

## Międzynarodowe przepływy kapitału *private equity*

### Wstęp

Nietypowa forma finansowania, jaką jest *private equity*, rozprzestrzeniła się już niemal na cały świat, stanowiąc ważny segment rynków kapitałowych wielu krajów. Finansowanie to polega na gromadzeniu kapitału od inwestorów posiadających nadwyżki finansowe i inwestowaniu go w spółki nienotowane na giełdzie. Kluczowa dla funkcjonowania rynków *private equity* (dalej w skrócie: PE) jest więc dostępność kapitału, która może być różna w różnych krajach. Jeśli krajowy popyt na ten kapitał przewyższa jego krajową podaż, jego źródła można szukać za granicą. Z kolei podmioty chcące ulokować swoje środki w fundusze PE mogą poszukać takich możliwości w innych krajach, podobnie jak fundusze PE mogą inwestować za granicą. W obu przypadkach skutkiem jest wystąpienie międzynarodowych przepływów kapitału PE.

Celem niniejszego artykułu jest zbadanie struktury i kierunków transgranicznych przepływów kapitału *private equity* oraz tendencji ich zmian w długim okresie, a także stwierdzenie, które państwa/grupy państw przyciągają kapitał, a które są jego dawcą. Badaniu poddano następujące tezy: 1. w długim okresie wzrasta udział środków PE pozyskiwanych za granicą, jak i udział środków inwestowanych w zagraniczne przedsiębiorstwa; 2. w krajach Europy Środkowo-Wschodniej udział środków zagranicznych gromadzonych przez fundusze PE jest większy niż w krajach Europy Zachodniej, a stosunek środków inwestowanych za granicą do środków pozyskiwanych zza granicy jest mniejszy.

Do badania starano się wykorzystać jak najrozleglejsze zasoby danych, zarówno pod względem geograficznym (Europa, obszar Azji i Pacyfiku), jak i czasowym (ostatnie dwie dekady). Zakres badania jest ograniczony przez brak dostępu do stosownych danych dla USA.

### 1. Schemat międzynarodowych przepływów kapitału PE

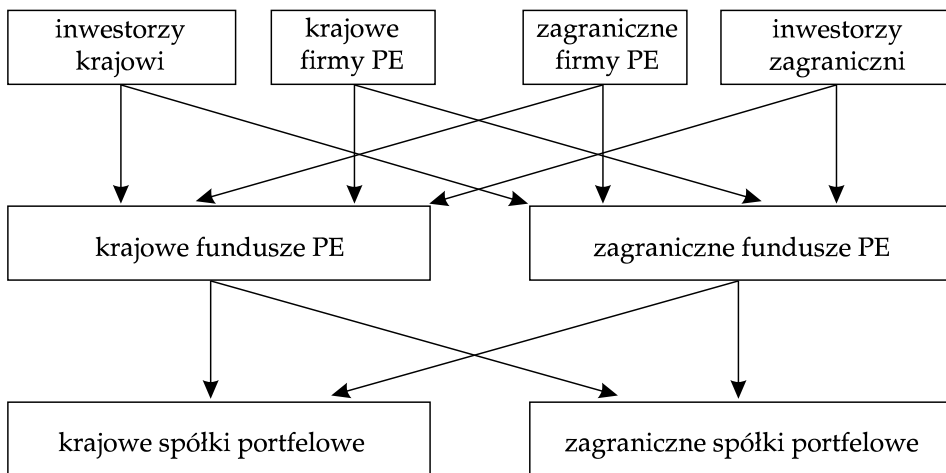
Specyfika finansowania *private equity* sprawia, że może w nim brać udział wiele podmiotów, a każdy może mieć siedzibę w innym kraju, co

---

\* Mgr, Katedra Finansów i Rachunkowości MSP, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, artur.zimny@uni.lodz.pl, ul. Rewolucji 1905 r. nr 39, 90-214 Łódź

skutkuje zachodzeniem przepływów kapitału przez granicę. Rysunek 1 prezentuje schematyczne ujęcie możliwych przepływów tego typu z punktu widzenia danego kraju. Dla uproszczenia przyjęto podział na krajowy i zagraniczny rynek PE, pominięto też przepływy wynikające z dezinwestycji.

**Rysunek 1. Schemat możliwych powiązań i przepływów kapitałowych krajowego rynku *private equity* z rynkami zagranicznymi**



Źródło: Opracowanie własne.

Rynek *private equity* opiera się na funkcjonowaniu funduszy PE, w których gromadzone są kapitały pochodzące od inwestorów (podaż), a inwestowane w spółki portfelowe (popyt). Zarządzanie funduszu może być sprawowane przez wyodrębnione w nim organy, ale zwykle zajmuje się tym osobny podmiot – wyspecjalizowana firma PE, która często jest inicjatorem i realizatorem utworzenia funduszu. Międzynarodowe przepływy kapitału występują, gdy wymienione podmioty mają swe siedziby w innych krajach. W skrajnej sytuacji każdy z nich może reprezentować inne państwo, przykładowo firma PE z kraju A może zarejestrować fundusz w kraju B, zgromadzić w nim środki od inwestorów z krajów C, D i E, a następnie inwestować je w spółki zarejestrowane w krajach F, G i H.

