

PIOTR ZASĘPA

*Zmieniające się trendy na rynkach IPO
oraz fuzji i przejęć w okresie kryzysu finansowego*

Characteristics of changing trends in IPO and M&A transactions during financial crisis

Silne załamanie rynków finansowych obserwowane od 2008 roku oraz widoczne spowolnienie koniunktury gospodarczej wielu krajów, spowodowały problemy związane z pierwotnymi ofertami publicznymi oraz transakcjami fuzji i przejęć. Pierwsze miesiące kryzysu rynków finansowych odbiły się w sposób znaczący na wycenach spółek notowanych na giełdach, co spowodowało praktycznie brak pierwotnych ofert publicznych na głównych rynkach giełdowych świata. Oznaki poprawy tej sytuacji można było zaobserwować dopiero pod koniec IV kwartału 2009 r. Bardzo dobrym barometrem sytuacji na rynku pierwszej oferty publicznej (ang. *IPO – Initial Public Offering*) oraz fuzji i przejęć (ang. *M&A – Mergers and Acquisition*) jest możliwość sprzedaży swoich udziałów przez firmy z sektora *venture capital* oraz *private equity*. Równoległe z pogarszającą się koniunkturą i możliwościami przeprowadzenia *IPO*, firmy *venture capital* ograniczyły swoje wyjścia z inwestycji do niezbędnego minimum. Wiązało się to z niską płynnością na rynkach giełdowych w latach 2008-2009 oraz niedostatecznym rozwojem spółek znajdujących się w portfelach funduszy. Dekoniunktura na rynku *IPO* oraz fuzji i przejęć w USA oraz Europie w latach 2008-2010 odzwierciedla ogólny spadek zaufania do rynków kapitałowych, które nadal utrzymuje się na niskim poziomie. Istnieją również obawy związane z zadłużeniem sektora publicznego oraz niestabilną sytuacją polityczną w niektórych krajach, wywołanych kryzysem np. na Węgrzech. Stąd bardzo trudno jest prognozować, kiedy nastąpi trwały powrót koniunktury na światowym rynku *IPO* oraz rynku fuzji i przejęć. Prognozy wskazujące na poprawę sytuacji w 2010 r. spełnią się tylko wtedy, jeśli na rynek powróci zaufanie i zmniejszy się niepewność, co do dalszych

losów światowej gospodarki. Celem niniejszego artykułu jest analiza sytuacji na rynku pierwotnych ofert publicznych oraz próba wskazania dalszych możliwości rozwoju dla tych transakcji na głównych rynkach finansowych.

1. PIERWSZA OFERTA PUBLICZNA ORAZ *M&A* JAKO SPOSÓB POZYSKANIA KAPITAŁU PRZEZ SPÓŁKI

IPO and M&A transactions as the source of capital

IPO to pierwsza oferta publiczna sprzedaży akcji spółki, które do tej pory były w posiadaniu jedynie jednego lub kilku właścicieli, na rynku pierwotnym. Adresatami takiej oferty mogą być dotychczasowi akcjonariusze lub grupy inwestorów potencjalnie zainteresowanych nabyciem walorów danej spółki. Codzienne życie gospodarcze może wskazać na to, iż *IPO* to debiut akcji danej spółki w obrocie publicznym pierwotnym, czyli na giełdzie papierów wartościowych¹. W dalszym okresie funkcjonowania przedsiębiorstwa dodatkowe oferty pierwotne będą określane mianem *SPO* (*Secoundary Public Offering*) rozumiane, jako wprowadzenie akcji spółki, które do tej pory były w posiadaniu spółki do obrotu giełdowego, ale skierowane do nowych akcjonariuszy.

