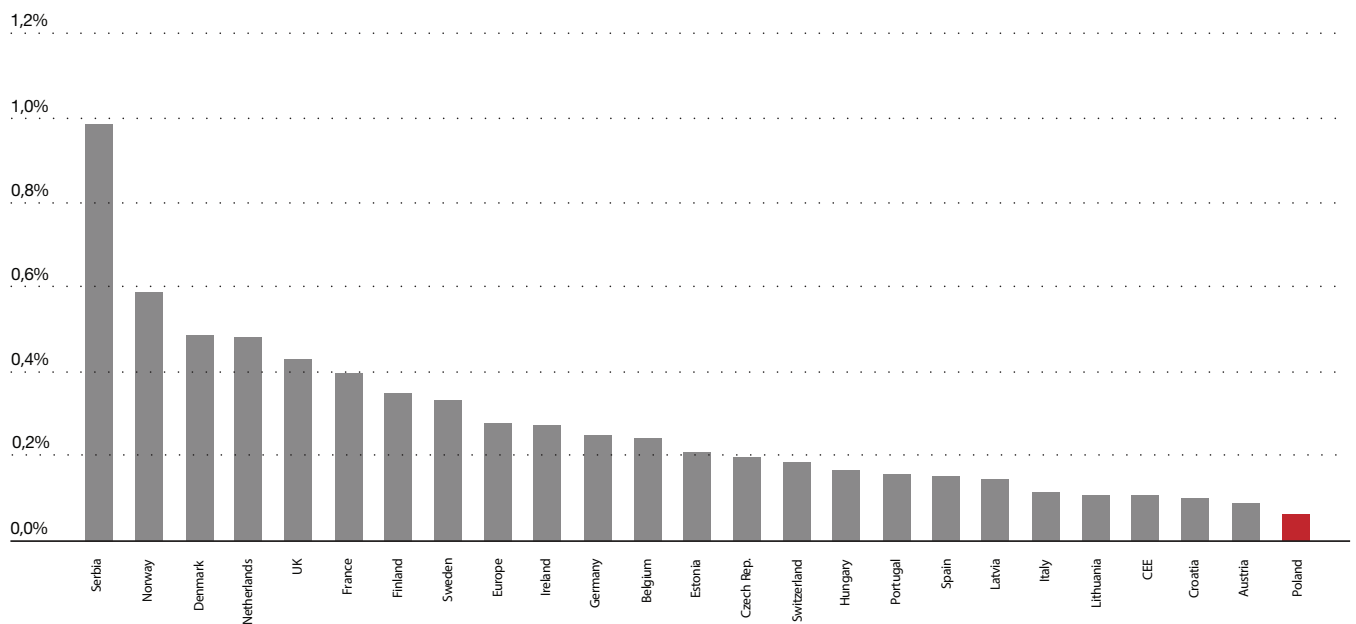
Tabela 1. Procentowy udział poszczególnych krajów w PKB i PE Unii Europejskiej, lata 2007–2014 / Table 1. Share in EU GDP & PE investments by country, 2007–2014, %

	Udział w PKB UE	Udział w inwestycjach PE UE
Wielka Brytania	14.9	27.5
Francja	15.5	18.5
Holandia	4.8	6.1
Szwecja	2.9	5.3
Belgia	2.8	2.9
Dania	1.9	2.7
Finlandia	1.5	1.8
Niemcy	20.3	16.3
Włochy	12.3	6.0
Hiszpania	8.2	5.5
Polska	2.8	1.2

Source: EVCA/PEREP_Analytics

Źródło: EVCA/PEREP_Analytics

Wykres 6. Inwestycje PE/VC w stosunku do PKB, 2014 rok, w % / Chart 6. PE/VC Investments in Proportion to GDP, 2014, %



Source: EVCA/PEREP_Analytics

Źródło: EVCA/PEREP_Analytics

Countries with a similar share of EU GDP as Poland include Sweden and Belgium; Sweden has 2.9% of GDP but 5.3% of investment, while Poland has 2.8% of GDP and just 1.2% of investment. The upper section of Table 1 shows the countries that today have a higher share in European private equity investments than in GDP. As we can see, Poland has tremendous growth potential.

Chart 6 shows all European countries; please note that Serbia was in first place in 2014. On small markets and in small countries, one large transaction can completely change the statistical picture. In Serbia in 2014 there was precisely this kind of very significant transaction: the takeover of Balkan cable television networks. These networks were consolidated by the private equity fund Mid Europa Partners, which built the company for several years and then sold it to another fund, KKR, approximately the third-largest fund manager in the world, making its first investment in Central Europe. This accounts for the high proportion of PE investment to GDP in Serbia.

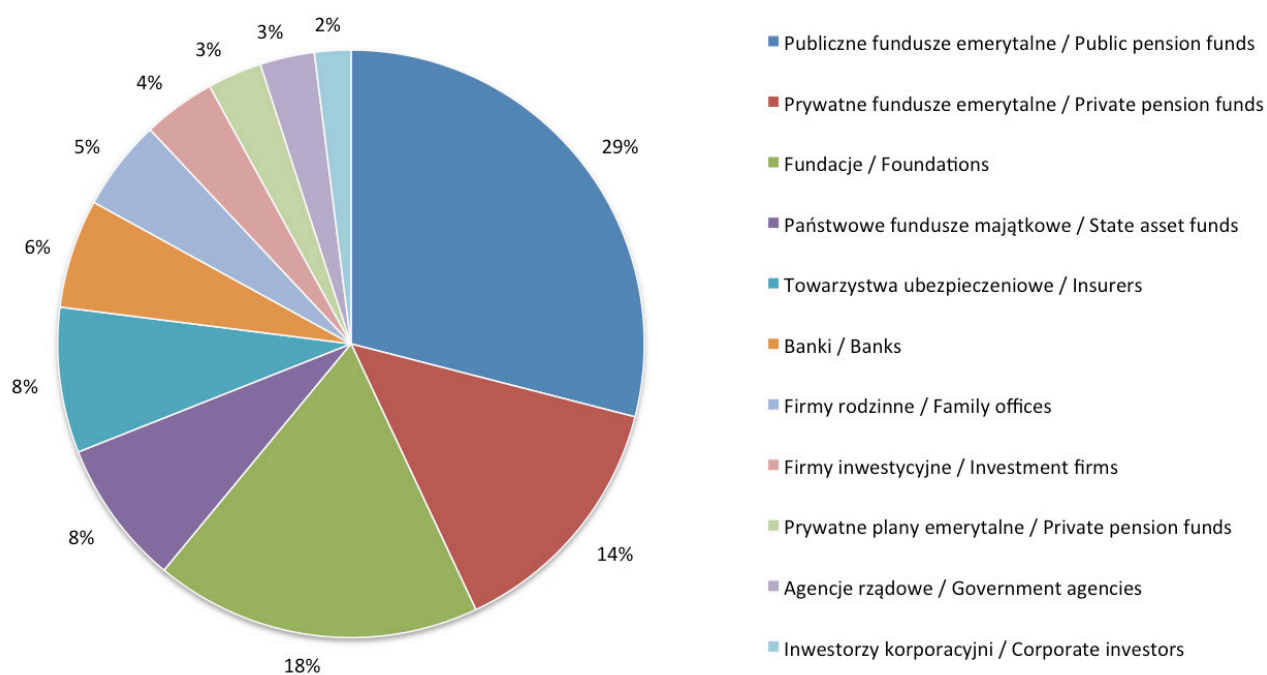
In terms of the origin of capital, this a very important question, in which Poland differs very significantly from the rest of the world. The main supplier of capital for private equity funds around the world are pension funds. Why pension funds? Because private equity offers significantly higher returns. In Central Europe, these are annual returns of about 9% over a 10-year horizon (regardless of the crisis), net of all costs, according to European Bank for Reconstruction & Development data (in euros). These are truly very high returns in comparison to other asset classes, which is why pension funds around the world invest very intensively. The two grey fields visible on Chart 7 are public and private pension funds; their share is 43%. This is a huge share in private equity financing.

Kraje o podobnym do Polski poziomie udziału w PKB unijnym to np. Szwecja i Belgia, Szwecja ma 2,9% udziału w PKB, natomiast 5,3% udziału w inwestycjach, zaś Polska z 2,8% udziału w PKB ma jedynie 1,2% udziału w inwestycjach. Górna część Tabeli 1 pokazuje kraje, które mają większy udział w inwestycjach *private equity* europejskich niż udział w PKB. Jak widać, Polska ma duży potencjał wzrostu.

Wykres 6 pokazuje już wszystkie kraje europejskie — proszę zwrócić uwagę, że na pierwszym miejscu w 2014 roku jest Serbia. Na niewielkich rynkach i w niewielkich krajach jedna duża transakcja całkowicie zmienia obraz statystyczny. W Serbii w 2014 miała miejsce taka właśnie bardzo istotna transakcja, którą było przejęcie sieci telewizji kablowych w krajach bałkańskich. Sieci te skonsolidował fundusz *private equity* Mid Europa Partners, który budował tę firmę przez kilka lat i następnie ją sprzedał funduszowi KKR. Jest to zapewne trzeci co do wielkości zarządzający funduszami na świecie i pierwsza ich inwestycja w regionie Europy Środkowej, stąd tak wysoki udział inwestycji w Serbii w stosunku do PKB.

Jeżeli chodzi o źródła pochodzenia kapitału, jest to kwestia bardzo ważna, w której Polska bardzo istotnie różni się od reszty świata. Głównym dostawcą kapitału do funduszy *private equity* na świecie są fundusze emerytalne. Dlaczego fundusze emerytalne? Bo *private equity* daje znacznie wyższe zwroty. W Europie Środkowej są to zwroty w horyzoncie dziesięcioletnim na poziomie mniej więcej 9% netto (niezależnie od kryzysu), po odliczeniu wszystkich kosztów (dane Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju w euro). To są naprawdę bardzo wysokie zwroty w porównaniu z innymi klasami aktywów, stąd fundusze emerytalne na całym świecie inwestują bardzo intensywnie; dwa szare pola widoczne na Wykresie 7 to publiczne i prywatne fundusze emerytalne; ich udział jest więc na poziomie 43% — jest to ogromny udział w finansowaniu *private equity*.

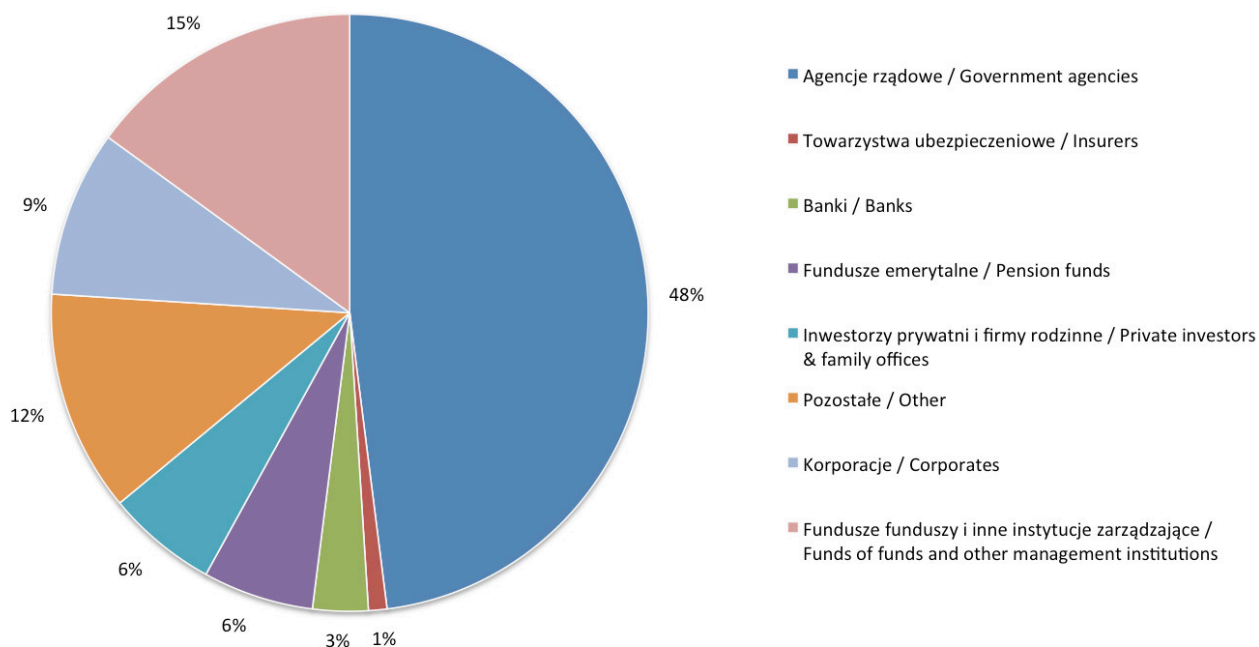
Wykres 7. Źródła pochodzenia kapitału w PE -świat / Chart 7. Sources of PE Capital Worldwide



Source: The 2013 Preqin Global Private Equity Report

Źródło: The 2013 Preqin Global Private Equity Report

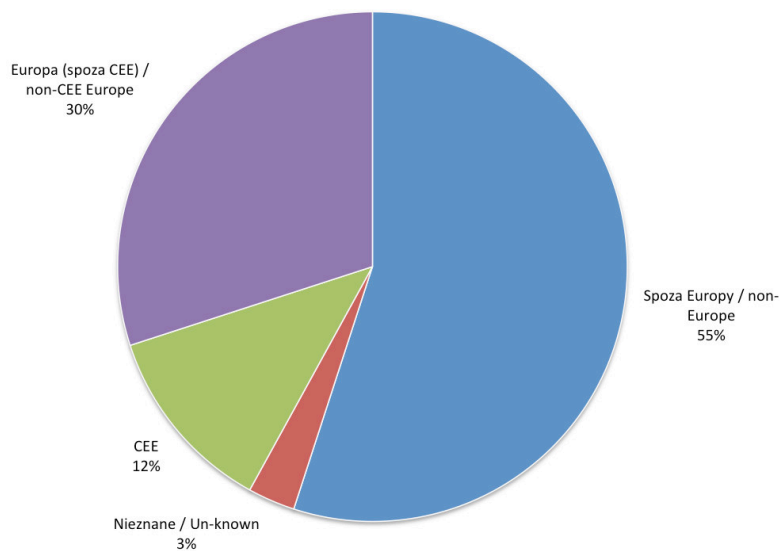
Wykres 8. Źródła pochodzenia kapitału w CEE, 2013 / Chart 8. Sources of PE Capital in CEE, 2013