Ta specyfika finansowania PE ma swoje odzwierciedlenie w dotychczasowych danych statystycznych. Gromadzi się je przede wszystkim według lokalizacji firm/funduszy PE, a więc dla danego kraju sumuje się środki pozyskane lokalnie i z zagranicy oraz wartości inwestycji w spółki krajowe i zagraniczne. Takie dane są najbardziej dostępne (i wykorzy-

stane w niniejszym artykule). Należy jednak mieć na uwadze, że podejście to nie uwzględnia środków zaangażowanych przez krajowych inwestorów w zagraniczne fundusze PE, jak również inwestycji PE w krajowe spółki portfelowe dokonywanych z zagranicy. Alternatywnym podejściem jest identyfikacja wartości inwestycji w krajowe spółki portfelowe, niezależnie od lokalizacji podmiotu dokonującego inwestycji. W ten sposób możliwie najdokładniej odzwierciedla się napływ zagranicznego kapitału PE do spółek krajowych, ale za to pomija się wartości środków zebranych lokalnie, a inwestowanych poza granicami kraju, jak również bezpośrednie udzielanie środków przez krajowych inwestorów zagranicznym podmiotom PE. Gromadzenie danych według spółek portfelowych (określane jako *market statistics*, w odróżnieniu od *industry statistics*, czyli gromadzenia danych wg firm PE) jest stosowane przez European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) już od dość dawna, ale uwzględnianie struktury geograficznej zagranicznych inwestycji w spółki krajowe jest prezentowane w rocznikach tej instytucji dopiero od 2007 r., co ogranicza możliwość szerszej analizy tego zjawiska.

Trzecia możliwość, tj. gromadzenie danych według inwestorów, byłaby szczególnie trudna do przeprowadzenia, dlatego takie podejście w ogóle nie jest spotykane.

## 2. Motywy międzynarodowych przepływów kapitału PE

Zasadniczym motywem, jakim kierują się zarówno inwestorzy angażujący swe środki w fundusze PE, jak i same fundusze (czy podmioty zarządzające nimi), jest osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu. Fundusz zarządzany przez firmę/menedżerów o bardzo dobrej reputacji może przyciągnąć uwagę inwestorów z zagranicy, powodując przepływ kapitału przez granicę. Podobnie środki funduszu są inwestowane w zagraniczne przedsiębiorstwa, jeśli zarządzający kapitałem mają dostęp do tamtejszych projektów oczekujących sfinansowania i uznają je za atrakcyjne, lepsze od tych dostępnych w kraju. Węclawski zauważa, że takie ponadnarodowe transfery środków mają znaczną skalę oraz określone powiązanie z koniunkturą gospodarczą. Inwestorzy, dokonując alokacji środków z kraju ich pochodzenia, poszukują projektów o wysokim poziomie innowacyjności oraz ponadprzeciętnych stopach zwrotu. Ponadnarodowe transfery środków są też wynikiem realizacji strategii nastawionych na dywersyfikację ryzyka inwestycyjnego związanego z koniunkturą gospodarczą danego regionu [Węclawski, 2011, s. 245-246]. Co więcej, proces

przeprowadzania takich transferów jest ułatwiany przez dynamiczny rozwój technologii komunikacyjnych.