Głównym celem transakcji fuzji i przejęć jest przyspieszenie rozwoju w oparciu o wewnętrzne źródła przychodów ze sprzedaży, bazy nowych klientów czy innowacyjności w ofercie produktowej czy sposobie zarządzania oferowanych przez przejmowaną spółkę. Przesłankami do realizacji fuzji i przejęć może być chęć do wzrostu konkurencyjności na nowych rynkach, chęć obniżenia kosztów własnych poprzez pozbycie się mało efektywnych kosztowo struktur na rzecz lepszych struktur przejmowanej spółki, chęć do zwiększenia wartości firmy w oczach inwestorów (wzrost przychodów, rozwój bazy klientów, nabycie wysoce wartościowej marki), zwiększenie potencjału innowacyjnego poprzez przejęcia młodej firmy z innowacyjnym produktem lub usługą, zmniejszenie kosztu kapitału, korzyści podatkowe lub przejęcie spółki konkurencyjnej. Fuzje i przejęcia są bardzo dyskusyjnym sposobem rozwoju przedsiębiorstwa, co może wynikać z historycznych uwarunkowań związanych np. z internetową bańką na rynku w roku 2000. Każda firma mająca cokolwiek wspólnego z usługami związanymi z szeroko pojętym internetem była w kręgu zainteresowania inwestorów. Jak pokazała rzeczywistość, znakomita większość tych spółek nie była w stanie generować zakładanych przychodów, przez co transakcje okazały się kompletnymi porażkami. Do tej pory wartości dodane z tytułu synergii w przypadku dużych spółek często nie są osiągane po przeprowadzeniu transakcji przejęcia. Wszystko zależy od przyjętych celów fuzji lub przejęcia oraz umiejętności realizacji przez nabywcę tych celów w praktyce.

¹ Red. A. Szablewski, *Migracja kapitału*, Diffin, Warszawa 2009, s. 268.

2. TRENDY W TRANSAKCJACH IPO W PIERWSZEJ DEKADZIE XXI WIEKU

Trends in IPO in the first decade of XXI century

Inwestorzy dokonujący inwestycji w przedsiębiorstwa udziałowe obserwują trendy w globalnej gospodarce, które mają ogromny wpływ na dokonywanie transakcji *IPO* oraz fuzji i przejęć. W obecnej sytuacji przy ogromnej swobodzie przepływu kapitałów pomiędzy rynkami niezwykle istotne jest zaobserwowanie trendów, jakie wpływają na przeprowadzanie debiutów giełdowych. Liczne debiuty czy poziomy transakcji *M&A* służą do określenia atrakcyjności poszczególnych rynków kapitałowych oraz ocenie specyficznych regionów czy sektorów gospodarki.

Analiza dokonywanych transakcji *IPO* oraz *M&A* jest niezbędnym narzędziem do podnoszenia przez poszczególne rynki kapitałowe zaufania inwestorów do praw rządzących danym rynkiem. Inwestorzy bacznie obserwują możliwości dokonywania tych transakcji i na tej podstawie prognozują stan przyszłej sytuacji gospodarczej w danym regionie. Wraz z dobrą koniunkturą i wzrostem gospodarczym pojawiają się możliwości przeprowadzenia i realizacji strategii rozwoju dla poszczególnych przedsiębiorstw. Rozwój gospodarczy kreuje również zapotrzebowanie na kapitał. Analiza transakcji *IPO*, szacowanie jego poziomu pomaga w doborze strategii wyjścia z inwestycji przez fundusze *venture capital* czy innych inwestorów. Wskazanie branż, które mogą stanowić o wzroście gospodarczym w przyszłości, jest również niezbędnym działaniem inwestorów. Określenie spółek zainteresowanych debiutem giełdowym, najczęściej tych innowacyjnych, stwarza ogromne możliwości planowania przedsięwzięć inwestycyjnych dających ponadprzeciętne stopy zwrotu.

Trendy, jakie możemy zaobserwować w transakcjach *IPO* są często ściśle powiązane z możliwościami gospodarek narodowych. Światowe rynki kapitałowe możemy obecnie podzielić na dwa główne bieguny, czyli kraje wysoko rozwinięte z ustabilizowaną gospodarką rynkową (USA, Japonia, Wielka Brytania, Niemcy) oraz drugą grupę, tzw. *emerging markets* (Chiny, Indie, Brazylia, Rosja czy Europa Centralna). Pomiędzy tymi regionami dochodzi do dużej konkurencji o kapitał inwestorów chcących przeprowadzać transakcje na rynkach giełdowych za pomocą *IPO*. Transakcje te są mocno skorelowane ze zmianami indeksów giełdowych. Obserwując notowania indeksów giełdowych w ostatnich 10 latach, iż nastąpił gwałtowny wzrost notowań indeksów od roku 2003 do końca roku 2007. Rok 2008 to gwałtowny spadek notowań indeksów w krajach wysoko rozwiniętych. Rok 2009 oraz 2010 przyniósł szybkie odreagowanie w notowaniach indeksów światowych. Przykładem może być jeden z ważniejszych indeksów amerykańskich - Dow Jones, którego poziomy notowań w latach 2003-2008 wzrosły z poziomu około 7500 pkt. do poziomu ponad 14000 pkt. (92% wzrostu), by następnie zanotować w 2009 r. poziom 6495 pkt. (spadek o 55%). Analizując notowania giełdowe należy stwierdzić, iż początek pierwszej dekady XXI w. wskazywał na dużą dysproporcję notowań indeksów krajów rozwiniętych i krajów tzw. *emerging markets*. Następnie problemy wzrostu gospodarczego takich krajów jak Japonia czy Niemcy doprowadziły