Source: EVCA/PEREP_Analytics

Źródło: EVCA/PEREP_Analytics

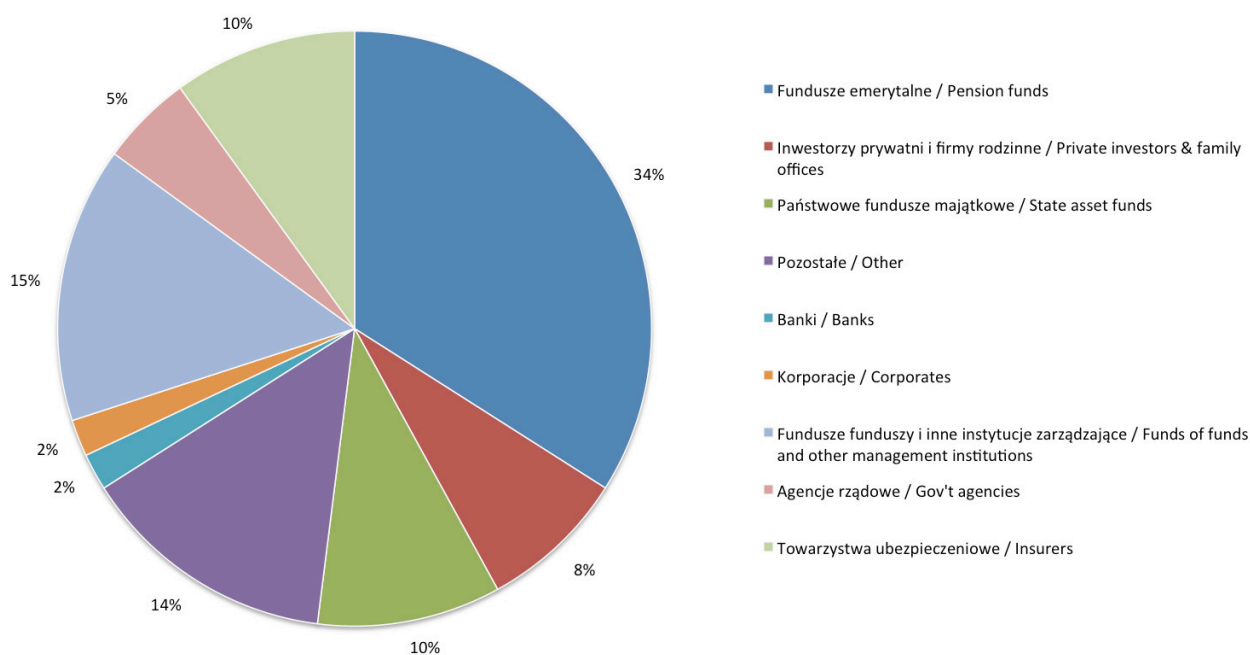
Wykres 9. Źródła pochodzenia kapitału w CEE, 2014 / Chart 9. Origins of PE Capital in CEE, 2014



Source: EVCA/PEREP_Analytics

Źródło: EVCA/PEREP_Analytics

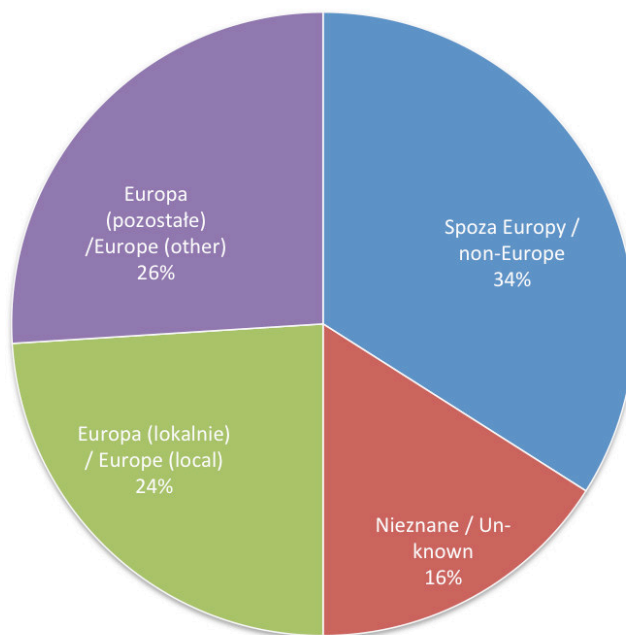
Wykres 10. Źródła pochodzenia kapitału w Europie, 2013 / Chart 10. Sources of PE Capital in Europe, 2013



Source: EVCA/PEREP_Analytics

Źródło: EVCA/PEREP_Analytics

Wykres 11. Źródła pochodzenia kapitału w Europie, 2014 / Chart 11. Sources of PE Capital in Europe, 2014



Source: EVCA/PEREP_Analytics

Źródło: EVCA/PEREP_Analytics

Charts 8 and 10 show financing in Central Europe and in Europe as a whole. In all of Europe, pension funds have a smaller share than in the earlier Chart 6, first and foremost because Charts 8 and 10 include a separate category, funds of funds. European statistics don't break out funds of funds (intermediaries that gather resources from other financial institutions and then invest them in private equity). So funds of funds are also partly financed by pension funds. Unfortunately we don't have individual statistics for Poland; this is because managers raise funds primarily for the region, and there is no separate allocation for Poland. Our country also lacks domestic financial institutions investing in private equity; this function is performed by government agencies, primarily the European Bank for Reconstruction & Development and the European Investment Fund. These institutions operate on purely commercial principles, just like other investors, but without them there would be no private equity sector in Poland.

However, when it comes to the geographical breakdown, one very significant difference is that funds from local investors are a small percentage, usually about 10%. All the rest comes from foreign investors. In 2014, because of the aforementioned Chinese asset fund there is a large share from outside Europe; in the previous year

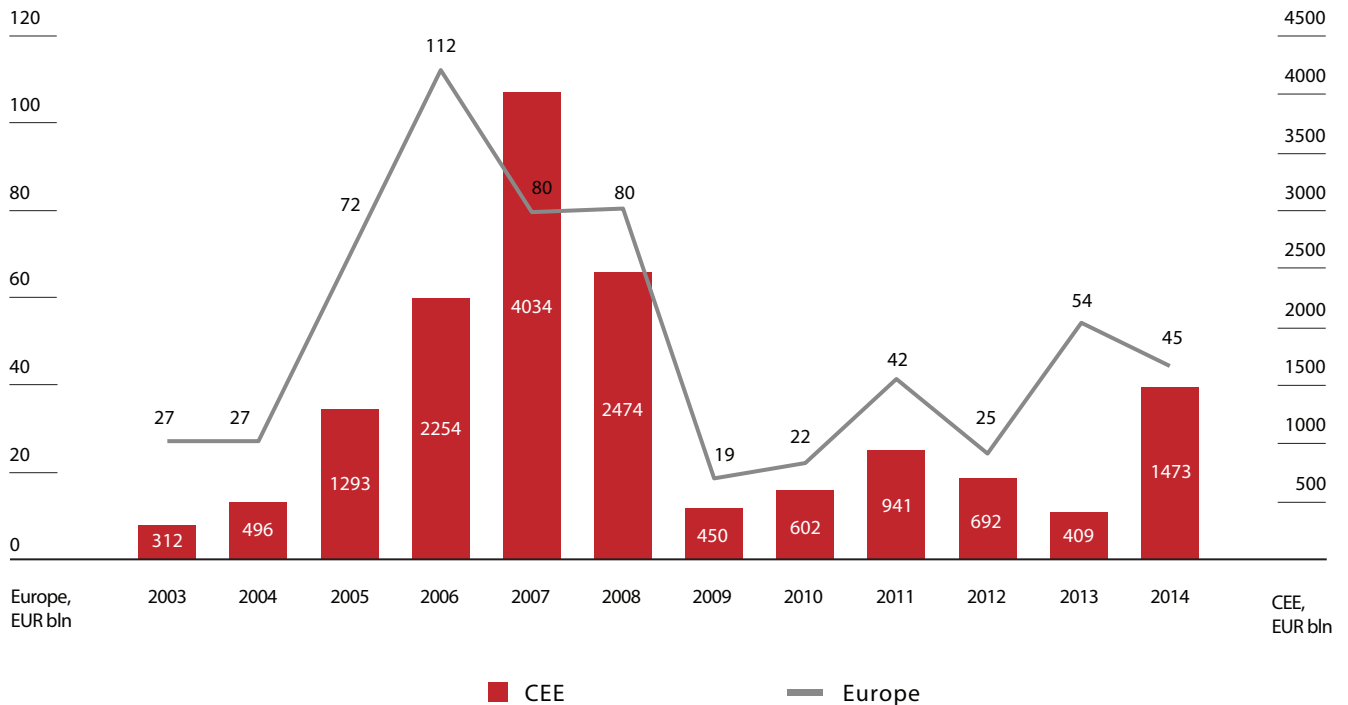
Wykresy 8 i 10 pokazują finansowanie w krajach Europy Środkowej i w całej Europie. W Europie fundusze emerytalne mają mniejszy udział niż na poprzednim Wykresie 6, przede wszystkim dlatego, że na Wykresach 8 i 10 znajduje się odrębna kategoria „fundusze funduszy”. Statystyki europejskie nie rozbiegają funduszy funduszy (fundusz funduszy jest pośrednikiem, który zbiera środki od pierwotnych instytucji finansowych, a następnie inwestuje je w fundusze *private equity*). Tak więc środki „funduszy funduszy” także pochodzą w części od funduszy emerytalnych. Nie mamy niestety odrębnych statystyk dla Polski; wynika to z faktu, iż zarządzający zbierają fundusze przede wszystkim na region i nie ma alokacji odrębnie dla Polski. W Polsce brak jest krajowych instytucji finansowych inwestujących w *private equity*, tę funkcję pełnią agencje rządowe, przede wszystkim Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju oraz Europejski Fundusz Inwestycyjny. Instytucje te działają absolutnie na zasadach komercyjnych, na takich samych zasadach jak inni inwestorzy, ale bez nich nie byłoby branży i nie byłoby inwestycji *private equity* w Polsce.

Jeżeli chodzi natomiast o podział geograficzny, to bardzo istotną różnicą jest to, że środki lokalnych inwestorów stanowią niewielki procent, zwykle w okolicach 10%. Cała reszta to są inwestorzy zagraniczni. W tym

the proportions were reversed. In any case, what's most important is that investors come primarily from outside the countries in which investments are made. In most of Europe the situation is reversed: PE is supported primarily by local investors.

roku akurat ze względu na wspomniany wcześniej chiński fundusz majątkowy jest duży udział spoza Europy, w poprzednim roku proporcje były odwrotne. W każdym razie najważniejsze jest to, że inwestorzy są przede wszystkim spoza krajów, w których dokonywane są inwestycje. W Europie sytuacja jest odwrotna, branże sponsorują przede wszystkim lokalni inwestorzy.

Wykres 12. Wartość pozyskanych środków na inwestycje PE/VC w Europie i CEE / Chart 12. Value of Funds Raised for PE/VC Investments in Europe and CEE



Source: EVCA/PEREP_Analytics

Źródło: EVCA/PEREP_Analytics

Private Equity From a Bank's Perspective

Fundusze *private equity* z perspektywy banku

After such a detailed presentation by Barbara Nowakowska and Piotr Noceń, we can say with absolute certainty that private equity is a very dynamically developing segment of the financial markets. In our presentation we would like to look at this segment from the point of view of a bank, underscoring how important these clients are for lenders. We'll show briefly why we're mutually dependent, with — I hope — mutual benefits. We'll give a brief behind-the-scenes look at how we work together, because it's not simple. The significance of this market is also demonstrated by the numbers that we'll show (as the previous speakers did).

In the previous presentation there was a discussion of how funds' investments generate very high rates of return; yes, but the other side of the coin is lower liquidity of these investments, and a decidedly longer maturation period. Personally — before I hand the floor over to Michał Popiołek — I'd like to say that he has some very interesting experience, because he has fought on all the fronts of the market we're discussing. He's been an equity investor; he now works on structuring debt finance, and also, which is interesting particularly for the Polish market, he introduced hybrids into the financing of this type of transaction.

We're not going to tell you how the market looks in general, but we'll move from the macro level to the micro, meaning how transaction structures look and why banks prefer to work with private equity funds. From the point of view of an institution like a bank, a private equity transaction is very simple: we have a few parameters, from which in the end there emerges some kind of profit, and actually regardless of how hard things get along the way, the entire process can be boiled down to buying low and selling high. It's undeniable: the product of private equity is a company that our partners from a PE fund want to buy as cheaply as possible and sell for as much as possible. If we look at things this way, then automatically, if it's possible somewhere along the way to introduce leverage, meaning debt financing — or any other kind that's cheaper than the fund's expected

Po tak szczegółowym wystąpieniu Barbary Nowakowskiej i Piotra Nocenia możemy stwierdzić z całą pewnością, że *private equity* to bardzo dynamicznie rozwijający się segment rynku finansowego. W naszej prezentacji chcielibyśmy spojrzeć na ów segment z perspektywy banku, podkreślić, jak ważny jest to dla banku klient. Pokażemy krótko, dlaczego jesteśmy sobie nawzajem potrzebni, z obopólną — mam nadzieję — korzyścią. Pokażemy krótko i od kuchni jak wygląda nasza współpraca, bo nie jest to prosta rzecz. O znaczeniu tego rynku świadczą też liczby, które — podobnie jak nasi przedmówcy — także pokażemy.