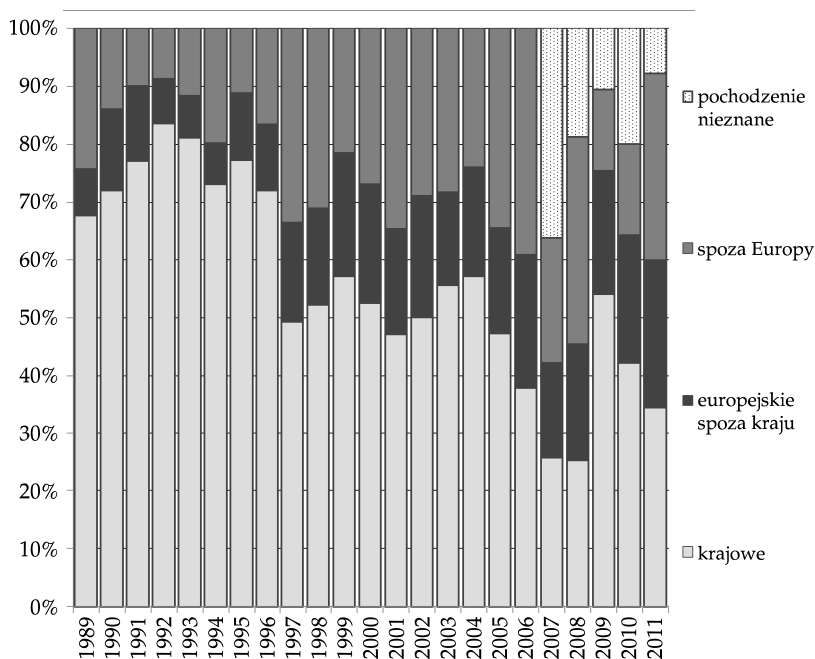
Należy podkreślić, że na intensywność międzynarodowych przepływów kapitału PE duży wpływ może mieć również polityka instytucji państwowych i ponadnarodowych, która może się przejawiać dwojako. Po pierwsze, instytucje publiczne mogą tworzyć sprzyjające warunki (zwłaszcza prawne) do lokowania obcych środków w funduszach i/lub spółkach danego kraju. Atrakcyjność danego rynku dla zagranicznych inwestorów PE może mieć ogromne znaczenie dla dynamiki jego rozwoju, co zaobserwowano na przykład w odniesieniu do rynków francuskiego i niemieckiego pod koniec lat 80. XX w. [Kornasiewicz, 2004, s. 126-129]. Po drugie, krajowe rynki PE mogą być zasilane bezpośrednim wsparciem kapitałowym przez instytucje publiczne o charakterze ponadnarodowym, realizujące szczególne cele polityki regionalnej, jak np. Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBRD) czy Europejski Fundusz Inwestycyjny (EIF), które często angażują swe środki w lokalne fundusze PE w celu wspierania innowacyjności, przedsiębiorczości i konkurencyjności niektórych regionów.

Jeśli chodzi o kierunki transferu kapitału, trudno wskazać jednoznaczne przesłanki teoretyczne pozwalające je określić. Z jednej strony można spotkać opinie, że biorcą netto kapitału są państwa o gospodarkach rozwijających się, ponieważ cierpią one na niedostatek kapitału krajowego przy jednoczesnym dynamicznie rosnącym potencjale wzrostu, rodzącym popyt na źródła jego sfinansowania, a także elastycznie dostosowują swoje prawo (np. dotyczące rynków finansowych, ładu korporacyjnego) do potrzeb potencjalnych inwestorów zewnętrznych [Broszkiewicz, 2012, s. 64-68]. Z drugiej jednak strony wydaje się, że potencjał kreowania innowacji jest jednak wyższy w państwach wysoko rozwiniętych, tam zatem w pierwszej kolejności winny trafiać nadwyżki kapitału. Próba rozstrzygnięcia, które ze zjawisk jest silniejsze, jest badanie przedstawione w niniejszym artykule.

### **3. Zmiany struktury międzynarodowych przepływów kapitału *private equity* w Europie**

Rysunek 2 przedstawia źródła pochodzenia kapitałów PE zebranych w Europie.

**Rysunek 2. Struktura zebranych w Europie nowych środków *private equity* według pochodzenia**



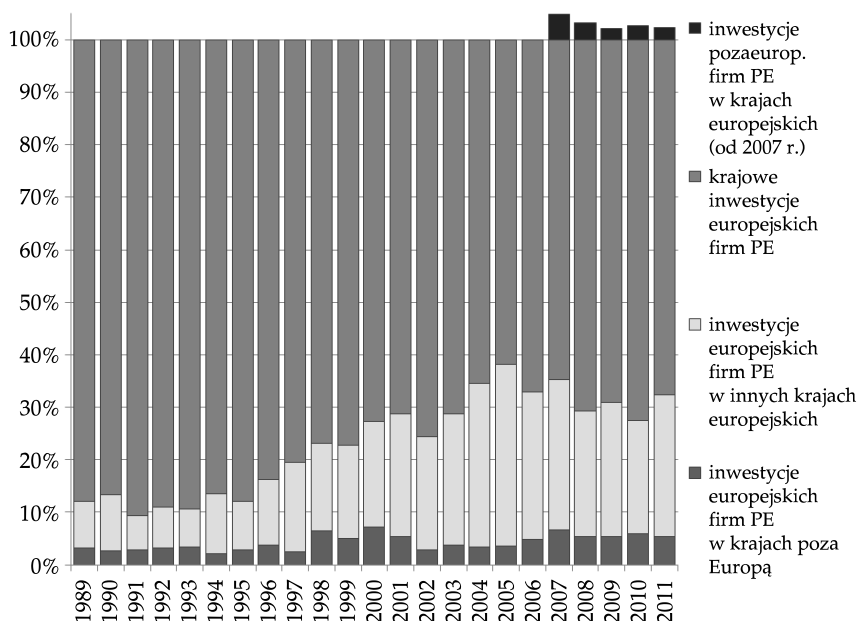
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych EVCA. Lata 1989–2006: plik z danymi otrzymany bezpośrednio od EVCA dnia 19.07.2011. Lata 2007–2011: [EVCA Yearbook..., 2002–2012].

