

Playbook Capital

Jak klasyczne metody kreacji wartości przez fundusze *Private Equity* pasują do dzisiejszych czasów?

Nowa matematyka zwrotu w *Private Equity* po dekadzie taniego pieniądza

Kacper Bok

Jakub Ceglarski

Kinga Gruszka

Antoni Kobylecki

Jan Wojciechowski

Łukasz Zięba

Mentor: Marek Kania

Opiekun merytoryczny: Maciej Bednarski

Executive summary

Przez ostatnią dekadę klasyczny model *buyoutów*, czyli przejęć spółek z wykorzystaniem długu (LBO), korzystał z wyjątkowo sprzyjającego otoczenia rynkowego. Zwroty funduszy PE opierały się na trzech źródłach: dźwigni finansowej, ekspansji mnożników wyceny oraz operacyjnym wzroście EBITDA. Ten zestaw mechanizmów określamy w raporcie jako „*playbook*” i analizujemy, jak zmieniła się jego skuteczność globalnie oraz na ile ta diagnoza odnosi się do Polski. W latach 2010-2022 aż 59% zwrotu w globalnych transakcjach *buyout* pochodziło z dźwigni i wzrostu mnożników, czyli czynników w dużej mierze zależnych od otoczenia makroekonomicznego.

Kluczowym punktem zwrotnym był wzrost kosztu długu. Finansowanie amerykańskich transakcji LBO podrożało z 5,0% w 2021 r. do 10,9% w 2023 r., a osiągnięcie 20% IRR w 5-letnim horyzoncie wymaga dziś ca. 12% rocznego wzrostu EBITDA wobec ca. 5% w 2015 r. Model oparty na tanim długu, wysokiej dźwigni i ekspansji mnożników traci więc skuteczność, a coraz większe znaczenie ma realna poprawa operacyjna spółki.

Polski rynek PE wygląda jednak inaczej niż rynki zachodnie. Typowe poziomy zadłużenia wynosiły w Polsce 2,5-3,5x *Net Debt*/EBITDA wobec 5,5-6,5x na Zachodzie. Niższe wykorzystanie długu, historycznie wynikające m.in. z mniejszej głębokości rynku finansowania, dziś okazuje się przewagą. Polski *mid-market* od lat opierał zwroty w większym stopniu na poprawie operacyjnej, profesjonalizacji zarządzania, sukcesjach *founderów* oraz wzroście mnożników wynikającym z dojrzewania spółek. Klasyczny *playbook* może więc nadal działać w Polsce - nie dzięki sprzyjającemu makro, lecz dlatego, że lokalny model inwestowania od dawna wymagał rzeczywistej kreacji wartości. Jednocześnie wartość inwestycji PE w Polsce to jedynie 0,1% PKB wobec 0,6% średnio w Europie, co wskazuje na istotną przestrzeń do wzrostu.

Wywiady z GP (*General Partners*, zarządzającymi funduszami), LP (*Limited Partners*, inwestorami funduszy) oraz przedstawicielami rynku kapitałowego wskazują na trzy główne bariery: płytki rynek *exitów* i niskie DPI, ograniczony udział krajowego kapitału instytucjonalnego oraz rosnącą konkurencję o atrakcyjne aktywa ze strony kapitału zagranicznego.

Mimo tych ograniczeń widoczne są pierwsze sygnały dojrzewania rynku. Wartość *buyoutów mid-market* w 2025 r. wzrosła o 52% do 780 mln euro, obejmując rekordowe 24 spółki. Program OKI może w długim terminie zasilić GPW kwotą około 74 mld zł do 2040 r., a pierwsze zobowiązania krajowych instytucji finansowych w lokalnych funduszach PE już się pojawiają. Najlepiej pozycjonowane będą fundusze zdolne do generowania powtarzalnej alfy operacyjnej poprzez profesjonalizację, konsolidację sektorową i sukcesje założycielskie.