W poprzedniej prezentacji była mowa o tym, że inwestycje funduszu generują bardzo duże stopy zwrotu; owszem, natomiast rewersem tego wszystkiego jest mniejsza płynność tych inwestycji i zdecydowanie dłuższy okres ich hodowania. Osobiście — zanim przekażę głos Michałowi Popiołkowi — chciałbym powiedzieć, że ma on bardzo interesujące doświadczenie, bowiem walczył na wszystkich frontach rynku, o którym mówimy. Był inwestorem equity, obecnie zajmuje się konstruowaniem struktur finansowania długiem, a jeszcze, co ciekawe zwłaszcza na polskim rynku, wprowadzał hybrydy do finansowania tego typu transakcji.

Nie będziemy państwu mówić o tym, jak ogólnie wygląda rynek, tylko przejdziemy z poziomu makro do poziomu mikro, czyli jak wygląda transakcja i dlaczego banki preferują współpracę z funduszami *private equity*. Z punktu widzenia takiej instytucji jaką jest bank, transakcja *private equity* jest bardzo prosta, tzn. mamy parę parametrów, z których na końcu wychodzi jakiś zysk, i tak naprawdę abstrahując od tego, jak to jest trudne po drodze, całość sprowadza się do tego, aby kupić jak najtaniej i sprzedać jak najdrożej. Nie ma co tego ukrywać — produktem *private equity* jest spółka, którą nasi partnerzy z funduszu PE chcą kupić jak najtaniej i sprzedać jak najdrożej. Jeśli na to popatrzymy w ten sposób, to automatycznie jeśli gdzieś po drodze uda się wprowadzić lewar, czyli finansowanie dłużne, czy jakiegokolwiek inne, które jest tańsze od oczekiwanej stopy zwrotu funduszu

rate of return — then that rate grows strongly, which we will demonstrate in a moment using a concrete example. EBITDA, net debt and the ratio of those two items are the basic parameters that are used not only by the fund when it buys companies, but also by banks when they finance deals. When financing the acquisition of a company, we also use certain financial indicators and we determine to what point of the EBITDA level we're able to finance, and how much of its capital the fund will really have to lay out. This is one of the bases for calculating the valuation of target companies. You can get the impression that this is a simple world, a purely financial one, but of course that's not the case. EBITDA is an approximation of the annual cash generated by an enterprise, and on this basis investors measure return on investment. So this is more or less the value of the cash that was generated, and to that is added later the value of the debt taken out to support the buyout transaction, which the target company will be paying off. Analyzing an acquisition-finance transaction, the banks concentrate on the question of repayment of debt and the risk related to this.

The basic level at which banks and funds work together is financing buyout transactions. From the point of view of the banks, the funds are a good partner, because 1) they are presumed to be professionally managed; 2) they invest in the development of the companies they buy and 3) they know how to choose managers. As we pointed out earlier, working with such a partner is simultaneously difficult and easy: difficult, because the partner knows well what they want, and demands it. Easy, because there are certain things we don't need to explain to each other; we just discuss matters on the basis of indicators/aggregates that are already defined, and those three numbers we've discussed, which means we can reach an agreement quickly. As a result, PE funds are a very interesting partner for us.

In addition to debt financing of acquisitions (meaning financial leverage), banks also bring to the transaction their experience from years of working with companies operating in a particular industry. It often happens that the banks have already serviced a certain company before it became a fund's acquisition target. Additionally, we have various products that supplement the transaction, and often improve its economics, meaning instruments that hedge financial risks, cash-management solutions, trade-finance instruments. By our joint efforts we often transform the acquired company into one that is much

— to automatically ta stopa zwrotu bardzo urosnie, co za chwile udowodnimy na konkretnym przykladzie. Takze EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), dlug netto i mnoznik wlasnie to sa podstawowe parametry, ktorymi posluguje sie nie tylko fundusz przy kupowaniu spolek, ale tez banki przy finansowaniu. My takze, finansujac przejecia spolek, poslugujemy sie pewnymi wskaźnikami finansowymi i ustalamy, do jakiego punktu poziom EBITDA jesteśmy w stanie sfinansowac, a ile tak naprawde fundusz musi wylozyc swojego kapitalu. Jest to jedna z podstaw do kalkulacji wyceny spolki-celu. Mozna odniesc wrazenie, ze to jest prosty swiat, taki czysto finansowy, ale oczywiscie tak nie jest. EBITDA jest to przyblizenie gotowki rocznej, ktora generuje przedsiebiorstwo-spolka i na jej podstawie inwestorzy oceniaja zwrot z inwestycji. Jest to mniej wiecej wartosc gotowki, jaka zostala wygenerowana, i do tego przyklada sie pozniej wartosc zadluzenia pozyskanego do wsparcia transakcji wykupu, ktore spolka-cel bedzie splacac. Analizujac transakcje finansowania przejecia, banki koncentruja sie na kwestii splaty zaciagnietego dlugu i ryzyk tym związanych.

Podstawowa płaszczyzną do współpracy banków i funduszy jest finansowanie transakcji wykupów. Z punktu widzenia banków fundusze są dobrym partnerem, ponieważ są: (1) z założenia profesjonalne zarządzane, (2) inwestują w rozwój przejętych spółek, (3) wiedzą jak dobierać menadżerów. Jak wspomniano wcześniej, praca z takim partnerem jest jednocześnie trudna i łatwa: trudna, bo partner dobrze wie, czego potrzebuje i wymaga tego. Łatwa, bo pewnych rzeczy nie musimy sobie nawzajem tłumaczyć, po prostu dyskutujemy na bazie określonych wskaźników/agregatów i właśnie trzy liczby wymienione między nami powodują, że można szybko dojść do porozumienia. W związku z tym dla nas jest to bardzo ciekawy partner.

Oprócz finansowania długiem transakcji przejęcia (czyli dźwigni finansowej), banki wnoszą również do transakcji doświadczenie z długoletniej współpracy z podmiotami działającymi w danej branży. Często zdarza się, że banki już wcześniej obsługiwały daną spółkę, zanim stała się ona celem przejęcia dla funduszu. Ponadto mamy różne produkty, które uzupełniają transakcję i często poprawiają jej ekonomikę, czyli instrumenty zabezpieczające ryzyka finansowe, rozwiązania w zakresie zarządzania płynnością (*cash management*), instrumenty finansowania transakcji handlowych. Wspólnymi siłami sprawiamy, że firma, która jest kupiona, często zmienia

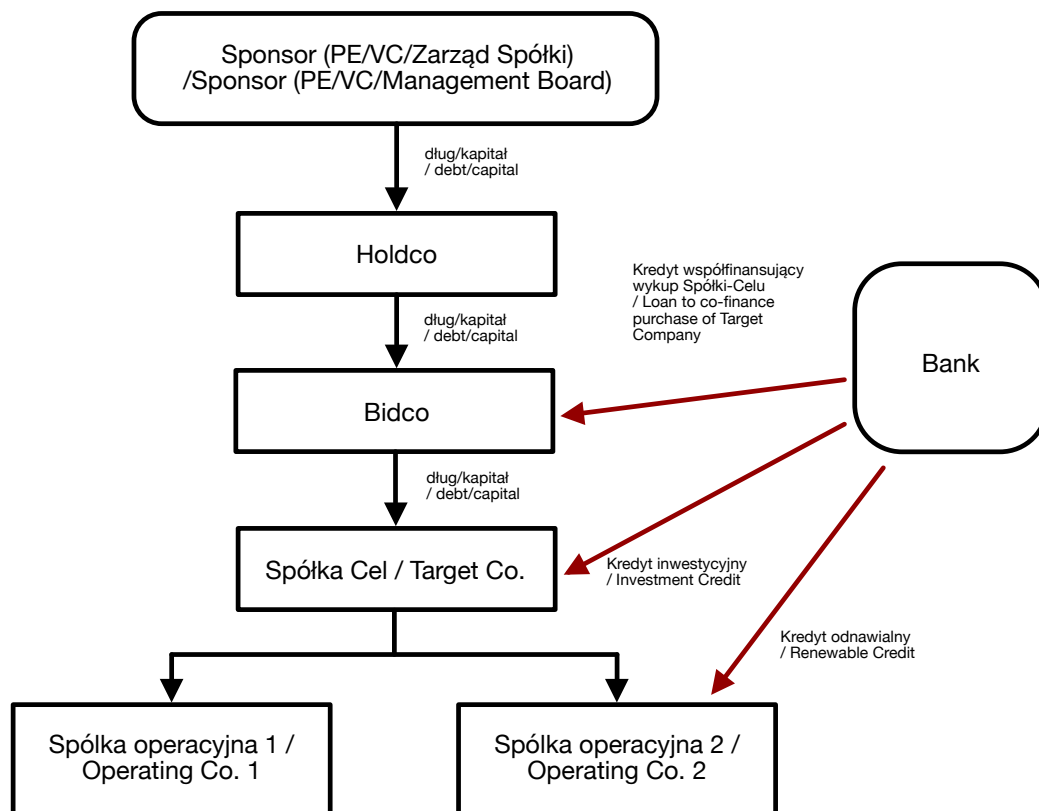
more effective, and then we begin to tune up this effectiveness with the delicate tools of a watchmaker.

We can now move from the theory to showing something that looks very complicated, that is, a behind-the-scenes look at how banks work to finance private equity funds. Chart 1 shows the whole latter of companies and entities that is set up along a fund's path to buying a company.

się na końcu w firmę, która jest dużo bardziej efektywna i tę efektywność zaczynamy dokręcać zegarmistrzowskim śrubokręciem.

Możemy przejść teraz od teorii do pokazania czegoś, co wygląda bardzo skomplikowanie, czyli do tak zwanej kuchni współpracy banków finansujących i funduszy *private equity*. Na Wykresie 1 widoczna jest cała drabinka spółek i podmiotów, które ustawia się na ścieżce funduszu do wykupu przedsiębiorstwa.

Wykres 1. Mechanika transakcji wykupu / Chart 1. The Mechanics of a Buyout Transaction



Source: Presenters

Źródło: opracowanie własne

These pyramid-like structures are built for several reasons. In addition to tax optimization, we also have a certain kind of separation of structures, or separation of the companies responsible for gathering financing from the operating companies (generating revenues and owning assets). This also helps ensure legal compliance. Polish and EU regulations don't allow the purchase of an asset, taking control over it, when financing this by debt secured on those assets. And so the structure visible on Chart 1 is one of the very typical structures built for financing of a private equity fund's acquisition

Tego typu piramidowe struktury budowane są z kilku powodów. Oprócz optymalizacji podatkowej mamy też pewnego rodzaju oddzielenie struktury, czy też oddzielenie spółek, które są odpowiedzialne za zgromadzenie finansowania, od spółek operacyjnych (generujących przychody i posiadających aktywa). Służy to również zapewnieniu zgodności z regulacjami prawnymi. Polskie i europejskie regulacje nie pozwalają na to, żeby kupować aktywa, przejmować nad nimi kontrolę finansując to długiem, którego zabezpieczeniem są te aktywa.. A zatem struktura widoczna na Wykresie 1 jest jedną z bardziej

of control over the target company.

The banks organize and make available various components of debt financing to support acquisition transactions. The financing structure shown on the diagram isn't the most complicated of the ones used by the banks. In the financing of the acquisition of Polkomtel (which to be precise wasn't a fund buyout structure) there appeared more holding companies in the structure above the target company, some of which were set up in jurisdictions outside Poland.

As we have already mentioned, structures of this type are used to set up financing instruments in a mutual relationship (seniority/subsidiarity), to achieve a tax effect and to ensure compliance with the law — all in accordance with the conditions of financing agreed in detail and negotiated with the funds. The banks can lend directly to entities at every level of such a structure — e.g. for the BidCo an unsubordinated loan is made available, but for the HoldCo a subordinated loan; the funds from both loans jointly finance the purchase price of the target company. In turn, a guarantee may be made available directly to the target company, along with a renewable credit line for general-purpose financing and financing investment spending.

Such an intermediary structure also means there won't be debt at the level of the fund — private equity funds don't have debt at this level, and thus the investors' risk is limited solely to the capital they paid in.

The investment loan, the renewable credit line and the guarantees are standard products in corporate banking. In our example, these instruments are made available directly to the operating company, that is, the one that generates cash and is the subject of the takeover.

The non-standard instruments are loans designated for jointly financing the price paid for control of the target company. This is the main motif in the relationship between banks and private equity funds. Instruments of this type are designated for financing changes in control, meaning something intangible. In a moment we will see why funds are eager to use debt to support acquisitions of companies.

typowych struktur budowanych dla sfinansowania przejęcia kontroli nad spółką-celom przez fundusz *private equity*.

Banki organizują i udostępniają różne komponenty finansowania dłużnego dla wsparcia transakcji przejęcia. Schemat struktury finansowania pokazany na diagramie nie jest jeszcze najbardziej złożony spośród tych stosowanych przez banki. W transakcji finansowania przejęcia spółki Polkomtel (co prawda to nie była struktura wykupowa funduszowa) pojawiło się więcej spółek holdingowych w strukturze ponad spółką-celom, część z nich pozakładano w jurysdykcjach innych niż polska.

Jak już wspomnieliśmy struktury tego typu wykorzystuje się po to aby ułożyć instrumenty finansowania we wzajemnej relacji (nadrzędność — podporządkowanie), osiągnąć efekt podatkowy oraz zapewnić zgodność z przepisami prawa. Wszystko zgodnie z warunkami finansowania uzgadnianymi szczegółowo i negocjowanymi z funduszami. Banki mogą kredytować bezpośrednio podmioty na każdym szczeblu takiej struktury — np. dla BidCo udostępniany jest kredyt niepodporządkowany, dla HoldCo natomiast kredyt podporządkowany — środki z obydwu kredytów współfinansują cenę zakupu spółki-celu. Z kolei bezpośrednio dla spółki-celu udostępniona może być linia gwarancyjna oraz kredyt odnawialny na finansowanie celów ogólnych i wydatków inwestycyjnych.

Taka struktura pośrednia służy również temu, żeby nie było długu na poziomie funduszu — fundusze *private equity* nie mają długu na poziomie funduszu, a zatem ryzyko inwestorów jest ograniczone wyłącznie do kapitału, który wpłacili.

Kredyty inwestycyjne, odnawialne oraz linie gwarancyjne to produkty standardowe w bankowości korporacyjnej. W naszym przykładzie instrumenty te udostępniane są bezpośrednio spółce operacyjnej, czyli tej, która generuje gotówkę i która jest przedmiotem przejęcia.