do mniej dynamicznego wzrostu indeksów giełdowych w tych krajach. W tym samym okresie kraje rozwijające się modernizowały swoje gospodarki, przyjmując znaczną ilość bezpośrednich inwestycji zagranicznych, wykorzystując sprzyjające warunki ekonomiczne do osiągnięcia wysokiego poziomu wzrostu gospodarczego. Dostrzegli to inwestorzy rynków kapitałowych inwestując w spółki wchodzące na giełdy w Rosji, Indiach, Chinach czy Polsce, oczekując ponadprzeciętnych stóp zwrotu ze swoich inwestycji. Odbiło się to na geograficznej strukturze ilości oraz wartości *IPO* oraz transakcji *M&A* dokonywanych na rynkach rozwiniętych i rynkach wschodzących. Równoległe z narastaniem problemów w wysoko rozwiniętych gospodarkach można zaobserwować zainteresowanie inwestorów alternatywnymi sposobami generowania wysokich stóp zwrotu na bardziej ryzykownych rynkach. Możliwość szybkiej wymiany informacji i elektroniczny handel wspomaga decyzje inwestycyjne w mniej znane dotąd rynki światowe. W latach 2000-2010 kwoty oraz liczba transakcji *IPO* zmieniały się w sposób dynamiczny odzwierciedlając trendy panujące na rynku kapitałowym. Lata 2001-2007 to okres silnego wzrostu zarówno liczby jak i wartości transakcji *IPO* (ponad 300%), które w 2007 r. osiągnęły rekordowe 287 mld USD, a ich liczba wyniosła 1979. Kolejne lata to okres załamania gospodarczego i krachu finansowego w latach 2007-2009. Pierwszy kwartał 2010 r. może sugerować powrót zainteresowania pierwszymi ofertami publicznymi. Było to związane z gwałtownym wzrostem notowań rynku akcji oraz lepszymi danymi makroekonomicznymi pochodzącymi z gospodarek USA oraz krajów Azji.

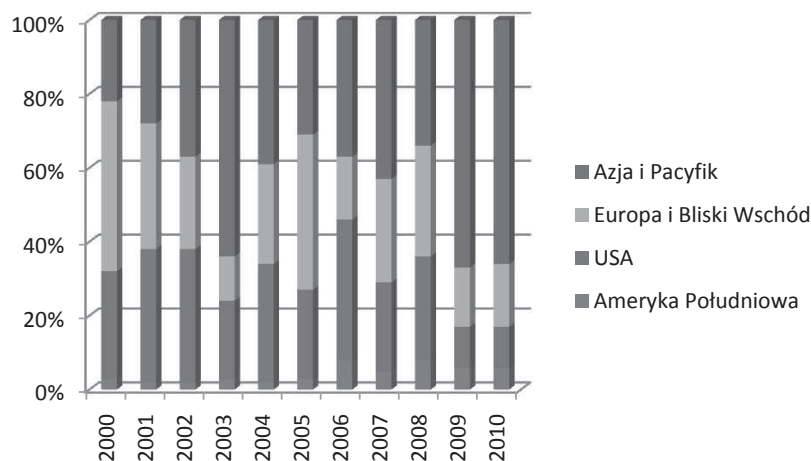
Tab. 1. Wartość oraz *IPO* na świecie w latach 2000-2010 w mld USD
Amount and numbers of *IPO* in 2000-2010 (in USD billions)

Rok	Kwota w mld USD	Liczba <i>IPO</i>
2000	210	1883
2001	94	832
2002	66	839
2003	50	864
2004	124	1516
2005	167	1537
2006	246	1729
2007	287	1979
2008	95	762
2009	112,4	559
2010 q1	53	257

Źródło: Obliczenia własne na podstawie raportów Ernst & Young Global *IPO* Trends 2006-2010.