Spis treści

1. Czym jest klasyczny <i>Playbook</i> PE?	4
1.1. <i>Private equity</i> : definicja i konstrukcja funduszu	4
1.2. Cykl inwestycyjny funduszu	4
1.3. Trzy <i>drivery</i> wzrostu wartości i warunki, które im sprzyjają	5
2. Nowe warunki gry w globalnym <i>Private Equity</i>	5
2.1. Wzrost kosztu finansowania dłużnego	6
2.2. Mniejszy margines bezpieczeństwa w modelu LBO	7
2.3. Wysokie wyceny wejścia i ograniczona przestrzeń do ekspansji mnożników	7
2.4. Większa presja na operacyjny wzrost EBITDA	8
3. Specyfika polskiego rynku PE na tle modelu globalnego	8
3.1. Ewolucja roli dźwigni finansowej	10
3.2. Arbitraż mnożnikowy a realia transformacji operacyjnej i cykli rynkowych	11
3.3. Problematyka upłynniania inwestycji	11
3.4. <i>Fundraising</i>	14
3.5. Ograniczona podaż spółek	16
4. Perspektywa dla rynku PE w Polsce	18
4.1. Polski rynek kapitałowy potrzebuje czasu	18
4.2. Potrzeba nowego kapitału i rola lokalnych instytucji	18
4.3. Odblokowanie kapitału zagranicznego	19
4.4. Lepszy rynek <i>exitów</i>	22
5. Podsumowanie	24
Podziękowania	25

1. Czym jest klasyczny *Playbook* PE?

1.1. *Private equity*: definicja i konstrukcja funduszu

Private equity to inwestowanie kapitału właścicielskiego w spółki nienotowane na giełdzie lub takie, które w ramach inwestycji zostaną wycofane z obrotu publicznego. Fundusz obejmuje udziały, rozwija spółkę przez kilka lat i wychodzi z inwestycji, sprzedając ją inwestorowi strategicznemu, innemu funduszowi albo przez rynek publiczny (IPO).

Fundusz działa zwykle około dziesięciu lat. Zarządzający, czyli *General Partner (GP)*, podejmuje decyzje inwestycyjne i odpowiada za budowę wartości portfela. Kapitał wnoszą *Limited Partners (LP)*: instytucje finansowe, fundusze emerytalne, *family offices* i zamożne osoby prywatne.

Wynagrodzenie GP najczęściej opiera się na modelu „2 i 20”: rocznej opłacie za zarządzanie na poziomie około 2% kapitału oraz 20% udziale w zysku, czyli *carried interest*, zwykle po przekroczeniu minimalnego progu zwrotu dla LP (*hurdle rate*), którego modalna wartość wynosi 8%. Jak pokazują Metrick i Yasuda¹, około dwóch trzecich oczekiwanych przychodów GP pochodzi jednak z komponentów stałych, głównie opłat za zarządzanie i opłat transakcyjnych. Oznacza to, że ekonomika zarządzającego zależy w dużej mierze od skali aktywów pod zarządzaniem, a nie wyłącznie od zrealizowanych wyników funduszu.

1.2. Cykl inwestycyjny funduszu

Cykl życia funduszu ma kilka etapów. Najpierw fundusz pozyskuje kapitał od *LPs* - *fundraising*. Potem, przez około pięciu lat w funduszu dziesięcioletnim, GP kupuje spółki i buduje portfel. Druga połowa życia funduszu to rozwijanie spółek portfelowych i wyjścia, z których środki wracają do *LP*.

Taki rozkład przepływów tworzy „krzywą J”. W pierwszych latach wynik netto dla *LP* jest ujemny, bo kapitał kierowany jest na inwestycje, koszty transakcyjne oraz utrzymanie działalności funduszu, a wyjść jeszcze nie ma. Dodatkowo przepływy pojawiają się później, przy sprzedaży spółek portfelowych. Metrick i Yasuda przyjmują roczne tempo wyjść 20%, co odpowiada utrzymaniu jednej inwestycji przez około pięć lat.