Instrumentami niestandardowymi są kredyty przeznaczone na współfinansowanie ceny płaconej za przejęcie kontroli nad spółką-celom. To jest główny motyw współpracy między bankami a funduszami *private equity*. Instrumenty tego typu przeznaczone są na finansowanie zmiany kontroli, czyli czegoś, co jest niematerialne. Za chwilę zobaczymy, dlaczego fundusze chętnie wspierają długiem operacje wykupów spółek.

Efektywność Inwestycji Funduszy PE w zależności od sposobu finansowania transakcji wykupu / PE Fund's Investment Effectiveness Depending on Buyout Transaction Financing Method

- Fundusz rozważa finansowanie wykupu wyłącznie ze środków własnych lub ze wsparciem kredytu bankowego / Fund considers financing buyout exclusively with its own funds or with bank loan support
- Spółka zostaje sprzedana po upływie 5 lat / Company is sold after 5 years

Wartość spółki (kupno) / Company value (purchase) 100
 Cena sprzedaży spółki / Company sale price 200

Scenariusz 1: wykup za gotówkę (100%) / Scenario 1: Purchase for cash (100%)

Gotówka / Cash 100% 100
 Kredyt / Loan 0,00% 0

Gotówka funduszu PE / PE Fund's Cash	Rok 1 / Yr. 1	Rok 2 / Yr. 2	Rok 3 / Yr. 3	Rok 4 / Yr. 4	Sprzedaż / Sale
	-100	0	0	0	200

Wskaźnik zwrotu z zainwestowanej gotówki / Return on Invested Cash **2,0x**
 Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) / Internal Rate of Return **15%**

Scenariusz2: wykup za gotówkę (50%) i kredyt (50%) / Scenario 2: Purchase for cash (50%) and debt (50%)

Gotówka / Cash 50% 50
 Kredyt / Loan (one-time repayment) 50% 50

Gotówka funduszu PE / PE Fund's Cash	Rok 1 / Yr. 1	Rok 2 / Yr. 2	Rok 3 / Yr. 3	Rok 4 / Yr. 4	Sprzedaż / Sale
	-50	0	0	0	200
					<u>-50</u>
					150

Wskaźnik zwrotu z zainwestowanej gotówki / Return on Invested Cash **3,0x**
 Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) / Internal Rate of Return **25%**

Scenariusz3: wykup za gotówkę (40%) i kredyt (60%) / Scenario 3: Purchase for cash (40%) and debt (60%)

Gotówka / Cash 40% 40
 Kredyt (amortyzowany) / Loan (amortized) 60% 40

Gotówka funduszu PE / PE Fund's Cash	Rok 1 / Yr. 1	Rok 2 / Yr. 2	Rok 3 / Yr. 3	Rok 4 / Yr. 4	Sprzedaż / Sale
	-40	0	0	0	200

Wskaźnik zwrotu z zainwestowanej gotówki / Return on Invested Cash **5,0x**
 Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) / Internal Rate of Return **32%**

Source: Presenters

Źródło: opracowanie własne

In Diagram 1 we show a simplified example of the financing for a buyout of another company. The loans that jointly finance the change of control are highly similar to mortgage loans. In both cases, cash is allocated at the beginning (the down payment by the mortgage borrower, or the cash contribution of the private equity fund). The remaining portion is financed by debt in the form of the loan. In the case of financing a change of control, this debt is paid off (in installments or one lump sum), not by the fund but by the acquired target company from the cash that company generates. In managing such companies, the funds aim to increase their value (valuation), but first and foremost to increase their efficiency, to generate higher cash flows to pay off the debt (incurred to take control of the companies).

The first of the above scenarios is a rather rare case. The fund lays out 100% of the funds to purchase the company. It buys the company for 100 units, then takes the company under its wing and after five years has passed, sells it for 200 units. For simplicity's sake, we'll assume that in the meantime there are no dividend payments or payouts from the fund; we'll also assume that there is no debt. The two measures we take into account are 1) the indicator of return on invested cash (because the fund put in 100 and took out 200, in five years it doubled its cash), and 2) the internal rate of return, which in this particular case from year zero to year five amounts to 15%.

In the second scenario we come closer to market practice: The fund has decided to lay out only half of the cash for the purchase of the target company; it borrows the other half from a bank. That is, it takes out a credit for co-financing the acquisition of control. All remaining parameters remain unchanged: The company remains under the fund's tutelage for five years; for simplicity's sake we assume no additional payments in or unexpected payouts; after five years the company is sold for the same price as in the first scenario, 200 units. But in the last year, the company makes a one-time payment of the full 50 units that were borrowed in the loan.

Now let's look at the indicators: The return of invested cash is not two-fold but three-fold; our internal rate of return grows to 25% (which is a very important thing for the company managing the fund). Naturally, those 50 units that were taken out as a loan must in the end be returned to the lenders. After selling the company the fund receives what is due, and at the same time from

Na Rysunku 1 pokazujemy uproszczony przykład finansowania wykupu innej spółki. Kredyty współfinansujące zmianę kontroli mają dużo podobieństw do kredytów hipotecznych. W obydwu przypadkach na początku alokowana jest gotówka (wkład własny kredytobiorcy hipotecznego lub wkład gotówkowy funduszu *private equity*). Pozostała część finansowana jest długiem w formie kredytu. W przypadku finansowania zmiany kontroli, dług ten spłacany jest (w ratach lub jednorazowo w całości) nie przez fundusz lecz bezpośrednio przez przejętą spółkę-cel z gotówki, którą ta spółka generuje. Zarządzając takimi spółkami, fundusze dążą do podniesienia ich wartości (wyceny) ale też przede wszystkim do podniesienia efektywności dla wygenerowania wyższych strumieni gotówkowych do spłaty zadłużenia (zaciągniętego na przejęcie kontroli nad takimi spółkami).

Pierwszy scenariusz z powyższych jest raczej rzadkim przypadkiem. Fundusz wykłada mianowicie 100% środków własnych na zakup firmy. Kupuje tę firmę za 100 jednostek, następnie trzyma pod swoimi skrzydłami i sprzedaje po upływie pięciu lat za 200 jednostek. Zakładamy dla uproszczenia, że w międzyczasie nie ma żadnych wypłat dywidend, wypłat ze strony funduszu, zakładamy też, że nie ma długu. Dwie miary, które weźmiemy pod uwagę, to (1) wskaźnik zwrotu zainwestowanej gotówki (skoro włożył 100, a wyjął 200, w ciągu 5 lat dwukrotnie pomnożył swój stan gotówki) oraz (2) wewnętrzna stopa zwrotu, która w tym szczególnym przypadku od roku zero do roku piątego wyniosła 15%.

W scenariuszu drugim zbliżamy się bardziej do praktyki rynkowej; fundusz zdecydował, że wyłoży tylko połowę gotówki na zakup spółki-celu, drugą połowę pożyczycy z banku, czyli zaciągnie kredyt na współfinansowanie przejęcia kontroli. Wszystkie pozostałe parametry pozostają bez zmian: spółka przebywa pod skrzydłami funduszu przez 5 lat, dla uproszczenia nie zakładamy żadnych dopłat i niespodziewanych wypłat, po 5 latach sprzedana jest za tę samą co w scenariuszu pierwszym cenę, czyli za 200 jednostek. W ostatnim roku jednakże spółka spłaca jednorazowo w całości 50 jednostek, które zostały zaciągnięte w formie kredytu.

Spójrzmy teraz na wskaźniki: zwrot zainwestowanej gotówki jest już nie dwu- a trzykrotny, wewnętrzna stopa zwrotu rośnie nam do 25%, (co jest bardzo istotną rzeczą dla firmy zarządzającej funduszem). Naturalnie, te 50 jednostek, które zostały wzięte jako kredyt, należy na koniec zwrócić kredytodawcom. Fundusz po sprzedaży

this amount it makes a one-time payment of the entire debt.

The third scenario brings us even closer to what is actually dominant on the market. We assume that the cash laid out by the fund is even less, at 40% of the value of the company; the remaining 60% is acquired in the form of a bank loan. We also assume that in the meantime — over five years — the company generates so much cash that it's possible to pay off the loan over those five years, before the date the fund exits the investment. So at the end of the fifth year, when the fund sells the company, it has no debt. Please note the result: The cash has increased fivefold and the rate of return is correspondingly high. So we see the simple effect of supporting an investment with leverage. The fund increases its rate of return, minimizing its initial contribution.

If we add further components of financing, such as mezzanine or subordinated debt, of course we can complicate the structure even more with the intent of achieving even higher rates of return for the fund. We also wanted to show the essence of bank financing at a high level of generalization.

Now let's imagine a situation in which the seller of the company accepts that the fund will pay it most of the amount due later, after several years — meaning debt arises with respect to the seller. Let's also assume that after the acquisition, the fund gets the maximum value of loans, pledging real estate, monetizing inventory and also taking out an ordinary line of credit to finance the company's general needs. Then we can theoretically achieve a scenario in which the cash allocated by the fund does not exceed 5 or 10 units. The downside of this is, of course, very high financing costs, which will eat up the generated cash. Decisions on the scale of leverage applied during the purchase of target companies are taken by the fund, guided by the criterion of optimization of the rate of return, maintaining a safe level of debt in the target company and on the basis of the current situation on financial markets.

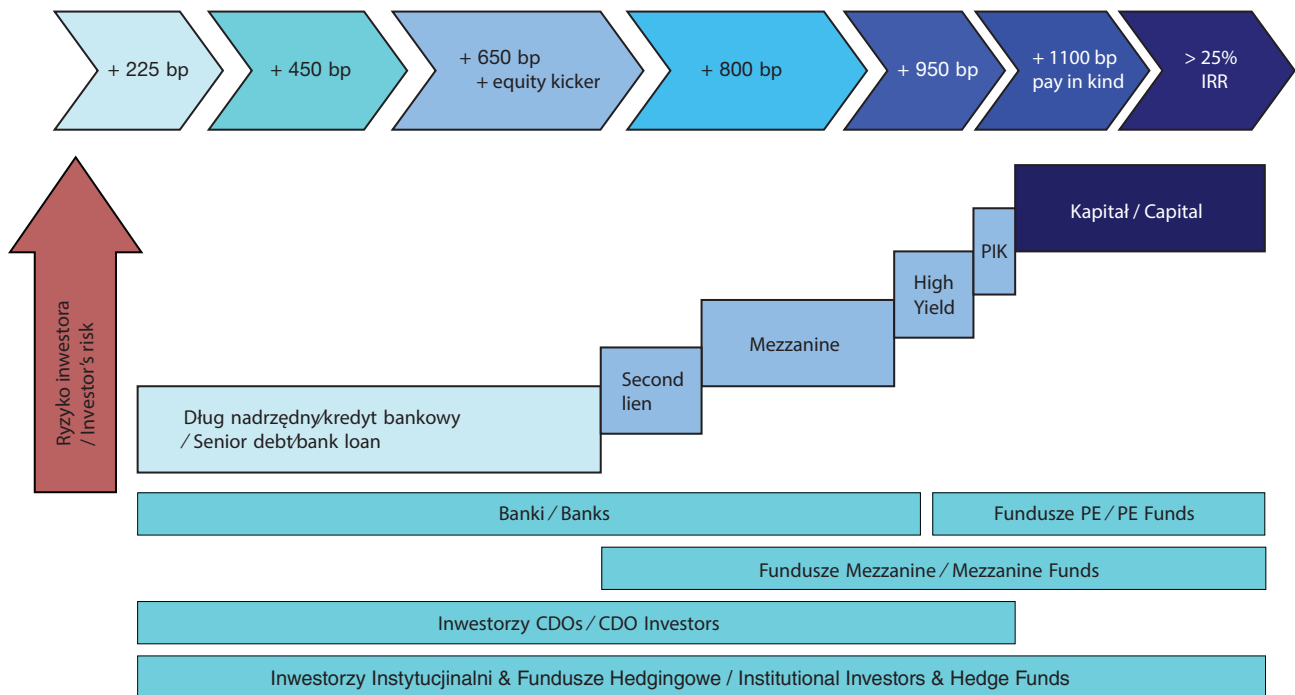
spółki otrzymuje należność i jednocześnie z tej należności spłaca jednorazowo całe zadłużenie.

Scenariusz trzeci zbliża nas jeszcze bardziej do tego, co się w rzeczywistości dominuje na rynku. Zakładamy, że gotówka wyłożona przez fundusz jest jeszcze mniejsza i wynosi 40% wartości spółki, pozostałe 60% pozyskiwane jest w formie kredytu bankowego. Zakładamy też, że spółka generuje w międzyczasie — w ciągu tych 5 lat — gotówkę na tyle dużą, że możliwa jest spłata kredytu w ciągu tych 5 lat, przed datą wyjścia funduszu z inwestycji. Także pod koniec piątego roku, kiedy fundusz sprzedaje spółkę, spółka nie posiada żadnego zadłużenia. Zwracamy Państwa uwagę na wynik: gotówka pomnożona została pięciokrotnie, stopa zwrotu też jest odpowiednio wysoka. Tak więc widzimy prosty efekt wsparcia inwestycji funduszu lewarem. Fundusz podnosi stopę zwrotu, minimalizując swój wkład początkowy.

Gdyby dołożyć kolejne komponenty finansowania, typu *mezzanine* czy dług podporządkowany, to można oczywiście jeszcze bardziej komplikować strukturę z zamiarem osiągnięcia jeszcze wyższych stóp zwrotu dla funduszu. Nam jednak chodziło o pokazanie istoty finansowania bankowego na dużym poziomie ogólności.