Na początku lat 90. XX w. europejskie firmy PE pozyskiwały głównie środki pochodzące od inwestorów krajowych (w latach 1990–1996 było to ponad 70%, w samym 1992 r. – 84%). Jednak od 1992 r. udział źródeł krajowych był malejący, w latach 1997–2005 udział zagranicznych środków wahał się w przedziale 43%–53%, z przewagą kapitałów spoza Europy nad środkami z innych państw europejskich. Analiza ostatnich 5 lat jest utrudniona przez znaczny odsetek środków nieznanego pochodzenia, niemniej jednak udział pozakrajowych środków nadal jest wysoki, w 2011 r. inwestorzy spoza Europy udzielili europejskim firmom PE co najmniej 32% środków, niemal tyle samo co inwestorzy krajowi (co najmniej 34%) i więcej niż kapitałodawcy z innych krajów Europy (co najmniej 25%); udział źródeł nieznanego pochodzenia wyniósł 8%. Wydaje się jednak, że wzrostowy trend udziału źródeł zagranicznych został zatrzymany, co może się wiązać ze zjawiskami kryzysowymi ostatnich lat.

Dane dostępne dla lat 2001–2011 [EVCA Yearbook..., 2002–2012] pozwalają stwierdzić, że dominującym źródłem pozazachodnich kapita-

łów PE były Stany Zjednoczone, skąd pochodziło zwykle od 60% do 85% tych środków, z wyjątkiem 2011 r., w którym poziom ten spadł do 46%. Spośród pozostałych regionów świata roczniki EVCA wyróżniają też obszar Australazji<sup>1</sup> (udział oscylujący ok. 10% w latach 2001–2006, a następnie rosnący aż do 42% w 2011 r.) i Kanadę (w ostatnich latach udział od 6% do 15%).

**Rysunek 3. Europa: inwestycje *private equity* (jako % wartości wszystkich inwestycji europejskich firm PE)**



Źródło: Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych EVCA. Lata 1989–2006: plik z danymi otrzymany bezpośrednio od EVCA dnia 19.07.2011. Lata 2007–2011: [EVCA Yearbook..., 2002–2012].

Z danych zaprezentowanych na rysunku 3 wynika, że do 1995 r. ponad 85% środków inwestowanych przez europejskie firmy PE lokowano w krajowe spółki portfelowe. Inwestycje zagraniczne trafiały w większości do innych krajów europejskich; poza kontynent wychodziło jedynie ok. 3% inwestowanych środków. Od 1996 r. wyraźna jest tendencja do zwiększania udziału inwestycji zagranicznych, przy czym nadal zwłaszcza w obrębie Europy; w 2005 r. firmy PE przeznaczyły na zasilenie spółek krajowych już tylko 62% lokowanych kapitałów, kierując 34% do spółek z innych państw Europy oraz 4% w inne części świata. Trend ten został

<sup>1</sup> Region obejmujący Australię, Nową Zelandię i okoliczne wyspy.

jednak zatrzymany. Ostatnie 6 lat cechuje względna stabilność struktury z nieznaczną tendencją zwiększania zaangażowania krajowego kosztem udziału inwestycji w inne państwa europejskie. W 2011 r. wskaźniki struktury wyniosły odpowiednio 68%, 27% i 5%, a zatem większość inwestycji (95%) nadal pozostaje w obrębie Europy.

Głównymi pozaeuropejskimi kierunkami inwestycji działających w Europie firm PE są: Stany Zjednoczone (w okresie 2001–2011 trafiało tam od 50% do 90% środków inwestowanych poza Europę), Australazja (zwłaszcza w 2007 r.: 40% oraz w 2011 r.: 34%), Izrael (15% w 2010 r. i 12% w 2011 r.) i w niewielkim stopniu Kanada [*EVCA Yearbook...*, 2002–2012].

Odnośne dane [*EVCA Yearbook...*, 2002–2012] pozwalają też analizować inwestycje zagranicznych firm PE w spółki europejskie – na rysunku 3 wyróżniono je jako nadwyżkę ponad 100% inwestycji europejskich firm PE. Stanowią one 2%–3% (tylko w 2007 r. było to 5%) wartości bazowej, czyli nawet nie równoważą ilości środków wychodzących z funduszy europejskich poza kontynent. Oczywiście dominują tu firmy PE ze Stanów Zjednoczonych, choć w 2010 r. minimalnie więcej środków pochodziło z Kanady.