Analizując dane liczbowe należy wskazać, iż druga połowa ostatniej dekady przyniosła duże zmiany w strukturze geograficznej debiutów giełdowych. Kraje Azji wykorzystały swój dynamiczny okres rozwoju do pozyskania dużych kapitałów i przygotowania ofert, które następnie zostały zrealizowane w trakcie zmniejszającego się optymizmu na rynkach rozwiniętych, takich jak USA czy Europa. Dużą rolę w kształtowaniu tego trendu miały procesy prywatyzacyjne przeprowadzane przez państwa rozwijające się. W roku 2006 wartość ofert publicznych związanych z prywatyzacjami sięgnęła 105 mld USD. Kwoty te dotyczyły 248 prywatyzacji przeprowadzonych w 48 rozwijających się gospodarkach, takich jak: Chiny, Indie, Turcja, Egipt, Polska czy Brazylia.² Oczywiście w późniejszych latach trend wzrostowy ofert prywatyzacyjnych wraz z niskimi notowaniami indeksów giełdowych osłabił się, jednak mimo to w 2008 r. 38 krajów przeprowadziło 196 transakcji na kwotę 38 mld USD. W porównaniu z 2007 r. był to 20 procentowy spadek w ilości transakcji i aż 19 krajów wycofało swoje plany prywatyzacyjne. Transakcje IPO w 2007 r. stanowiły aż 75% wszystkich transakcji prywatyzacyjnych, gdy w 2008 r. już tylko 40%. Kraje, które generują ponad 80% wartości wszystkich transakcji prywatyzacyjnych to Chiny, Rosja oraz Turcja³.

Wyk. 1. Struktura geograficzna wartości IPO w latach 2000- q1 2010
Geographical structure of capital raised in IPO in 2000-2010



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Ernst & Young Global Trends 2006, 2009 oraz 2010.

Najważniejszym trendem, jaki możemy zaobserwować analizując dane z rynku *IPO* na przestrzeni ostatnich 10 lat to migracja kapitału inwestowanego w *IPO* w kierunku

² S. Kikieri, *Privatization trends*, World Bank, styczeń 2008.

³ S. Kikieri, *Privatization trends*, World Bank, maj 2010.

Azji. Stany Zjednoczone na początku XXI w. były głównym odbiorcą kapitałów inwestowanych w transakcje *IPO*. W 2001 r. oraz 2002 r. przyciągały one do 36% wszystkich kapitałów. W tym samym okresie kraje Azji otrzymały odpowiednio 21 i 27% kapitałów. Przez pierwsze 5 lat XXI w. kraje Ameryki Południowej generowały 2-3% światowych kapitałów związanych z pierwszą ofertą publiczną, Europa zaś otrzymywała do 34% kapitałów. W pierwszym kwartale 2010 r. USA przyciągnęły jedynie 13% kapitałów inwestowanych w *IPO*, inwestycje w krajach azjatyckich stanowiły aż 66% kapitałów a giełdy europejskie to 19% kapitałów (35% stanowią inwestycje w Wielkiej Brytanii)⁴. Wykres 1 przedstawia strukturę inwestycji w *IPO* na rynkach kapitałowych świata w latach 2000 do pierwszego kwartału 2010 włącznie. Analizując dane możemy zaobserwować wspomniane zmiany geograficzne przepływów kapitałowych związanych z *IPO* i obecną dominację rynku azjatyckiego.

Nastąpiła istotna zmiana i przesunięcie wagi poszczególnych regionów na przestrzeni ostatnich 10 lat, jeśli chodzi o wartości transakcji *IPO*. Na początku dekady USA oraz Europa generowały ponad 75% wartości wszystkich debiutów, gdy w roku 2010 to już tylko 30%. Ich miejsce zajęły państwa Azji, która wraz z Ameryką Południową pokrywa 75% globalnego napływu kapitału związanego z ofertą publiczną. Należy również zaznaczyć, iż w wymienionych regionach wartość *IPO* wzrasta szybciej niż ich liczba.