Wyniki mierzy się kilkoma wskaźnikami. *IRR (Internal Rate of Return)* pokazuje stopę zwrotu z uwzględnieniem czasu przepływów. *MOIC (Multiple on Invested Capital)* i *TVPI (Total Value to Paid-In Capital)* odnoszą łączną wartość inwestycji - zrealizowaną i niezrealizowaną - do wpłaconego

¹ Andrew Metrick, Ayako Yasuda, „The Economics of Private Equity Funds”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 6, 2010, s. 2303–2341.

kapitału. *DPI (Distributions to Paid-In Capital)* mierzy natomiast wyłącznie gotówkę faktycznie zwróconą inwestorom. Przy decyzji o kolejnym zobowiązaniu kapitałowym dla *LP* to *DPI* ma wysoką wartość, wyceny portfela są ważne, ale ostatecznie liczy się gotówka realnie wypłacona z funduszu.

1.3. Trzy *drivers* wzrostu wartości i warunki, które im sprzyjają

W transakcji *buyout* zwrot z kapitału własnego sprowadza się do trzech źródeł: wzrostu EBITDA, zmiany mnożnika wyceny EV/EBITDA oraz spłaty zadłużenia netto w okresie inwestycji.

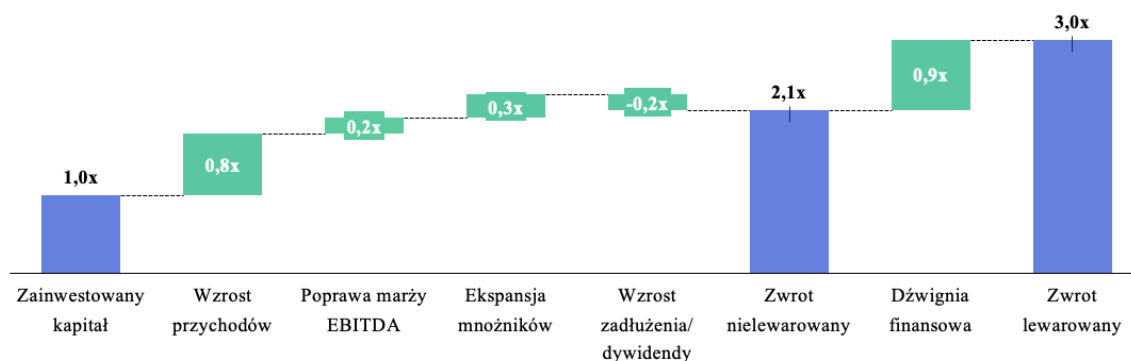
Każde z nich zależy od innych warunków. Dźwignia finansowa działa najlepiej przy tanim i łatwo dostępnym długu oraz stabilnych przepływach spółki. Ekspansja mnożnika wynika częściowo z cyklu rynkowego, ale może też być efektem działań funduszu: profesjonalizacji zarządzania, poprawy raportowania, zwiększenia skali biznesu, obniżenia ryzyka. Wzrost EBITDA jest źródłem najbardziej operacyjnym, opartym na rozwoju sprzedaży, ekspansji na nowe rynki, akwizycjach, poprawie marż i lepszym zarządzaniu.

To rozróżnienie porządkuje dalszą część raportu. Lewar i ekspansja mnożnika zależą głównie od otoczenia rynkowego, dlatego traktujemy je jako betę. Wzrost EBITDA zależy przede wszystkim od kompetencji zarządzającego i odpowiada alfie. Klasyczny *playbook* PE wykorzystywał wszystkie trzy źródła zwrotu, ale w dużym stopniu opierał się na tanim długu i sprzyjających wycenach. Dalej pokazujemy, dlaczego dziś większego znaczenia nabiera operacyjna kreacja wartości.