Inwestycje europejskich firm PE poza Europę stanowią relatywnie niski udział (zwłaszcza po pomniejszeniu o analogiczne inwestycje w przeciwnym kierunku) w porównaniu z omówionym wcześniej udziałem kapitałów spoza Europy udzielanych europejskim firmom PE. Oznacza to, że Europa (traktowana jak pewna wyodrębniona całość) jest regionem kapitałochłonnym (więcej środków PE pozyskuje z innych regionów, niż tam inwestuje). Dane sugerują, że głównym eksporterem kapitału są Stany Zjednoczone, z których trafia do Europy od kilku do kilkunastu razy więcej środków, niż jest tam inwestowane (np. 18 razy więcej w 2002 r., 3 razy więcej w 2006 r., 8 razy więcej w 2011 r.). Niestety, całościowej analizy wymiany kapitałów PE między Europą a USA nie można przeprowadzić z braku danych dotyczących USA, jak i informacji o kwotach zaangażowanych przez europejskich inwestorów bezpośrednio w fundusze zarządzane przez amerykańskie firmy PE.

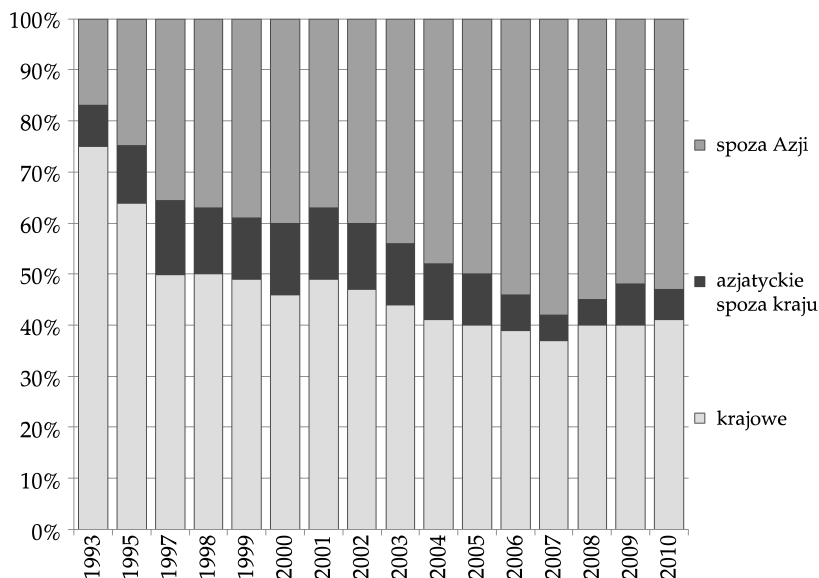
Warto jeszcze zauważyć, że o ile największa część środków od pozaeuropejskich firm PE trafia do Wielkiej Brytanii (lider w Europie), to Francja, drugi co do wielkości rynek PE naszego kontynentu, jest dla nich relatywnie mało interesująca – w ciągu ostatnich 5 lat więcej tych środków trafiło do Niemiec, Włoch, Austrii, Holandii czy Hiszpanii. Podobnie Polska, największy rynek PE Europy Środkowo-Wschodniej, okazuje się

mało atrakcyjnym polem dla zagranicznych inwestycji, jako że większe kwoty trafiają do innych państw regionu, np. Słowacji i państw byłej Jugosławii, Rumunii, Czech, krajów bałtyckich czy Ukrainy; w latach 2007–2012 do Polski trafiło zaledwie 0,4% ogółu wartości inwestycji pozaeuropejskich firm PE w spółki Europy Środkowo-Wschodniej.

### 3. Zmiany struktury międzynarodowych przepływów kapitału *private equity* na obszarze Azji i Pacyfiku

Dostępne dane pozwalają także zbadać pochodzenie i kierunki inwestowania kapitałów na obszarze Azji i Pacyfiku. Należy przy tym mieć na uwadze, że wykorzystane źródło (roczniki firmy AVCJ Group Ltd.) podają te struktury w sposób narastający (jako tzw. kapitał pod zarządem oraz jako wartość portfela inwestycyjnego), a nie jako odrębne strumienie przypisane do danych lat. Jednocześnie uprawnia to do zaprezentowania zmian struktury mimo braku dostępu do danych dla lat 1994 i 1996. Specyficzne jest też zdefiniowanie w nich regionu, jaki obejmują – za Azję przyjmuje się tam część państw azjatyckich (południowo-wschodnia część kontynentu), a także Australię i Nową Zelandię. Innymi słowy, dwa ostatnie kraje traktowane są jak azjatyckie, co należy uwzględnić przy interpretacji poniższych wykresów.