Tab. 2. Liczba transakcji *IPO* w latach 2001-2010 w wybranych regionach świata
Number of IPO in selected regions

Lata	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
USA	85	81	60	286	285	187	172	31	12	34
Europa i Bliski Wschód	242	128	103	303	426	624	699	249	112	39
Azja i Pacyfik	492	553	618	908	805	772	919	413	173	174

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych EVCA, NVCA oraz E&Y IPO trends 2010.

Zdecydowanymi liderami pod względem liczby *IPO* są kraje azjatyckie. Wyraźnie jest widoczne załamanie, jakie nastąpiło na rynkach *IPO* na całym świecie i drastyczny spadek liczby debiutów giełdowych. Mimo to inwestorzy szukają możliwości dokonania inwestycji. Chiny wiodły prym, jeżeli chodzi o aktywność *IPO* dzięki dużym prywatyzacjom. W Europie dominuje rynek giełdy londyńskiej 11 transakcji w pierwszym kwartale 2010 r. oraz parkiet giełdy warszawskiej (9 transakcji – głównie oferty prywatyzacyjne takich spółek jak PZU, Enea, Mennica Polska, Lotos, Tauron). Rynki Bliskiego Wschodu także odzyskują swój potencjał w momencie lepszych wycen na giełdach – Arabia Saudyjska w pierwszym kwartale 2010 zanotowała 5 debiutów giełdowych. Analizując dane

⁴ Ernst & Young Global IPO 2010.

należy stwierdzić, iż liczba IPO na rynkach wschodzących rosła szybciej niż w krajach rozwiniętych lub spadała o wiele wolniej w czasach załamania rynków kapitałowych. Dla rozwiniętych gospodarek giełda to jedno z wielu miejsc pozyskiwania kapitałów, kraje rozwijające się nie mają jeszcze rozwiniętych rynków długu czy innych możliwości finansowania dużych spółek, dlatego giełda i międzynarodowe kapitały są tak mocno preferowane. Świadczy również o tym fakt, iż żadna ze spółek amerykańskich nie ubiegała się o IPO na rynkach azjatyckich, natomiast IPO firm chińskich stanowiły w 2009 r. 17,5% wszystkich ofert publicznych przeprowadzonych w USA. Dla inwestorów równie ważne są zwroty z zainwestowanych środków w IPO. Badania wskazują, iż zwroty osiągnięte w pierwszym dniu notowania są najwyższe na rynku Chińskim, dochodząc tam do 20%, w USA w 2009 r. było to średnio 7%⁵.

3. TRENDY NA ŚWIATOWYCH RYNKACH W TRANSAKCJACH FUZJI I PRZEJĘĆ W I DEKADZIE XXI W.

Trends in M&A transactions in the first decade of XXI century

Transakcje fuzji i przejęć to obok IPO jedno z głównych źródeł pozyskiwania kapitałów przez przedsiębiorstwa. Kolejnym motywem dokonywania transakcji *M&A* jest wzrost wartości firmy dla akcjonariuszy lub udziałowców, dając spółką możliwość szybkiego rozwoju. Kupno lub przejęcie nowego przedsiębiorstwa może otworzyć drogę do penetracji nowych rynków, osiągnięcia efektów skali, przejęcia konkurenta czy pozyskanie innowacyjnego potencjału technologicznego.