2. Nowe warunki gry w globalnym *Private Equity*

Przez dekadę taniego pieniądza klasyczny model *buyoutów* korzystał z wyjątkowo sprzyjającego otoczenia: niskich stóp procentowych, łatwego dostępu do długu i rosnących wycen. Dobrze pokazują to dane StepStone - niemal 4 tys. globalnych transakcji *buyout* z lat 2010–2022, w których źródła zwrotu podzielono na wzrost przychodów, poprawę marż, ekspansję mnożników, zmianę zadłużenia i efekt dźwigni. Wynik jest wymowny: aż 59% zwrotu pochodziło z dźwigni finansowej i wzrostu mnożników, czyli z czynników silnie wspieranych przez warunki rynkowe, a nie wyłącznie z operacyjnej poprawy spółek. Oznacza to, że przez dużą część poprzedniego cyklu fundusze korzystały nie tylko z jakości zarządzania spółkami portfelowymi, ale też z wyjątkowo sprzyjających warunków rynkowych.

Wykres I - dekompozycja źródeł zwrotu w globalnych transakcjach *buyout* w latach 2010-2022



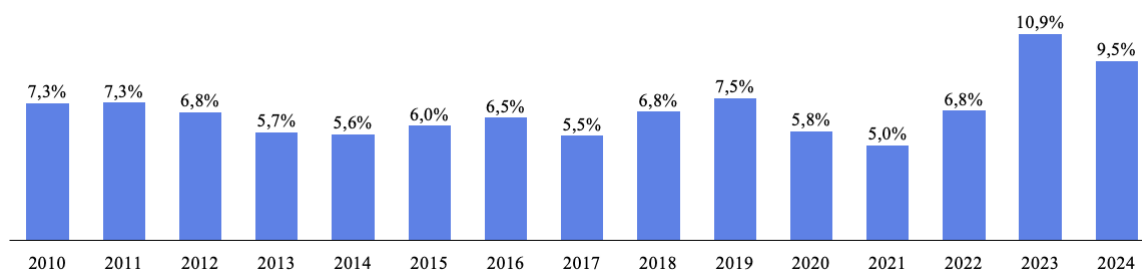
Źródło: opracowanie własne na podstawie McKinsey & Company, *Global Private Markets Report 2026*.

Po 2022 roku ten układ przestał działać tak samo. Marc Rowan, CEO Apollo Global Management, w wywiadzie dla Wall Street Journal mówił wprost o końcu pewnej ery, wskazując, że przez poprzednią dekadę rynek *equity* korzystał z „*incredible tailwinds [...] from money printing, pulling forward of demand, and fiscal stimulus, to zero rates*”². Dziś, przy wyższych stopach procentowych i wolniejszym wzroście sama struktura transakcji nie wystarcza już w takim stopniu jak wcześniej.

2.1. Wzrost kosztu finansowania dłużnego

Jednym z najważniejszych elementów zmiany otoczenia jest wzrost kosztu długu. W okresie niskich stóp finansowanie dłużne było jednym z głównych narzędzi wzmocniania zwrotu z kapitału własnego w transakcjach LBO. Dane dla amerykańskiego rynku pokazują jednak wyraźną zmianę po 2022 roku: *yield to maturity* dla długu instytucjonalnego w transakcjach LBO wynosił ok. 5,0% w 2021 roku, podczas gdy w 2023 roku wzrósł do 10,9%, a w 2024 roku nadal utrzymywał się na podwyższonym poziomie 9,5% (przy średnim oprocentowaniu w latach 2010-2020 na poziomie 6,4%). Dług pozostaje więc dostępny, ale jego koszt znacząco ogranicza rolę, jaką może pełnić w budowaniu zwrotu.

Wykres II - koszt finansowania dłużnego w amerykańskich transakcjach LBO, 2010-2024



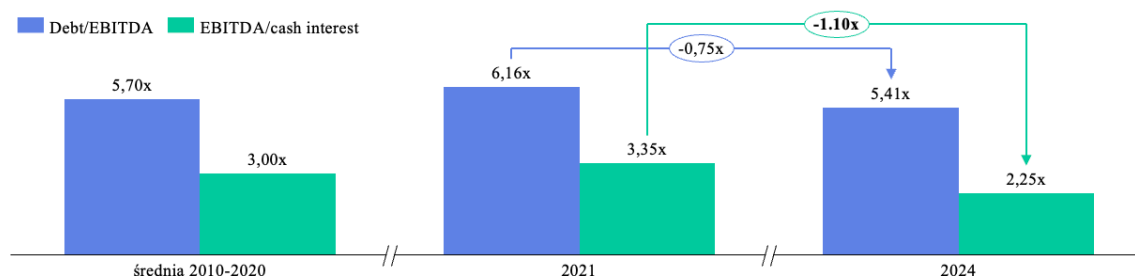
Źródło: opracowanie własne na podstawie *US LBO Debt Report Q4 2024*, PitchBook LCD.