**Rysunek 4. Struktura środków PE zebranych na obszarze Azji i Pacyfiku (kapitał pod zarządem, narastająco) według pochodzenia**

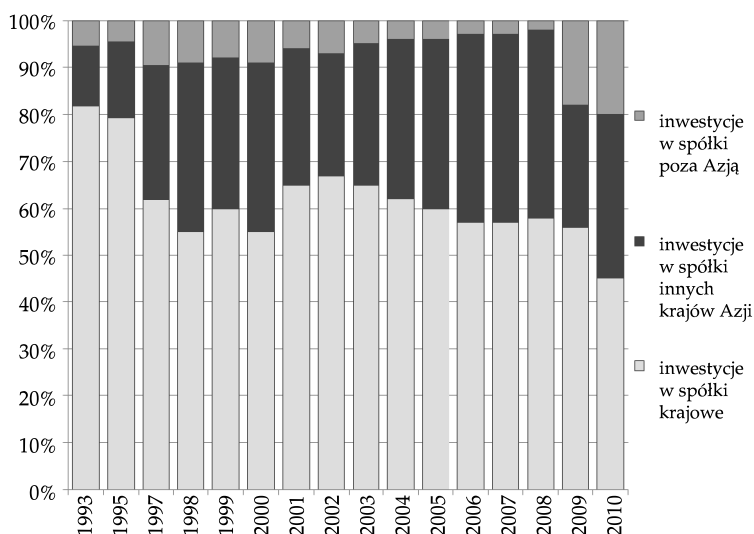


Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Asian..., roczniki 1994/95-2012].



Jak pokazuje rysunek 4, na początku lat 90. XX w. azjatyckie fundusze PE były finansowane – podobnie jak w Europie – głównie ze środków krajowych kapitałodawców (w 1993 r. aż 75% kapitału pod zarządem pochodziło z tego źródła), zaś w miarę rozwoju rynków PE wzrastał udział środków spoza regionu, osiągając w 2007 r. największy udział, tj. 58%. Tak wysoki wskaźnik świadczy o dużej atrakcyjności inwestycyjnej tego regionu dla zewnętrznych inwestorów, a to zapewne za sprawą dynamicznego rozwoju Chin i Indii, rosnących do poziomu godnych konkurentów światowych liderów gospodarczych. W latach 2007–2010 obserwuje się odwrócenie tendencji, rola środków krajowych minimalnie rośnie (do 41% w 2010 r.) przy jednoczesnym nieznacznym spadku udziału środków spoza Azji (41% w 2010 r.). Może to być objawem ostrożności inwestorów globalnych w angażowaniu się w ten region, co ma zapewne związek z kryzysem, którego początek datuje się właśnie na 2007 r. Można też domyślać się wzrostu znaczenia lokalnych instytucji finansowych, budujących swe zasoby finansowe na fali trwającej już dość długo wspomnianej dynamiki wzrostu gospodarczego tego obszaru. Charakterystyczny jest również niski udział środków angażowanych przez azjatyckie fundusze PE w innych krajach regionu; w badanym okresie nie przekroczył on 15%, a jego tendencja jest generalnie malejąca (6% w 2010 r.). Analogiczne przepływy kapitału w Europie, choć również mniejsze od pozostałych, kształtowały się na poziomach zdecydowanie wyższych.

**Rysunek 5. Inwestycje PE na obszarze Azji i Pacyfiku (wartość portfela inwestycyjnego, narastająco) według lokalizacji inwestycji**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Asian..., roczniki 1994/95-2012].

Struktura inwestycji azjatyckiego kapitału PE (zob. rys. 5) znacznie odbiega od struktury źródeł jego pozyskiwania. Inwestycje w spółki krajowe dominowały w niemal całym badanym okresie, od 1997 r. ich udział fluktuował w wąskim przedziale 55%–67%. Inwestycje poza kraj pozostawały względnie stałe, ale wzrastał odsetek środków angażowanych w inne kraje regionu (osiągając 40% w latach 2006–2008), kosztem frakcji inwestycji dokonywanych poza Azją (spadek z 10% w 1997 do 2% w 2008) – pod tym względem można odnotować pewne podobieństwo między Azją a Europą. Drastyczna zmiana nastąpiła w 2009 r., wzmocniona w 2010 r.: udział krajowych inwestycji w portfelu azjatyckich podmiotów PE spadł do 45%, inwestycji w inne kraje Azji – do 35%, zaś na poziomie 20% uplasował się odsetek inwestycji poza regionem. Prawdopodobnym wyjaśnieniem jest podjęcie bardziej ekspansywnej polityki przez te podmioty, czemu sprzyja zwiększona powściągliwość konkurentów z innych regionów świata.

Przywołane dane pozwalają wychwycić dla obszaru Azji i Pacyfiku dwie prawidłowości, podobne jak w przypadku Europy: odsetek inwestycji w spółki krajowe jest wyższy niż odsetek kapitałów zgromadzonych od krajowych inwestorów, a udział inwestycji poza cały region jest zdecydowanie mniejszy niż udział pozyskanych stamtąd środków. Można stąd wnioskować, że region ten – podobnie jak Europa – jest biorcą netto środków PE, z czego z kolei pośrednio wynika, że największym światowym eksporterem tego kapitału są najprawdopodobniej Stany Zjednoczone.