Wyobraźmy sobie teraz sytuację, kiedy sprzedający spółkę funduszowi akceptuje to, że fundusz mu zapłaci dużą część należności później, po kilku latach — czyli powstaje dług wobec sprzedającego. Załóżmy też, że po przejściu spółki fundusz pozyskuje maksymalną wartość kredytów zastawiając nieruchomości, monetyzując zapasy i uzyskując też zwykłą linię kredytową na finansowanie potrzeb ogólnych spółki. Wówczas możemy teoretycznie uzyskać scenariusz, w którym gotówka wyasygnowana przez fundusz nie przekroczy 5 lub 10 jednostek. Rewersem tego są oczywiście bardzo wysokie koszty finansowe, które zjadają generowaną gotówkę. Decyzje o skali dźwigni finansowej zastosowanej przy wykupie spółki-celu podejmuje fundusz kierując się kryterium optymalizacji stopy zwrotu, zachowania bezpiecznego poziomu zadłużenia w spółce-celu oraz na podstawie aktualnej sytuacji na rynkach finansowych.

Rysunek 2. Instrumentarium dłużne w transakcjach wykupu / Diagram 2. The Debt Toolbox in Buyout Transactions



Banki są najlepszym partnerem dla sponsorów finansowych ponieważ z nimi nie konkurują.
/ Banks are the best partners for financial sponsors, because they don't compete with them.

Source: Presenters

Źródło: opracowanie własne

Such operations are supported by many tools, which are shown on Diagram 2. The tools on the right side of the diagram are more risky from the point of view of the investor using them, but the rate of return also usually increases, which is shown in the upper portion of the diagram (the loan margin; bp means basis point, or 1/100 of a percentage point — e.g. 450 basis points is 4.5 percentage points).

So we can see that along with the increase in risk, the price of access to capital in the form of a given financial instrument also increases. There are levels of the market which in Poland still haven't developed, or are much niche markets. For example the second lien, which is in principle subordinated debt, though in fact it is secured. For now Poland is too small a market for this type of instrument to develop here, but for example the UK, France and Germany have rather large markets for second lien debt.

Takim operacjom służy wiele instrumentów, które widoczne są na Rysunku 2. Instrumenty po prawej stronie diagramu są bardziej ryzykowne z punktu widzenia inwestora udostępniającego dany instrument, ale też zwykle rośnie stopa zwrotu, co jest pokazane w górnej części diagramu (marże kredytowe, skrót bp oznacza *basis point*), małe procenkii tzw. 450 bp to po prostu 4,5 punktu procentowego).

Widać więc, że wraz ze wzrostem ryzyka rośnie cena udostępnienia kapitału w formie danego instrumentu finansowania. Są takie poziomy rynku, które w Polsce się jeszcze nie rozwinęły albo są bardzo niszowe. Na przykład *second lien*, który jest w zasadzie długiem podporządkowanym, chociaż rzeczowo zabezpieczonym. Polska jest na razie za małym rynkiem, żeby ten typ instrumentu się u nas rozwinął, ale już na przykład Wielka Brytania, Francja czy Niemcy mają dosyć duży rynek długu *second lien*.

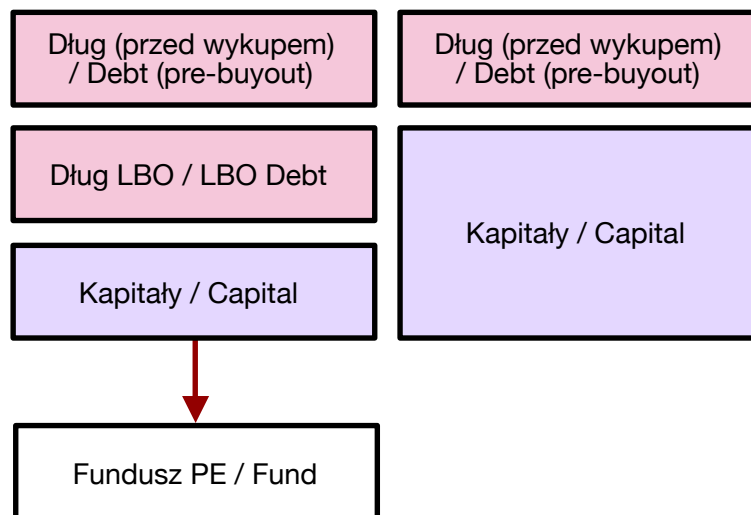
Mezzanine debt is something truly interesting: a hybrid instrument that brings together characteristics of debt and capital instruments. It seems that this segment of the market should develop, but in Poland it's not developing as everyone had expected. There are one or two transactions a year, but they do happen.

Another interesting instrument is PIK debt, which stands for payment in kind. This instrument doesn't require payment of interest in cash, but in the form of other debt instruments, or in the form of appreciation of the value of this instrument. From here we are close to classical capital instruments, which capital investors use, including private equity funds. The banks organizing financing on the basis of such instruments understand their capital partners (e.g. private equity funds) rather well, which translates into the quality of the working relationship. We don't compete with the funds in finding clients for a given type of instrument; instead we complement one another.

Dług *mezzanine* jest to natomiast coś rzeczywiście ciekawego — instrument hybrydowy łączący cechy długu oraz instrumentów kapitałowych. Wydaje się, że ten segment rynku powinien się rozwinąć, natomiast w Polsce nie rozwija się tak, jak wszyscy oczekiwali. Jest jedna, dwie transakcje rocznie, ale się pojawiają.

Ciekawym instrumentem jest również dług PIK, czyli *payment-in-kind*. Ten instrument nie zakłada płatności odsetek w gotówce, lecz w formie innych instrumentów dłużnych lub też w formie aprecjacji wartości tego instrumentu. Stąd już blisko do klasycznych instrumentów kapitałowych, którymi operują inwestorzy kapitałowi, w tym także fundusze *private equity*. Banki organizujące finansowanie na bazie takich instrumentów dosyć dobrze rozumieją partnerów kapitałowych (np. fundusze *private equity*), co przekłada się na jakość współpracy. Nie konkurujemy z funduszami w zakresie pozyskiwania klientów na dany typ instrumentu, raczej się uzupełniamy.

Wykres 2. Skonsolidowany bilans pro forma (Spółki-celu i Wehikułu) / Chart 2. Pro forma consolidated balance sheet (Target Company & Vehicle)



Source: Presenters

Źródło: opracowanie własne

We have also mentioned the risk that was illustrated in Chart 2. The right column shows a simplified structure of the company's liabilities before the acquisition; let's say that these are safe proportions between own capital and external debt. The left column shows the situation after the acquisition: alongside the debt, which we can

Wspomnieliśmy też o ryzyku, które zobrazowane zostało na Wykresie 2. Prawa kolumna pokazuje uproszczoną strukturę pasywów spółki przed przejęciem; powiedzmy, że są to bezpieczne proporcje między środkami własnymi a zadłużeniem zewnętrznym. Lewa kolumna to sytuacja po przejęciu; obok długu, który w uproszczeniu

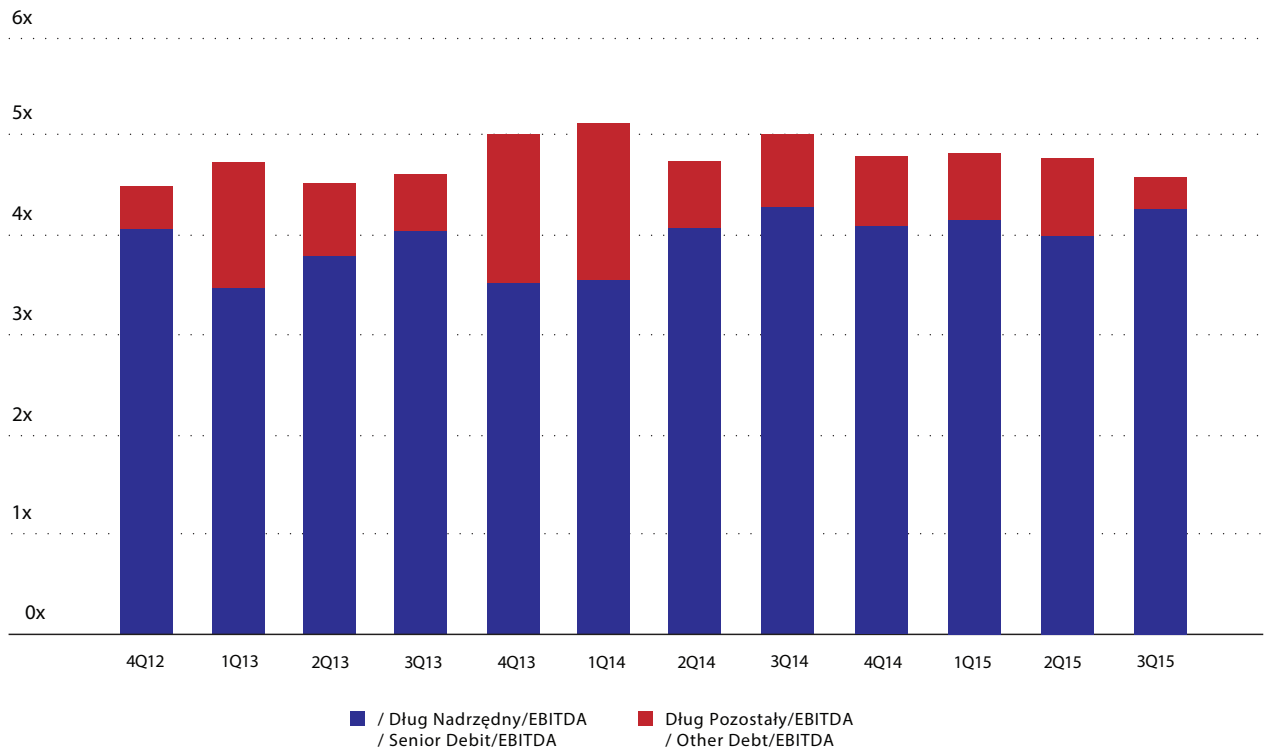
roughly describe as a loan “for living expenses” (investment credits, revolving credits to fund inventory), there appears an additional debt, which (co-)finances — as we said earlier — the acquisition of control over the target company. It’s clear to the naked eye that the value of debt rises, and thus the counterparty’s credit risk does as well. This is a visualization of what we spoke about earlier: more debt means a higher rate of leverage, allowing a higher rate of return on the fund’s investment, and simultaneously a higher risk of default by the target company, which the banks must deal with. How do they do so? First, they must examine this risk very well; at the moment of the acquisition the fund does this, paying for a lot of very detailed reports prepared by independent market experts, technical experts, auditors and tax advisors; these reports are then passed to the banks, so in analyzing such an investment and loan, we get almost as deep into the books as the fund does. Next, because the repayment comes from the cash that somebody is promising to generate for us — in this case the fund, the new owner — the bank makes a detailed analysis of these promises on the basis of financial models (spreadsheets). This model is built on the basis of data and ideas received from the fund, modifying them as needed and testing various risk scenarios. If the risk is deemed acceptable, the appropriate compensation for it, in the form of the lending margin or the spread on bonds, will be determined.

The below chart shows the variability of the leverage indicator in a buyout transaction. This is one of the main yardsticks used in communication between funds and banks during the preparation of a financing package for a buyout transaction. Senior debt is most often bank loans, while the remaining debt is subordinated debt instruments, which we discussed earlier. EBITDA is an approximation of the value of cash generated by the target company over a year. The pro-forma concept means relating the entire value of the debt (including debt financing the takeover) to the value of the target company’s EBITDA after the change of control. So we see that this kind of initial value for leverage changed, oscillating in a range between 4.5 and 5 times.

możemy nazwać kredytem „na życie” (kredyty inwestycyjne, kredyty obrotowe na finansowanie zapasów), pojawia się dodatkowy dług (LBO — *Leveraged Buyout*), który (współ)finansuje — tak jak już wcześniej mówiliśmy — przejęcie kontroli nad spółką-cel. Gołym okiem widać, że wartość długu rośnie i zwiększa się zatem ryzyko kredytowe kontrahenta. To jest wizualizacja tego, o czym mówiliśmy wcześniej — więcej długu to wyższy poziom dźwigni finansowej umożliwiający zwiększenie stóp zwrotu z inwestycji funduszu, a jednocześnie wyższy poziom ryzyka niewypłacalności spółki-celu, z którym banki muszą sobie poradzić. Jak to robią? Po pierwsze, muszą to ryzyko bardzo dobrze rozpoznać; w momencie przejęcia robi to fundusz, zamawiając masę bardzo dokładnych raportów robionych przez niezależnych ekspertów rynku, ekspertów technicznych, audytorów, oraz doradców podatkowych; raporty te zostają następnie przekazane bankom, więc oceniając taką inwestycję i kredyt, siedzimy w wielkich księgach niemalże w podobnym zakresie, w jakim robi to fundusz. Następnie, ponieważ spłata odbywa się z gotówki, którą ktoś obiecuje wygenerować — w tym przypadku fundusz, czyli nowy właściciel — bank dokonuje szczegółowych analiz takich obietnic na podstawie modeli finansowych (arkusze kalkulacyjne). Model ten buduje na podstawie danych i pomysłów otrzymanych od funduszu, odpowiednio je modyfikując i badając różne scenariusze ryzyka. Jeżeli ryzyko zostaje uznane za akceptowalne, zostaje ustalone za nie odpowiednie wynagrodzenie w formie marży kredytowej lub też *spreadu* w obligacjach.

Wykres 3 pokazuje zmienność wskaźnika dźwigni finansowej w transakcji wykupu. To jest jedna z głównych miar w komunikacji między funduszami i bankami podczas szykowania pakietu finansowania dla transakcji wykupu. Dług senioralny to najczęściej kredyty bankowe, podczas gdy dług pozostały to instrumenty dłużne podporządkowane, o których mówiliśmy wcześniej. EBITDA to przybliżenie wartości gotówki generowanej przez spółkę-cel w ciągu roku. Ujęcie pro-forma oznacza odniesienie całej wartości długu (w tym również długu finansującego przejęcie) do wartości EBITDA spółki-celu tuż po zmianie kontroli. Widzimy więc, że taka początkowa wartość wskaźnika dźwigni finansowej zmieniała się oscylując w przedziale między pomiędzy 4,5 a 5 razy.