Siły kształtujące globalny rynek *M&A* są mocno uzależnione od koniunktury na rynkach kapitałowych, rynku długu i rozwoju gospodarczego poszczególnych gospodarek światowych. Rynek fuzji i przejęć jest znacznie większym rynkiem niż rynek transakcji IPO zarówno pod względem liczby jak i wolumenu dokonywanych transakcji. Analizując globalny rynek w pierwszych trzech latach XXI w. należy zauważyć dość gwałtowny spadek aktywności inwestorów. Rynek fuzji i przejęć zmniejszył się z 2,508 bln USD w 2000 r. do poziomu 0,873 bln w 2002 r. W latach 2003-2007 można zaobserwować szybki trend wzrostowy przeprowadzanych transakcji do rekordowego poziomu 2,669 bln USD. Mimo, iż wartość transakcji w 2007 r. nie odbiega od tej zanotowanej w 2000 r. widać zdecydowany progres, jeżeli porównane zostaną liczby przeprowadzonych transakcji. W 2000 r. było ich 25855 z kolei w 2007 r. liczba transakcji zamknęła się na poziomie 31757. W ostatnich latach 2008-2010 nastąpiło załamanie w dalszej kontynuacji tego pozytywnego trendu. W 2008 r. zanotowano aż 42% spadek wartości transakcji do poziomu 1,556 bln USD, w tym okresie liczba przeprowadzonych transakcji spadła o 28% do poziomu 23047. Zgodnie z danymi Reutersa w 2009 r. spadek w porównaniu z poprzednim rokiem wyniósł 32% wartości transakcji M&A. Pierwszy kwartał 2010 r. wskazuje na nieznaczny poprawę w dokonywanych transakcjach.

⁵ Renaissance Capital, The IPO Export, 2009.

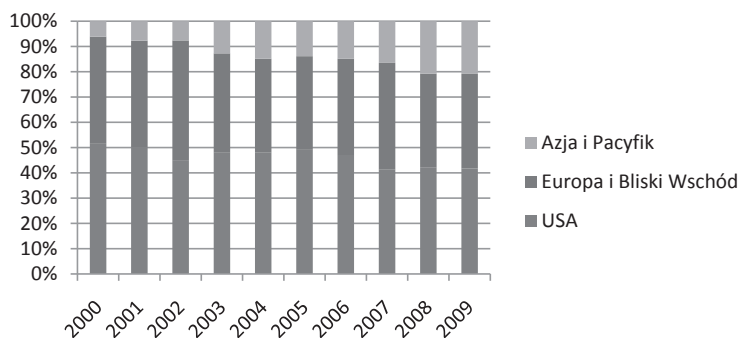
Tab. 3. Kwota globalnych transakcji M&A w latach 2000-2009
Global M&A activity (in USD billions)

Lata	Kwota w bln USD
2000	2,5
2001	1,17
2002	0,87
2003	0,93
2004	1,4
2005	1,9
2006	2,48
2007	2,66
2008	1,55
2009	1,05

Źródło: Mergerstat.

Inaczej niż w przypadku transakcji *IPO* przedstawia się struktura geograficzna wartości dokonywanych fuzji i przejęć. W przypadku tego segmentu rynku dominują duże korporacje z USA i to właśnie kapitały pochodzące z tego regionu dominują na rynkach światowych. Sam rynek przedsiębiorstw w USA jest mocno rozwinięty, co jest przyczyną silnej koncentracji kapitałów płynących na transakcje *M&A*.

Wyk. 2. Struktura wartości dokonywanych transakcji *M&A* w latach 2000-2009
Geographical structure of global M&A transactions



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Mergerstat.

Analizując dane należy podkreślić, iż w ostatnich 10 latach USA i kraje europejskie dominują transakcje typu M&A na świecie. Można zauważyć podobną tendencję jak w przypadku transakcji IPO, iż kraje Azji osiągają coraz większe udziały na tym rynku jednak ich zaangażowanie kształtowało się jedynie na poziomie 20% w 2009 r. Na przestrzeni ostatnich 10 lat udział USA nie spadł poniżej 40% a krajów europejskich kształtował się w przedziale 37-42%.