#### **4. Znaczenie międzynarodowych przepływów kapitału PE dla wybranych krajów Europy**

W tablicy 1 zebrano wskaźniki charakteryzujące znaczenie transgranicznych przepływów kapitału PE dla wybranych krajów Europy; do zestawienia wybrano największe rynki Europy Zachodniej oraz te kraje Europy Środkowo-Wschodniej, dla których dostępne są stosunkowo rozległe dane statystyczne. Wskaźniki wyznaczono dla wartości pogrupowanych w wieloletnie okresy, by objąć badaniem długi okres, a jednocześnie zniwelować znaczne odchylenia w pojedynczych latach.

Z danych wynika, że w zachodnich krajach Europy (prócz Hiszpanii) udział obcych środków w łącznej puli zebranych kapitałów PE jest generalnie rosnący. Kraje Europy Środkowo-Wschodniej (zwłaszcza Polska)

pozyskują z zagranicy relatywnie więcej środków PE niż kraje zachodnie, ale nie można ustalić wspólnego dla nich trendu zmian.

**Tablica 1. Relacje międzynarodowych przepływów kapitału *private equity* dla wybranych krajów europejskich w latach 1989–2011**

kraj	udział wartości środków PE spoza kraju do wartości wszystkich zebranych środków PE o znanym źródle			stosunek wartości inwestycji PE w spółki poza krajem do wartości środków PE zebranych spoza kraju		
	1989–1995	1996–2003	2004–2011	1989–1995	1996–2003	2004–2011
W. Brytania	0,30	0,64	0,70	0,54	0,36	0,60
Francja	0,22	0,37	0,40	0,39	0,33	0,53
Niemcy	0,26	0,25	0,27	0,44	0,79	1,44
Szwecja	0,26	0,50	0,69	0,31	0,58	0,33
Hiszpania	0,45	0,44	0,29	0,09	0,16	0,39
Holandia	0,03	0,23	0,30	15,78	1,64	0,69
Włochy	0,23	0,36	0,39	0,51	0,37	0,12
Polska	<i>b.d.</i>	0,89	0,96	<i>b.d.</i>	0,24	0,43
Czechy	<i>b.d.</i>	0,82	0,81	<i>b.d.</i>	0,22	1,07
Węgry	<i>b.d.</i>	0,87	0,66	<i>b.d.</i>	0,52	0,16
Rumunia	<i>b.d.</i>	0,92	0,72	<i>b.d.</i>	0,00	0,12

Dla Polski, Czech i Węgier dane od 1998 r., dla Rumunii od 2000 r.

Źródło: Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych EVCA. Lata 1989–2006: plik z danymi otrzymany bezpośrednio od EVCA dnia 19.07.2011. Lata 2007–2011: [EVCA Yearbook..., 2002–2012].

Stosunek wartości inwestycji PE w spółki poza krajem do wartości środków PE zebranych spoza kraju potwierdza to, co zaobserwowano przy analizie Europy ogółem – za granicę inwestuje się generalnie znacznie mniej środków, niż stamtąd pozyskuje, co czyni z naszego kontynentu importera kapitału PE; ponadto w krajach Europy Środkowo-Wschodniej zjawisko to jest wyraźnie silniejsze niż w pozostałych, co można uznać za potwierdzenie tezy o przewadze zapotrzebowania na kapitał nad jego podażą w tych krajach. Tendencja zmian tego wskaźnika jest zróżnicowana, ale w ostatnich 8 latach (w porównaniu z poprzednim takim okresem) przeważają wzrosty, co może oznaczać przyrost zasobności krajowych

źródeł kapitału i/lub intensyfikację ekspansywności międzynarodowej europejskich firm PE. Charakterystyczna jest pewna koncentracja regionalna: największe zagraniczne inwestycje firm PE z krajów Europy Środkowo-Wschodniej trafiają głównie do innych państw tego regionu, podczas gdy firmy z krajów zachodnich preferują inwestowanie w zachodniej części Europy.

## Zakończenie

Przedstawione badanie pozwala pozytywnie zweryfikować obie postawione w artykule tezy, ale z zastrzeżeniami. W długim czasie (dwie dekady) zarówno w Europie, jak i na obszarze Azji i Pacyfiku następował wzrost udziału zagranicznych środków w sumie pozyskiwanych kapitałów *private equity*, a w Europie także wzrost udziału inwestycji PE w zagraniczne spółki. W ostatnich latach tendencje te uległy jednak zahamowaniu, zapewne z powodu ogólnoświatowego kryzysu. Z kolei w przypadku obszaru Azji i Pacyfiku udział inwestycji w spółki krajowe, wysoki i dość stabilny od 1997 r., w ostatnich latach obniżył się znacznie na rzecz udziału inwestycji zagranicznych. Niemniej jednak zarówno dla Europy, jak i dla obszaru Azji i Pacyfiku stwierdzono wciąż utrzymującą się przewagę środków PE pozyskiwanych spoza kraju nad wartością inwestycji lokowanych za granicą, co czyni z tych regionów biorców netto kapitałów PE i pozwala się domyślać, że dawcą netto są głównie Stany Zjednoczone, nieobjęte badaniem z powodu braku stosownych danych. Ponadto w krajach Europy Środkowo-Wschodniej udział środków zagranicznych w sumie gromadzonych kapitałów PE okazał się rzeczywiście większy, a stosunek inwestycji zagranicznych do środków pozyskiwanych zza granicy – mniejszy niż dla krajów Europy Zachodniej, co można uznać za potwierdzenie występowania przewagi zapotrzebowania na kapitał nad jego podażą w tych krajach.