Wykres 3. Przeciętne poziomy wskaźnika Dług finansowy/EBITDA pro forma w transakcjach LBO / Chart 3. Average Levels of Financial Debt/Pro Forma EBITDA ratios in LBO Transactions



Source: S&P Capital IQ, LCD European LBO Review

Źródło: S&P Capital IQ, LCD European LBO Review

Questions from the floor:

- What you have talked about is the art of financing. You've also pointed out that the old rule of "buy low, sell high" contains the two elements of this art. However, they're characteristic not just for private equity, but at bottom for every transaction. But it seems to me that what is very typical of private equity is the management of the company that's acquired, which depends on what kind of people run the company. And here there are two models. One of them is to find a company that has potentially the best people, who will manage it wonderfully after the purchase by the PE fund, and bring it onto a fast growth path. The second model is to replace the current managers with new ones. So I'd like to ask how this looks in Poland. Many such funds in California, or just simply Encore Capital, specialize in that kind of change. These are fundamentally headhunting firms, which buy companies with good prospects and change the management boards. How does it work in Poland? Of the transactions that have happened in the past 20 years, were most of them investments in companies with good people, and then it turned out that they really were good and didn't need to be replaced? Or was there a change of management board in the majority of cases?
- Ms. Nowakowska ran out of time before she could discuss the barriers to development of the PE market in Poland, so I'll take the opportunity to ask a few questions in this area. My first question concerns the experience that has been acquired in Poland from more than 10 years of private equity operations. In general, do you believe that the main problem in Poland is a lack of good projects, with good management boards, or a lack of access to external funds, to the 300 billion that was mentioned here — actually in the context of debt financing, but I understand it also applies to the funds themselves. Is this the principal barrier? And my second question concerns the role of the banks, because one of the charts you presented indicates that the direct capital share of the banks is 3% in Poland. I understand that this is mainly BGK, which Ms. Nowakowska mentioned, meaning this national fund that was launched some time ago. As I understand it, there are no

Pytania z sali:

- To, co Państwo mówiliście, to sztuka finansowania. Wspomnieliście również, że stara zasada „kupić tanio, sprzedać drogo”, to są te dwa składniki owej sztuki, ale one są charakterystyczne nie tylko dla *private equity*, ale w zasadzie dla każdej transakcji. Natomiast wydaje mi się, że to co jest bardzo charakterystyczne dla *private equity* to zarządzanie spółką, którą się kupiło. To zarządzanie zależy od tego, jacy ludzie tą spółką kierują i tu istnieją dwa modele. Jeden model, to znaleźć taką spółkę, która ma potencjalnie najlepszych ludzi, którzy będą świetnie nią zarządzali po wykupie przez fundusz PE i wyprowadzą ją na ścieżkę szybkiego rozwoju. Drugi model to zmienić dotąd zarządzających na nowych. Chciałem w związku z tym zapytać, jak to wygląda w polskich warunkach. Bardzo wiele funduszy tego typu w Kalifornii, czy Encore Capital po prostu, specjalizuje się w zmianie. To są firmy w zasadzie headhuntingowe, które kupują dobrze rokujące spółki i zmieniają zarządy. Jak to jest w Polsce? Czy większość transakcji, które się odbyły w ciągu minionych 20 lat to było inwestowanie w spółkę z dobrymi ludźmi i potem się okazało, że oni rzeczywiście są dobrzy i nie trzeba ich było zmieniać, czy też w większości przypadków nastąpiła wymiana zarządów?
- Pani Prezes Nowakowska nie zdążyła z braku czasu omówić barier rozwoju rynku funduszy PE w Polsce, więc ja pozwolę sobie zadać kilka pytań z tego obszaru. Pierwsze moje pytanie dotyczy doświadczenia, jakie jest w Polsce z kilkunastu już lat działania tych funduszy. Czy generalnie Państwo oceniacie, że głównym problemem w Polsce jest brak dobrych projektów, że tak powiem z dobrym zarządem, czy brak dostępu do środków zewnętrznych, do tych 300 miliardów, o których tutaj była mowa — co prawda w kontekście finansowania dłużnego, ale rozumiem, że chodzi też o same fundusze. Czy to jest ta pierwsza bariera? Po drugie mam pytanie dotyczące roli banków, bo z jednego z przedstawionych przez Państwa wykresów wynikało, że bezpośredni udział kapitałowy banków w Polsce to jest bodajże 3%. Rozumiem, że jest to chyba głównie BGK, o którym Pani Prezes mówiła, czyli ten krajowy fundusz, który został tam jakiś czas temu uruchomiony. Jak rozumiem, nie

regulatory barriers to keep a bank from designating a pool of funds from its own resources that would have the nature of a fund or a co-fund. A problem immediately arises if — as Mr. Surowski said — the bank also finances this unit in the form of debt. If there are no such barriers, and I don't see any, then why aren't Polish banks significantly active in separating out such funds and becoming active investors in private equity? We saw that in the external structure, banks play a major role more often internationally than in Poland. I understand that this attractive rate of return that you discussed is definitely higher than the return from the direct entry of capital in the form of a fund, but I would also like to hear your opinion on this subject. My third question is more current, and it is actually to the leadership of PSIK: have you analyzed the potential effects of the various concepts of levies on assets or transactions announced by the, let's call them the pretenders to the throne? Because in one way or another they'll definitely make their way onto the market, either through the banks or directly through the funds.

- I would like to ask the gentlemen from the banks to explain how it is that as a result of this leveraged acquisition, in the end the target company is burdened by the debt, and not for example the vehicle that bought it, that was set up for this purpose, but instead it's the company that somehow goes into debt to acquire itself. This may be a very basic question, but it's a good opportunity to get an answer to it.
- Have there been any spectacular blow-ups in the operations of private equity funds in Poland? Because the activity is very profitable, but simultaneously very difficult and accompanied by significant risk, and hence my question — have there been such cases? My second question relates to one of the earlier questions, though it applies not to the regulatory side, but rather to the supply of companies that are worth pulling up and that are innovative. Do you see any limitations on this end? Because we can assume that if there were a very large supply of such companies in which it's worth investing because they have very good prospects, then the money would be found, right? It seems that global funds always get interested when something exceptionally attractive appears.

ma przeszkód regulacyjnych, żeby bank ze swoich środków wydzielił odpowiednią pulę, która by miała charakter funduszu albo wół-funduszu. Problem natomiast powstaje, jeśli — tak jak mówił Pan Dyrektor Surowski — bank także dofinansowuje w postaci długu tę swoją jednostkę. Jeśli nie ma tych przeszkód, a według mnie nie ma, to dlaczego polskie banki nie są istotnie aktywne, jeśli chodzi o wydzielanie funduszy i bycia jakby inwestorem w funduszach. Widzieliśmy, że w strukturze zewnętrznej banki uczestniczą znacznie częściej na świecie niż w Polsce. Rozumiem, że ta atrakcyjna stopa zwrotu, o której Państwo mówiliście, na pewno jest wyższa niż zwrot z bezpośredniego wejścia kapitałowego w postaci funduszu, ale chciałbym również znać Państwa opinię na ten temat. Moje trzecie pytanie jest bardziej aktualne, to już pytanie właśnie do kierownictwa PSIK-a; czy robicie Państwo jakieś analizy, jakie mogą być skutki zapowiadanych przez, że tak się wyrażę, pretendentów do władzy, tych różnych koncepcji obciążeń aktywów czy transakcji, ponieważ w jakiś sposób one dotrą na pewno na ten rynek, czy poprzez banki, czy bezpośrednio przez fundusze?

- Chciałbym prosić panów z banków o wytłumaczenie jak to się dzieje, że w wyniku tego przejęcia lewarowanego to spółka jest ostatecznie obciążona długiem, a nie na przykład podmiot, który ją przyjmuje, który został stworzony w tym celu, tylko to właśnie spółka, która w zasadzie sama się zadłuża, żeby siebie przejąć. To jest może takie szkolne pytanie, ale mamy dobrą okazję, aby uzyskać na nie odpowiedź.
- Czy były jakieś spektakularne wpadki, jeżeli chodzi o działalność funduszy *private equity* w Polsce, bo działalność jest bardzo opłacalna, ale jednocześnie bardzo trudna i obciążona dużym ryzykiem, i stąd moje pytanie — czy były takie historie? Drugie pytanie nawiązuje do jednego z poprzednich pytań, tylko dotyczy nie strony regulacyjnej, tylko takiej jakby podaży tych przedsiębiorstw, które warto ciągnąć do góry i które są innowacyjne. Czy Państwo dostrzegacie jakieś ograniczenia po tej stronie, bo można założyć, że jeżeli byłaby bardzo duża podaż tych spółek, w które warto zainwestować, bo bardzo dobrze rokują, to ja rozumiem, że pieniądze by się znalazły tak? Wydaje się, że fundusze globalne zawsze się zainteresują, gdy pojawi się coś wyjątkowo atrakcyjnego. Problemem jest

The problem must be the scale of the companies that can be bought in Poland. I presume that there are no very large companies here that are interesting for these big funds?

Speakers' answers:

Michał Popiołek: On the question of capital investment by banks, in fact mBank at one time — when it was still BRE Bank — was a large capital investor. This changed, and I know this very well, because setting aside of course the expectations of shareholders, who when they invested in a bank, thought they were investing in a bank and simply wanted to have this level of risk, and not that of a fund. Because among other things there also exists a regulatory question, specifically the Basel Accords, which mean that allocating capital to a certain class of assets (capital investments) on the balance sheet makes this business impossible in reality, for reasons of efficiency. Even if I wanted to invest in a PE fund as a bank today — setting aside, of course, questions of decision-making power — it's practically impossible, because I won't achieve a return on invested capital that would make it sensible. In a bank, each type of asset is assigned a certain regulatory capital, which determines its profitability. Secured loans have much less capital assigned than capital investments, which simply means that such investments are practically impossible today. The regulator wanted to create a situation in which there exists a certain transparency in terms of asset classes. In other words, the funds invest in capital, the banks lend money, and so on, and we don't mix the two. Of course, there are banks around the world that invest in funds of funds, meaning indirectly in PE funds, but in my opinion this will be an operation that will be discarded precisely for regulatory reasons, to not mix things up and to have a clear situation that if a given entity is an investor in a bank, it doesn't by chance receive very risky assets.

Piotr Nocoń: Maybe I'll respond to the first question, the one on people, management boards. We don't keep track of such statistics, so the knowledge I'll share with you comes more from experience than statistics. I completely agree with you that people are the key success factor, both those on our side and those on the company's side. I've been working in this industry for 15 years now, and I've seen my share of transactions along the way; my experience is that in Poland we actually have

na pewno skala tych przedsiębiorstw, które można w Polsce przejmować. Domyślam się, że nie ma tu bardzo dużych przedsiębiorstw, które są warte zainteresowania tych wielkich funduszy?

Odpowiedzi prelegentów:

Michał Popiołek: Jeżeli chodzi o kwestię inwestowania kapitałowego przez banki, to akurat mBank kiedyś — jako jeszcze BRE Bank — był dużym investorem kapitałowym. To się zmieniło, w związku z tym dobrze wiem, dlaczego, abstrahując oczywiście od oczekiwań akcjonariuszy, którzy inwestując w bank zakładają, że inwestują w bank i chcą mieć taką skalę ryzyka po prostu, a nie taką jak dla funduszu. Istnieje bowiem między innymi kwestia regulacyjna; mianowicie regulacje Bazylei, które powodują, że przydzielenie kapitału do pewnej klasy aktywów (inwestycji kapitałowych), które mamy na bilansie, właściwie, mówiąc kolokwialnie, uniemożliwia taki biznes z powodów efektywnościowych. Nawet gdybym chciał dzisiaj w banku zainwestować w fundusz PE — abstrahując oczywiście od możliwości decyzyjnych — to jest to praktycznie niemożliwe, bo nie osiągnę takiego zwrotu na kapitale zaangażowanym, żeby to miało sens. W banku do każdego typu aktywów przydzielany jest pewien kapitał regulacyjny co decyduje o jego rentowności. Do zabezpieczonych kredytów jest przydzielone znacznie mniej kapitału niż do inwestycji kapitałowych co po powoduje, że takie inwestycje są praktycznie dzisiaj niemożliwe. Regulator chciał doprowadzić do takiej sytuacji, że istnieje pewna przejrzystość, co do klasy aktywów. Inaczej mówiąc, fundusze inwestują w kapitał, banki pożyczają pieniądze, i tak dalej, i tego nie mieszamy. Oczywiście, są na świecie banki, które inwestują w fund of funds, czyli jakby pośrednio w fundusze, ale moim zdaniem to będzie działalność, która będzie wygaszana właśnie ze względów regulacyjnych po to, żeby tego nie mieszać i mieć jasną sytuację, że jeśli dany podmiot jest investorem w banku, to nie otrzymuje przy okazji bardziej ryzykownych aktywów.

Piotr Nocoń: Ja może odniosę się do pierwszego pytania, dotyczącego kwestii ludzi, zarządów. My takich statystyk nie prowadzimy, więc wiedza, którą podzielę się z Państwem, wynika bardziej z doświadczenia, niż ze statystyki. W pełni się z Panem zgadzam, że ludzie są kluczowym czynnikiem sukcesu, zarówno ci po naszej stronie, jak i po stronie przedsiębiorstw. Pracuję w tej branży już 15 lat i trochę tych transakcji po drodze widziałem; moje doświadczenie jest takie, że w Polsce

a variety of such cases. I think that in half of them the presence in the company of a highly competent management board meant that in general there was interest in the company. In the other half the approach was that the board maybe isn't ideal, maybe it needs to be strengthened, or maybe completely replaced — as the gentleman who asked the question said. Still, this is a risk that I see at the beginning, and that I'd like to address from the beginning. A company may be interesting because the industry is good, it has good prospects. But in terms of the trend itself, I believe that more and more often we face situations in which the transactions made by private equity are transactions made together with people who are to manage these companies, who are sitting in these companies and taking part in a management buy-out. They're already managing this company, the owner changes but they remain, they become a minority shareholder along with the fund, and they exit together. Alternatively, they've already gone down this path with a fund — there is an increasing number of examples of how over the last 10 years they've gone through this cycle several times with some fund — and they invest together with the fund in a purchase by external managers, known as a management buy-in. What we don't have in Poland, or at least I haven't heard of it, but I think that someday it will arrive here, is a third model, in which the former managers become investors in a fund. I believe that in developed markets, a few percent of any fund is owned by people who have achieved success with a certain management group in the past and can now afford to become investors in such a fund — it seems to me that this time will also come in Poland.