4. UDZIAŁ FUNDUSZY VENTURE CAPITAL/PRIVATE EQUITY W PRZEPROWADZONYCH TRANSAKCYJACH IPO ORAZ M&A W USA

Share of venture capital in US IPO market

Jednym z beneficjentów rozwijających się możliwości na rynku IPO oraz M&A są fundusze inwestycyjne typu *venture capital* oraz *private equity*. Dokonują one transakcji zakupu udziałów lub akcji spółek, które najczęściej znajdują się w początkowej fazie swojego rozwoju. Kolejny etap inwestycji to wspomaganie przedsiębiorstwa finansowo i operacyjnie w celu osiągnięcia jak największej wartości jego akcji lub udziałów. Ostatnim etapem jest zakończenie inwestycji (dezinwestycja), czyli sprzedaż posiadanych udziałów lub akcji właśnie poprzez IPO lub sprzedaż przedsiębiorstwa inwestorowi strategicznemu za pomocą transakcji M&A. Fundusze *venture capital* są aktywnymi uczestnikami omawianych rynków. To właśnie dzięki nim osiągają one płynność i są w stanie pozyskać kolejne kapitały na finansowanie innowacyjnych projektów. Najlepszym okresem rozwoju dla funduszy *venture capital* były lata 2001-2008. Niestety po załamaniu się notowań indeksów giełdowych, fundusze straciły możliwości korzystnego wyjścia ze swoich inwestycji za pomocą IPO czy transakcji M&A. To ograniczyło środki jakie fundusze pozyskiwały a także miało wpływ na dokonywane inwestycje ostatnich dwóch latach.

Tab. 4. Udział procentowy w transakcjach IPO
oraz M&A funduszy *venture capital* w USA w latach 2001-2010
IPO and M&A venture capital transactions as % of US Market

Rok	Liczba M&A VC	Liczba M&A ogółem	Udział w %	Liczba IPO VC	Liczba IPO Ogółem	Udział w %
2001	335	11135	3,01%	37	85	43,53%
2002	319	10058	3,17%	22	81	27,16%
2003	284	10525	2,70%	29	60	48,33%
2004	346	12751	2,71%	94	286	32,87%
2005	351	13934	2,52%	57	285	20,00%

Rok	Liczba M&A VC	Liczba M&A ogółem	Udział w %	Liczba IPO VC	Liczba IPO Ogółem	Udział w %
2006	370	14015	2,64%	57	187	30,48%
2007	360	12830	2,81%	86	172	50,00%
2008	260	9132	2,85%	6	31	19,35%
2009	271	5479	4,95%	8	12	66,67%
2010	111	1670	6,65%	9	34	26,47%

Źródło: Opracowanie własne.

Analizując dane dotyczące udziału funduszy *venture capital* w dokonywanych transakcjach *IPO* oraz *M&A* należy podkreślić ogromne zaangażowanie funduszy w transakcje *IPO*, które są praktycznie zdominowane przez oferty pochodzące z funduszy. Znacznie mniejszy udział mają one w ogólnej liczbie transakcji fuzji i przejęć, który waha się w granicach 3-6%. Mimo wzrostu w ogólnej liczbie transakcji udział wartościowy transakcji *M&A* dokonywanych przez fundusze *private equity* spadł bardzo gwałtownie w ostatnich 3 latach do poziomu 4% w 2009 z poziomu 16% w 2007 r.⁶ Jest to spowodowane bardzo dużym wolumenem przeprowadzanych transakcji przez duże korporacje.

Sytuacja na rynku europejskim przedstawia się inaczej, jeżeli analizujemy udział funduszy *venture capital* i *private equity* w transakcjach *IPO* oraz fuzji i przejęć. Fundusze europejskie wypracowały sobie szereg innych sposobów wyjścia z inwestycji i ich udział w *IPO* w ostatnich latach jest dość marginalny. Samo *IPO* w sposobie wyjścia z inwestycji w przypadku funduszy europejskich to obecnie jedynie 5% wartości wszystkich dezinwestycji. Fuzje i przejęcia stanowią około 40% wszystkich transakcji. Ponadto szeroki rynek krajów europejskich utrudnia dokładną analizę udziału funduszy *venture capital* w dokonywanych przez nie transakcjach. Można stwierdzić, iż udział funduszy typu *private equity* w transakcjach *M&A* dokonywanych w Europie stanowi około 30% wartości wszystkich transakcji. Wskazuje to na zupełnie odwrotną sytuację niż na rynku USA, gdzie udział w transakcjach *M&A* jest w stosunku do transakcji *IPO* dość niski. Ma to swoje przyczyny w charakterze finansowania europejskich przedsiębiorstw, których głównym źródłem kapitału jest dług. Mimo bardzo dużego udziału funduszy w omawianych transakcjach spotykają się one z dużymi problemami. Sytuacja finansowa i perspektywy rozwoju niektórych spółek będących już w portfelu funduszy może się pogorszyć w krótkim i średnim okresie, ze względu na spadek popytu na wyroby i usługi oferowane przez te spółki. Wpływa to na obniżenie wycen, oraz w skrajnych przypadkach - na konieczność renegotjacji umów kredytowych zawartych z bankami i dodatkowego