## Literatura

1. *Asian Private Equity 300* (1995–2012), AVCJ Group Ltd., roczniki 1994/95–2012.
2. Bazy danych EVCA, pliki z danymi otrzymane bezpośrednio od EVCA dnia 19.07.2011 r. i 02.01.2012 r.
3. Broszkiewicz M. (2012), *Współczesne kierunki międzynarodowych przepływów kapitału na rynki atrakcyjne inwestycyjnie jako skutek regulacji ładu korporacyjnego*, „Nauki o finansach”, nr 2 (11), s. 57-73.

4. *EVCA Yearbook 2002–2012* (2002–2012), European Private Equity and Venture Capital Association, Zaventem/Bruksela.
5. Kornasiewicz A. (2004), *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.
6. Węclawski J. (2011), *Rozwój rynku private equity a koniunktura gospodarcza*, [w:] *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Problemy wiodące*, red. K. Jajuga, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.

## Streszczenie

Międzynarodowe przepływy kapitału *private equity* odgrywają ważną rolę w funkcjonowaniu i rozwoju tego typu finansowania. W artykule przedstawiono motywy decyzji skutkujących transgranicznymi przepływami kapitału PE, a także zbadano ich skalę i tendencję zmian w długim czasie (2 dekady) dla całej Europy, wybranych państw europejskich oraz dla obszaru Azji i Pacyfiku. Stwierdzono, że w badanym okresie następował wzrost udziału zagranicznych środków w sumie pozyskiwanych kapitałów *private equity*, a w Europie także wzrost udziału inwestycji PE w zagraniczne spółki. W ostatnich latach tendencje te uległy jednak zahamowaniu, zapewne z powodu ogólnoswiatowego kryzysu. Z kolei w przypadku obszaru Azji i Pacyfiku udział inwestycji PE w spółki krajowe, wysoki i dość stabilny od 1997 r., w ostatnich latach obniżył się znacznie na rzecz udziału inwestycji zagranicznych. Niemniej jednak zarówno dla Europy, jak i dla obszaru Azji i Pacyfiku stwierdzono wciąż utrzymującą się przewagę środków PE pozyskiwanych spoza kraju nad wartością inwestycji lokowanych za granicą, co czyni z tych regionów biorców netto kapitału PE i pozwala się domyślać, że dawcą netto są głównie Stany Zjednoczone, nieobjęte badaniem z powodu braku stosownych danych. Ponadto w krajach Europy Środkowo-Wschodniej udział środków zagranicznych w sumie gromadzonych kapitałów PE okazał się większy niż dla krajów Europy Zachodniej, a stosunek inwestycji zagranicznych do środków pozyskiwanych zza granicy – mniejszy, co można uznać za potwierdzenie występowania przewagi zapotrzebowania na kapitał PE nad jego podażą w tych krajach.

## Słowa kluczowe

*private equity*, inwestycje *private equity*, międzynarodowe przepływy kapitału *private equity*

## International Private Equity Capital Flows (Summary)

International Private Equity capital flows play an important role in the functioning and development of this type of financing. In the article motives of the decisions resulting in cross-border PE capital flows are presented and their

scale in long-term (2 decades) trend of changes were examined for the whole Europe, selected European countries and for the Asia & Pacific region. The evidence showed, that during the period there was an increase in the share of foreign capital in total Private Equity funds raised, and in Europe there was also an increase in the share of PE investments in foreign companies. In recent years, however, these trends have been stopped, probably due to the global crisis. On the other hand, in Asia & Pacific region share of PE investments in national companies, which was high and rather stable since 1997, decreased significantly in recent years, while foreign investments share increased. Nevertheless, for both Europe and the Asia & Pacific region it was found, that the PE raised from foreign sources still exceeds values of PE investments made abroad, which makes those regions “net recipients” of PE capital and allows to presume, that “net donor” of this capital are mainly United States, not included in the study due to lack of relevant data. Furthermore, in the Central and Eastern Europe countries the share of foreign capital in the total Private Equity raised was larger than in Western Europe countries, and the ratio of foreign investments to the funds obtained from abroad was lower, which can be regarded as confirming that the demand for PE capital exceeds its supply in these countries.

**Keywords**

private equity, private equity investments, international private equity capital flows