In the third case, of course it also happens that the management board has to be changed, but I certainly wouldn't look at this in terms of whether it happens more or less often than on other markets. It's natural, because companies change, market circumstances change. Sometimes companies grow a lot more. For example: one of the best investments in my life was made together with a manager who was the founder of the company, meaning that before the transaction he was practically the sole owner, but the moment came where the company was growing so rapidly that he knew he couldn't handle it on his own anymore. So he remained the manager, but he required support — this kind of situation always happens.

Barbara Nowakowska: Today there's an interesting

akurat mamy różnorodność takich przypadków. Myślę, że w połowie przypadków jest tak, że fakt, iż w środku firmy był zarząd, który miał bardzo wysokie kompetencje, spowodował, że w ogóle pojawiło się zainteresowanie daną firmą. W drugiej połowie podejście było takie, że zarząd może nie jest idealny, może trzeba go wzmocnić, może w całości wymienić — tak, jak Pan zadający pytanie mówił. Jest to jednak ryzyko, które na początku widzę i od początku chcę zaadresować. Firma może być interesująca, bo sektor jest fajny, bo ma dobre perspektywy. Natomiast co do samego trendu, to sądzę, że coraz częściej mamy sytuacje takie, że transakcje dokonywane przez *private equity* są transakcjami dokonanymi wspólnie z ludźmi, którzy mają tę firmę zarządzać, którzy jednocześnie są w tej firmie i biorą udział w wykupie managerskim. Do tej pory zarządzali tą firmą, zmienia się właściciel, ale oni zostają, stają się mniejszościowym udziałowcem, razem z funduszem, i wspólnie wychodzą. Alternatywnie, kiedyś przeszli przez taką ścieżkę z funduszem — co raz więcej jest takich przykładów, że przez ostatnie 10 lat przeszli kilka razy ten cykl z jakimś funduszem — i dokonują wspólnie z funduszem inwestycji przez taki wykup managerski z zewnątrz, czyli tak zwany management buy-in. To, czego w Polsce nie ma, albo przynajmniej ja o tym nie wiem, ale myślę, że przyjdzie kiedyś do Polski, to jest jeszcze trzecia forma współpracy, a mianowicie, że ci byli menagerowie staną się jednymi z inwestorów funduszu. Sądzę, że na rozwiniętych rynkach kilka procent funduszu to są osoby, które z daną grupą zarządzającą odniosły sukces w przeszłości i stać ich na to, żeby zostać inwestorem takiego funduszu — wydaje mi się, że w Polsce też przyjdzie taki czas.

W trzecim przypadku zdarza się też oczywiście, że zarząd trzeba zmienić, ale wcale nie rozpatrywałbym tego w kategorii, że jest tego więcej czy mniej niż na innych rynkach. To jest naturalne, bo firmy się zmieniają, otoczenie rynkowe się zmienia. Czasami jest tak, że firmy rosną dużo bardziej. Na przykład — jedna z najlepszych w moim życiu inwestycji, była przeprowadzona właśnie wspólnie z menagerem, który był założycielem tej firmy, czyli de facto przed transakcją był praktycznie 100% właścicielem, ale doszedł do takiego momentu, że firma się tak gwałtownie rozwinęła, że wiedział, że sam dalej nie da rady. Tak więc on pozostał tym menagerem, ale wymagał wsparcia — tego typu sytuacje zawsze się zdarzają.

Barbara Nowakowska: Dzisiaj jest ciekawy artykuł na ten temat w Forbesie, właśnie komentujący zmiany

article on this in Forbes, commenting on changes in the profile of managers, and I actually think that this applies to all companies. I remember how at the beginning of the 1990s, funds invested only in companies with good managers, because there were no managers on the market. Today this situation has changed completely. On the question of why this market isn't bigger, of course the reasons are both on the supply side and the demand side. Why is there so little investment? Today Piotr Noceń would certainly say it's because negotiation processes are very long. The moment still hasn't arrived when owners face the need to ensure succession before retiring; in Poland it's rather rare for children to take over businesses from their parents. This isn't a widespread model. Very often, the successor is a private equity fund. In valuations, the point of reference is still the very high stock market valuations of 2000–2008, from the time of the speculative bubble, when the valuations that could be achieved on the market were absolutely unjustified. But entrepreneurs still remember this period very well, when it was possible to sell a company with a 20-fold return, so they have very high expectations, which is a certain barrier. In terms of the supply side, the supply of capital: in Poland there is no capital for funds, and there are no fund investors. This problem is significant in the context of the Union of Capital Markets and in the European context. In Poland, pension funds don't invest in private equity; they don't invest in any alternative assets at all.

That's because these are illiquid assets, so even though pension funds have a very good, very predictable profile of payouts and long-term obligations, the regulator expects that all investments made by a pension fund be liquid — contrary to what happens elsewhere in the world. Daily pricing has turned out to be the most important criterion for the regulator, and private equity funds don't offer this. So it turns out that the daily price of an illiquid listed company is a good valuation, but a private equity fund can't meet the criterion of providing a daily price, because this valuation would be somehow generated from the books or by some other method. This is a very serious problem in the mentality, and in fact this is the reason why pension funds can't invest in private equity. Banks can't invest because of Basel II; in the 1990s, banks financed private equity in Poland and around the world, but today they don't, and those times aren't coming back. When it comes to insurance companies, we have one: PZU. Maybe it will invest soon, but on a very small scale. So if we're not able to generate

w profilu managerów i tak naprawdę myślę, że to dotyczy wszystkich firm. Pamiętam, że na początku lat 90. fundusze inwestowały wyłącznie w spółki z dobrymi zarządami, bo nie było rynku managerów. Dzisiaj ta sytuacja się zupełnie zmieniła. Jeśli chodzi o to, dlaczego ten rynek nie jest większy, to oczywiście przyczyny są po stronie zarówno popytowej jak i podażowej. Dlaczego tak mało inwestycji? Tutaj zapewne Piotr Noceń odpowie albo dopowie, bo procesy negocjacyjne są bardzo długie. Ciągłe nie nadszedł jeszcze ten moment, kiedy przed właścicielami stoi konieczność zapewnienia sukcesji przed odejściem na emeryturę, w Polsce dzieci dość rzadko przejmują biznesy po rodzicach. To nie jest powszechny model. Bardzo często sukcesorem stają się fundusze *private equity*. Przy wycenach punktem odniesienia ciągle są bardzo wysokie wyceny giełdowe z lat 2000–2008, z okresu bańki spekulacyjnej, kiedy wyceny, które można było uzyskać na giełdzie, były absolutnie nieuzasadnione, ale przedsiębiorcy bardzo dobrze pamiętają ten okres, kiedy można było sprzedać spółkę z 20-krotnym zyskiem, mają więc bardzo wysokie oczekiwania, co jest swoistą barierą. Jeżeli natomiast chodzi o stronę podażową, o podaż kapitału — w Polsce nie ma kapitału dla funduszy i nie ma inwestorów funduszy. Ten problem jest też istotny w kontekście Unii Rynków Kapitałowych i w kontekście europejskim. W Polsce fundusze emerytalne nie inwestują w *private equity* i nie inwestują w ogóle w żadne aktywa alternatywne.

Dzieje się tak dlatego, że są to aktywa niepłynne; tak więc mimo tego, że fundusze emerytalne mają bardzo dobry, bardzo przewidywalny profil wypłat i długoterminowe zobowiązania, to regulator i nadzorca oczekują, że wszystkie inwestycje, których dokonują fundusze emerytalne, będą płynne. Wbrew temu, co się dzieje na świecie. Brak dziennej wyceny jest jak się okazało najważniejszym dla regulatora kryterium, a fundusze *private equity* nie oferują dziennej wyceny. Otóż okazuje się, że dzienna wycena niepłynnej spółki giełdowej jest dobrą wyceną, natomiast fundusz *private equity* nie może spełniać kryterium oferowania dziennej wyceny, bo ta wycena byłaby jakoś wygenerowana, z ksiąg, albo jakąś inną metodą. To jest bardzo poważny problem mentalny i z tego powodu tak naprawdę fundusze emerytalne nie mogą inwestować w *private equity*. Banki nie mogą natomiast ze względu na Bazyleę; w latach 90. banki finansowały *private equity* w Polsce i na świecie, dzisiaj tego nie robią i tamte czasy już nie wrócą. Jeśli chodzi o firmy ubezpieczeniowe mamy jedną — PZU. Być może zainwestuje ona niebawem, ale na bardzo niewielką

domestic investors on a larger scale, that is funds from domestic investors, it will be hard for us to pull in much more foreign capital.

Piotr Nocoń: And I'd like to add one sentence to what Barbara Nowakowska said, which is that we must be conscious of the big problem facing the Polish economy as a result of this lack of local financing for the private equity industry. If we look at the industry's investments in each year for the past dozen or so years, then as a sector we have been at least in the top three foreign investors in Poland. If that disappears, a certain stream of direct foreign investments will disappear, and this is a rather serious problem facing the Polish economy.

Moving to the supply of companies, I think that we don't have quite enough time to go into a very detailed analysis, because the answer to the question of whether there are too few of these companies, or too many, or the right number, varies greatly depending on the segment of the private equity market that we're discussing. If we're talking about big transactions, then yes there are too few, but demand is huge, because as my fellow speaker already said during our presentation, practically every transaction that needs equity financing at a level above 100 million euros — if it happened in Poland — would have great interest from every single bank, every European fund, if not every global bank. But such transactions have happened in Poland about once a year, maybe once every two years. In the segment where I work, there are a lot of investments in small and medium-sized companies, and while from the point of view of risk management I could invest more in such companies, because we have been investing for five years in 10-year funds, we don't want to do more than two or three transactions a year. We have the luxury of choice, that's how I'd put it. I think that in the case of the venture market, it has changed greatly for the better over the past 10 years. Ten years ago, the average Polish businessperson thought about how to build a company here that would achieve success on the Polish market, and this wasn't attractive for venture funds, because the problem of the potential exit always arose. But the mentality of these entrepreneurs has changed a great deal, and today there's no obstacle for them to build a company that in half a year is to have its headquarters in Silicon Valley, for example. So this has really changed for the better, and I think that even though many venture funds have appeared recently, there is no problem with the supply of projects. However, the problem is to make it work

skale. Więc jeśli na większą skalę nie będziemy w stanie wygenerować krajowych inwestorów, znaczy środków od krajowych inwestorów, trudno nam będzie przyciągać dużo większe kapitały zagraniczne.

Piotr Nocoń: Ja natomiast jeszcze jedno zdanie dopowiem do tego, co Barbara Nowakowska powiedziała, to znaczy, że musimy sobie uświadomić duży problem, jaki stoi przed polską gospodarką w związku z tymi brakami lokalnego finansowania branży *private equity*. Jeżeli zsumujemy inwestycje branży *private equity* w każdym roku przez ostatnie kilkanaście lat, to zawsze pewnie my, jako branża, byliśmy przynajmniej w pierwszej trójce największych inwestorów zagranicznych w Polsce. Jeśli tego nie będzie, no to pewien strumień bezpośrednich inwestycji zagranicznych z kraju zniknie i to jest dość duży problem, przed którym staje gospodarka.

Przechodząc do podaży przedsiębiorstw. Ja myślę, że mamy trochę za mało czasu, żeby wejść w taką bardzo szczegółową analizę, bo odpowiedź na pytanie, czy tych przedsiębiorstw jest za mało, za dużo, czy tyle samo, jest bardzo różna w zależności od segmentu rynku *private equity*, o którym rozmawiamy. Jeśli rozmawiamy o wielkich transakcjach, to rzeczywiście tutaj jest za mało, natomiast popyt jest olbrzymi, bo tak jak już moja przedmówczyni mówiła w czasie naszej prezentacji, praktycznie każda transakcja, która potrzebuje sfinansowania na poziomie equity powyżej 100 milionów euro — gdyby się w Polsce wydarzyła — cieszyłaby się zainteresowaniem właściwe każdego banku, każdego europejskiego funduszu, jeśli w ogóle nie każdego banku globalnego. Ale takie transakcje zdarzały się w Polsce mniej więcej raz na rok, może raz na dwa lata. W segmencie, w którym ja działam, inwestycji w małe i średnie przedsiębiorstwa jest dużo, ja mógłbym natomiast, z punktu zarządzania ryzykiem, inwestować więcej w takie firmy, ale ponieważ inwestujemy przez pięć lat w funduszach 10-letnich to nie chcemy robić więcej niż dwie-trzy transakcje rocznie. Mamy komfort wyboru, tak bym to nazwał. Myślę, że w przypadku rynku venture to się bardzo zmieniło przez ostatnie dziesięć lat na plus. Dziesięć lat temu taki przeciętny przedsiębiorca polski myślał o tym jak tutaj zbudować firmę, która odniesie sukces na polskim rynku i to nie było atrakcyjne dla funduszy venture, bo zawsze się pojawiał problem z potencjalnym wyjściem, natomiast mentalność tych przedsiębiorców się bardzo zmieniła i dzisiaj nie jest dla nich barierą budowanie firmy, która za pół roku ma mieć główną swoją centralę na przykład w Dolinie Krzemowej. Tak więc to się bardzo

cyclically, meaning that for successive stages of development of the company there appear investors appropriate to the size of the company at a given moment, and I think that if here there were more private equity financing on the macro scale, this would be much simpler.

Barbara Nowakowska: In terms of the statistic that each fund can do two or three transactions a year — because it's assumed that the average fund does 10-15 transactions during its investment period — if the number of funds on the market declines, because certain management groups can't raise further funds, then naturally there will be fewer such transactions.