⁶ Arcana, Global M&A In changing times, London styczeń 2010.

zasilenia w kapitał. W krótkim okresie obniżyły się wyceny spółek oferowane przez rynek. Wpływa to na ograniczenie opłacalności i możliwości wyjścia z inwestycji przez fundusze. Można to szczególnie zaobserwować na podstawie wycen na giełdach papierów wartościowych. Jeszcze kilka lat temu wprowadzenie spółek portfelowych na giełdy było popularnym sposobem wyjścia z inwestycji przez fundusze. Dzisiaj możliwość ta jest dużo mniej atrakcyjna. Ze względu na ograniczenie dostępności kredytu bankowego, zmniejszy się zakres stosowania dźwigni finansowej przez fundusze *venture capital*, co w pewnym stopniu ograniczy stopy zwrotu z przyszłych inwestycji. Ze względu na powyższe punkty, czyli obniżenie wycen na rynku, jak również ze względu na pojawienie się na rynku tak zwanych „*distressed sales*”, czyli ofert sprzedaży firm wymuszonych przez trudną sytuację finansową ich właścicieli (zarówno osób fizycznych jak i większych koncernów) pojawi się dużo okazji do kupna atrakcyjnych aktywów po korzystnej cenie przy pomocy transakcji przejęcia.

ZAKOŃCZENIE

Summary

W zmieniającym się otoczeniu finansowym globalne migracje kapitału stają się rzeczą powszechną. Globalizacja rynków kapitałowych wymusiła na inwestorach poszukiwanie coraz bardziej atrakcyjnych pod względem stóp zwrotu rynków finansowych. Ma to swoje odzwierciedlenie w zmieniających się trendach dotyczących transakcji *IPO* oraz *M&A*. Te formy pozyskania kapitału przez rozwijające się przedsiębiorstwa zaczynają być bardzo popularne w rozwijających się gospodarkach. Dojrzałe gospodarki takie jak USA czy gospodarki krajów europejskich tracą swoje udziały na rzecz gospodarek krajów azjatyckich, a zwłaszcza rynku chińskiego. Na przestrzeni ostatnich 10 lat nastąpiła poważna realokacja miejsca pochodzenia pierwszej oferty publicznej. Do całego obrazu sytuacji dokłada się obecny kryzys finansowy, który również może pogłębić zmiany na rynkach finansowych. Wielu inwestorów postanowiło odłożyć plany *IPO* na okresy przyszłe, co miało wpływ na kształtowanie się transakcji fuzji i przejęć. W 2008 r. mogliśmy obserwować zapaść na rynku *IPO* zwłaszcza w Europie i USA. Poprawa sytuacji nastąpiła dopiero w I kwartale 2010 r. Obecny kryzys diametralnie zmienił strukturę geograficzną dokonywanych transakcji *IPO* oraz *M&A* przenosząc jej główny ciężar na rynki azjatyckie. Rozwijające się gospodarki będą nadal przyciągały międzynarodowe kapitały, gdyż tam będą mogły one zrealizować wyższe stopy zwrotu. Będzie to za sobą pociągało również zmianę podejścia inwestycyjnego dokonywanego przez fundusze typu *venture capital* i przenoszenia ciężaru swoich inwestycji w rejony, gdzie będą one mogły spokojnie zbyć swoje udziały poprzez przeprowadzenie transakcji *IPO*.

SUMMARY

This article provides a detailed analysis of IPOs (initial public offerings) in the various markets. It also examines changing trends in IPO and M&A in global markets. This example develops evidence of IPO activity and how capital markets responds to changing situation in the downturn economic times. The perspective is last 10 years of IPO and M&A activity and allocation of the funds throughout USA, Europe and emerging markets as Asia and Central Europe. It determines the factors that influence geographical change in the IPO funds structures that influence capital markets. This article also observes the role of venture capital/private equity in the field of US and Europe IPO and M&A. It investigates changes over past 10 years in venture capital activity on IPO markets in USA.

dr Piotr Zasepa, Akademia Polonijna