Michał Surowski: I'd like to respond to the third question — it's not at all a simple question, but a very important one. The target company doesn't have to go into debt, or to put it differently, it doesn't have to be the entity, or the object, that is the collateral for debt financing. In the most theoretical scenario, which we showed, the fund can itself lay out the entire amount to finance the buyout. And now I'll address what Barbara Nowakowska said. The fund gathers these resources from other investors, so after a certain time it has to return them. It doesn't have to put the acquired company into debt, but it wants to generate the highest possible rate of return, so it decides that it can mix means of financing; it may use part of its cash, and get the rest from banks, or an issue on debt capital markets. In putting the target company into debt, the fund management company should understand that the risk materializes when for various reasons there is not enough cash to pay and service the debt. Then the borrower (the target company) fails, and everyone loses, including the fund management company. But in using this leverage, especially among management companies in Poland, I think the funds place very great stress on not slipping up at all, on managing this leverage risk appropriately. In the end, everyone benefits: the company, its workers and the new owners — in this case those who entrusted their funds to the fund-management company — and the banks. But I'll try to respond to this question from yet another point of view. The bank is also lending other people's money. It has to assess the counterparty risk. If an investment vehicle has appeared — any vehicle that doesn't generate cash and has no assets — the bank will refuse to grant a loan, because the basic criteria for lending haven't been met, there is no source of repayment, so in the course of the transaction we looked at, the only counterparty that's interesting for the banks, for which

zmieniło na plus i myślę, że mimo tego, że tych funduszy venture ostatnio się pojawiło dużo, nie ma problemu z podażą projektów. Natomiast problem jest z tym, żeby to działo w cyklu, czyli żeby na kolejnych etapach rozwoju firm pojawiali się inwestorzy odpowiedni dla wielkości firmy w danym momencie i myślę, że gdyby tutaj właśnie tego finansowania *private equity* w skali makro było więcej, to byłoby dużo prościej.

Barbara Nowakowska: Co do statystyki, że każdy fundusz może zrobić 2-3 transakcje rocznie — bo zakłada się, że przeciętnie fundusz robi 10-15 transakcji w swoim okresie inwestycyjnym — to, jeśli zmniejsza się ilość funduszy na rynku, ponieważ niektóre grupy zarządzające nie mogą zebrać kolejnego funduszu, tych transakcji naturalnie będzie mniej.

Michał Surowski: Chciałbym odpowiedzieć na trzecie pytanie — nie jest to wcale szkolne, ale bardzo ważne pytanie. Spółka cel (spółka przejmowana) nie musi zadłużać się, albo inaczej — nie musi być przedmiotem, czy też obiektem, który jest zabezpieczeniem finansowania dłużnego. W najbardziej teoretycznym scenariuszu, który pokazaliśmy, fundusz może sam wyłożyć całą kwotę na sfinansowanie wykupu. I teraz nawiążę do tego, co Barbara Nowakowska mówiła. Fundusz zbiera też środki od innych inwestorów, więc musi je po pewnym czasie zwrócić. Nie musi zadłużać spółki przejętej, natomiast chce wygenerować jak najwyższą stopę zwrotu; uznaje więc, że może zmiksować środki finansowania, może użyć część swojej gotówki, a część pozyskać w bankach lub wyemitować na rynkach kapitałowych dług. Zadłużając spółkę-cel firma zarządzająca funduszem powinna rozumieć, że ryzyko materializuje się wtedy, kiedy z różnych przyczyn gotówka nie wystarcza na spłatę i obsługę zadłużenia. Wówczas kredytobiorca (czyli spółka-cel) pada i wszyscy na tym tracą. Łącznie z firmą zarządzającą funduszem *private equity*. Natomiast używając tejże dźwigni, zwłaszcza wśród firm zarządzających w Polsce, myślę, że fundusze przykładają bardzo dużą wagę do tego, żeby w żaden sposób nie potknąć się, żeby tym ryzykiem dźwigni odpowiednio zarządzać. Koniec końców wszyscy więc zyskują: i spółka, i jej pracownicy i nowi właściciele — w tym przypadku ci, którzy powierzyli firmie zarządzającej środki do zarządzania — i banki. Spróbuję jednak odpowiedzieć na to pytanie jeszcze z innego punktu widzenia. Bank pożycza środki również swoje. Musi ocenić ryzyko kontrahenta. Jeżeli pojawił się wehikuł inwestycyjny — jakkolwiek, który nie generuje gotówki i nie ma aktywów — bank odmówi

it's worth taking on the risk of lending funds, is a company generating cash and owning assets — the target company.

Of course, to buy the company you have to have cash, so if the fund doesn't borrow it from the bank, the question arises of where it gets the cash from; if the fund first buys the company, and only afterwards the company takes on debt, that means that the fund had to organize the resources earlier to purchase the target company. Unfortunately, during the presentation we didn't have time to discuss in detail the sequence of acquiring this financing in buyout transactions. The sequence is like this: the fund lays out a certain amount of cash, which it designates for the purchase of the target company. Let's assume that this is 50% of the value of the purchase. This cash is then transferred to the investment vehicle, the special-purpose company, and forms its capital; let's assume that this is a limited-liability company, so this cash contribution constitutes 100% of the capital of the LLC founded solely to take control of the target company. Next, the LLC gets a loan from the bank, in this way acquiring the remaining 50% of the financing, to have the entire amount needed to pay the acquisition price and the additional related costs. The gentleman who asked the question pointed out something very important: this is precisely how acquisition finance differs from corporate finance, because here one borrows against future, not existing, cashflows; you borrow against a pledge to combine this vehicle with the target company in order for the banks to have the comfort of lending to a counterparty that is creditworthy. That is, first they lend to a company that's de facto an empty shell, which later must be connected with the target company. This is an additional risk accepted by the banks.

udzielenia kredytu, ponieważ nie ma spełnionych podstawowych kryteriów udzielania kredytów, nie ma źródła spłaty, więc w tym ciągu transakcyjnym, który widzieliśmy, jedynym kontrahentem, który jest interesujący dla banków, jest warty podjęcia ryzyka pożyczania środków w formie kredytu, jest spółka generująca gotówkę i posiadająca aktywa (czyli spółka-cel).

Na wykup spółki oczywiście trzeba mieć gotówkę, więc jeżeli fundusz nie pożycza gotówki z banku, to pojawia się pytanie skąd on ją ma; jeżeli najpierw fundusz kupuje spółkę, a dopiero potem ta spółka się zadłuża, to znaczy, że fundusz musiał zorganizować odpowiednio wcześniej środki za zakup spółki-celu. Niestety nie mieliśmy w trakcie prezentacji czasu, że omówić szczegółowo sekwencję pozyskiwania finansowania w transakcjach wykupów spółek. Kolejność jest następująca: fundusz wydziela pewną gotówkę, którą przeznacza na zakup spółki celu. Założmy, że jest to 50% wartości wykupu. Ta gotówka transferowana jest następnie do wehikulu inwestycyjnego, spółki specjalnego przeznaczenia i buduje jej kapitał; założmy, że jest to spółka z o.o., więc ten wkład gotówkowy stanowi 100% kapitału spółki z o.o. założonej tylko po, żeby przejąć kontrolę nad spółką-celem. Następnie spółka z o.o. pozyskuje kredyt od banku pozyskując w ten sposób brakujące 50% finansowania po to, żeby mieć całość kwoty potrzebnej do zapłacenia ceny przejęcia i kosztów dodatkowych z tym związanych. Pan, który zadał pytanie, zwrócił uwagę na bardzo ważną kwestię — mianowicie tym się różni właśnie finansowanie przejęć od finansowania korporacyjnego, bowiem tutaj pożyczają się pod przyszłe, a nie tylko istniejące przyływy finansowe, pożyczają się pod obietnicę połączenia tego wehikulu ze spółką celem po to, aby banki mogły mieć komfort pożyczania kontrahentowi, który jest wiarygodny kredytowo. Czyli pożyczają najpierw spółce de facto pustej, która następnie musi być połączona ze spółką celem. To jest dodatkowe ryzyko akceptowane przez banki.

The list of previous PBR–CASE / BRE Bank–CASE and mBank–CASE Seminar Proceedings

Lista Zeszytów PBR–CASE / BRE Bank–CASE i mBank–CASE

Previous editions are available at <http://www.case-research.eu/en/publications/list?series=48>

Poprzednie edycje dostępne pod adresem <http://www.case-research.eu/pl/publications/list?series=48>

1. Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989–1992
2. Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
3. Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
4. Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
5. Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
6. Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
7. Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
8. Gospodarka Polski w latach 1990–92. Pomiary a rzeczywistość
9. Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
10. Wycena ryzyka finansowego
11. Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
12. Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
13. Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce — stan obecny i perspektywy
14. Etyka biznesu
15. Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
16. Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
17. Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
18. Dług publiczny
19. Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
20. Obrót wierzytelnościami
21. Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
22. Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
23. Sanacja banków
24. Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
25. Finansowanie projektów ekologicznych

26. Instrumenty dłużne na polskim rynku
27. Obligacje gmin
28. Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów. Wydanie specjalne: Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29. Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
30. Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
31. Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32. Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
33. (nie ukazała się / was not published)
34. Rynek inwestycji energooszczędnych
35. Globalizacja rynków finansowych
36. Kryzysy na rynkach finansowych — skutki dla gospodarki polskiej
37. Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
38. Docelowy model bankowości spółdzielczej
39. Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
40. Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
41. Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
42. Fundusze inwestycyjne na polskim rynku — znaczenie i tendencje rozwoju
43. Strategia walki z korupcją — teoria i praktyka
44. Kiedy koniec złotego?
45. Fuzje i przejęcia bankowe
46. Budżet 2000
47. Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
48. Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
49. Pierwszy rok sfery euro — doświadczenia i perspektywy
50. Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
51. Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
52. Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce — doświadczenia 11 lat
53. Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
54. Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55. Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56. Czy warto liczyć inflację bazową?
57. Nowy system emerytalny w Polsce — wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych

58. Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
59. Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59. (a) Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60. (nie ukazała się / was not published)
61. Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących — znaczenie prywatyzacji
62. Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
63. Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
64. Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65. Stan finansów publicznych w Polsce — konieczność reformy
66. Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
67. Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
68. Konkurencyjność reform podatkowych — Polska na tle innych krajów
69. Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70. Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71. Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72. Reforma procesu stanowienia prawa
73. Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74. Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75. Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76. Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77. Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78. Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79. Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80. Integracja europejskiego rynku finansowego — Zmiana roli banków krajowych
81. Absorpcja funduszy strukturalnych
82. Sekurytyzacja aktywów bankowych
83. Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84. Obligacje komunalne w Polsce
85. Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86. Ryzyko inwestycyjne Polski
87. Elastyczność i sprawność rynku pracy
88. Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej – Szansa czy konkurencja dla Polski?
89. Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)

90. SEPA — bankowa rewolucja
91. Energetyka — polityka — ekonomia
92. Ryzyko rynku nieruchomości
93. Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94. Reforma finansów publicznych w Polsce
95. Inflacja — czy mamy nowy problem?
96. Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
97. Stan finansów ochrony zdrowia
98. NUK — Nowa Umowa Kapitałowa
99. Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
100. Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego
101. Działalność antykryzysowa banków centralnych
102. Jak z powodzeniem wejść do strefy euro
103. Integracja rynku finansowego po pięciu latach członkostwa Polski w Unii Europejskiej
104. Nowe wyzwania w zarządzaniu bankami w czasie kryzysu
105. Credit crunch w Polsce?
106. System emerytalny. Finanse publiczne. Długookresowe cele społeczne
107. Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)
108. Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)
109. Kryzys finansowy — Zmiany w regulacji i nadzorze nad bankami
110. Kryzys fiskalny w Europie — Strategie wyjścia
111. Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym — Strategie wyjścia
112. Gospodarka niskoemisyjna — czy potrzebny jest Plan Marshalla?
113. Reformy emerytalne w Polsce i na świecie widziane z Paryża
114. Dostosowanie fiskalne w Polsce w świetle konstytucyjnych i ustawowych progów ostrożnościowych
115. Strefa euro — kryzys i drogi wyjścia
116. Zróżnicowanie polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie
117. Perspektywy polskiej gospodarki w latach 2012–2013
118. Problemy fiskalne w czasach malejącego popytu i obaw o wysokość długu publicznego
119. Kondycja banków w Europie i Polsce. Czy problemy finansowe inwestorów strategicznych wpłyną na zaostrzenie polityki kredytowej w spółkach–córkach w Polsce
120. Zmiany regulacji a rozwój sektora bankowego
121. Scenariusze energetyczne dla Polski

122. Dlaczego nie wolno dopuścić do rozpadu strefy euro
123. Unia bankowa — skutki dla UE, strefy euro i dla Polski
124. Procedura restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banku— doświadczenia światowe, rozwiązania dla UE i dla Polski
125. Ład korporacyjny w bankach po kryzysie
126. Sektor bankowy w Europie. Co zmienił kryzys?
127. Austerity Revisited, czyli ponownie o zacieśnieniu fiskalnym
128. Polityczne korzenie kryzysów bankowych i ograniczonej akcji kredytowej
129. Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej
130. Kryzysy finansowe w ujęciu historycznym i co z nich dla nas wynika / Lessons learned for monetary policy from the recent crisis
131. Skutki niekonwencjonalnej polityki pieniężnej: czego banki centralne nie uwzględniają w swoich modelach? / The effects of unconventional monetary policy: what do central banks not include in their models?
132. Czy w Europie jest za dużo banków? / Is Europe Overbanked?
133. Polska transformacja ustrojowa w perspektywie porównawczej / The Polish Transition in a Comparative Perspective
134. Jak kształtowała się konkurencja w sektorze bankowym w Polsce i w Europie przed kryzysem i w okresie kryzysu / Competition in the Polish and European Banking Sectors Prior to and During the Crisis
135. Ćwierć wieku ukraińskich reform: za mało, za późno i zbyt wolno / A quarter century of economic reforms in Ukraine: too late, too slow, too little
136. Korporacyjny rynek papierów dłużnych w Polsce: aktualny stan, problemy, perspektywy rozwoju / Corporate debt securities market in Poland: state of art, problems, and prospects for development
137. Unia bankowa — gdzie jesteśmy? / The Banking Union: State of Art
138. Bezpośrednie i pośrednie obciążenia polskich banków AD 2015. Próba inwentaryzacji i pomiaru niektórych z nich / An assessment of direct and indirect liabilities of Polish banks AD 2015
139. Quo vadis, Ukraine? Is there a chance for success? / Quo vadis, Ukraino? Czy istnieje szansa na sukces?
140. The condition of and prospects for the private equity funds market in Poland / Stan i perspektywy rozwoju rynku funduszy private equity w Polsce