² Luis Garcia, „Apollo Seizes on ‘Great Time’ for Private Credit as Buyouts Become More Sparse”, *The Wall Street Journal*, 3 sierpnia 2023

2.2. Mniejszy margines bezpieczeństwa w modelu LBO

Wyższy koszt finansowania przekłada się bezpośrednio na zdolność spółek portfelowych do obsługi odsetek. W dużych amerykańskich transakcjach LBO poziom zadłużenia pozostał relatywnie wysoki - $Debt/EBITDA$ wyniósł 5,4x w 2024 roku wobec 6,1x w 2022 roku (średnia z lat 2010-2020; 5,7x). Jednocześnie wskaźnik $EBITDA/Cash\ Interest$ spadł z 3,4x w 2021 roku do 2,3x w 2024 roku (średnia z lat 2010-2020; 3,0x). Oznacza to, że większa część wyniku operacyjnego musi być przeznaczana na obsługę długu, a margines bezpieczeństwa w przypadku słabszych wyników, opóźnień wzrostu lub dodatkowych nakładów inwestycyjnych jest mniejszy niż w poprzednim cyklu.

Wykres III - poziom zadłużenia i zdolność obsługi odsetek w transakcjach LBO w USA

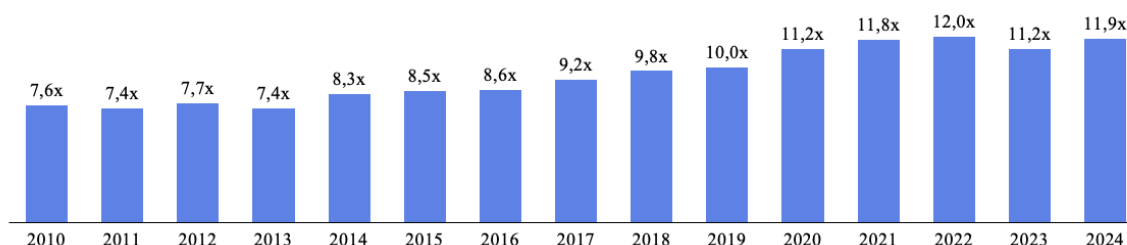


Źródło: opracowanie własne na podstawie US LBO Debt Report Q4 2024, PitchBook LCD.

2.3. Wsokie wyceny wejścia i ograniczona przestrzeń do ekspansji mnożników

Kolejnym wyzwaniem są utrzymujące się wysokie wyceny aktywów, napędzane rekordowym poziomem kapitału oczekującego na inwestycje (*dry powder*) oraz silną konkurencją o ograniczoną pulę atrakcyjnych spółek. W poprzednim cyklu wzrost mnożników często wzmacniał końcowy wynik inwestycji - fundusz mógł kupić spółkę, poprawić jej skalę i jakość zarządzania, a następnie sprzedać ją po wyższym mnożniku. Dziś takie założenie jest znacznie mniej bezpieczne. Mediana mnożnika wejścia w globalnych transakcjach *buyout* w 2024 roku wyniosła 11,9x EBITDA, czyli była bliska rekordowemu poziomowi z 2022 roku. Fundusze nadal płacą wysokie ceny za dobre aktywa, ale mają mniejsze wsparcie ze strony taniego długu i ograniczoną przestrzeń do dalszej ekspansji mnożników.

Wykres IV - mediana mnożnika wejścia w globalnych transakcjach *buyout*, 2010-2024

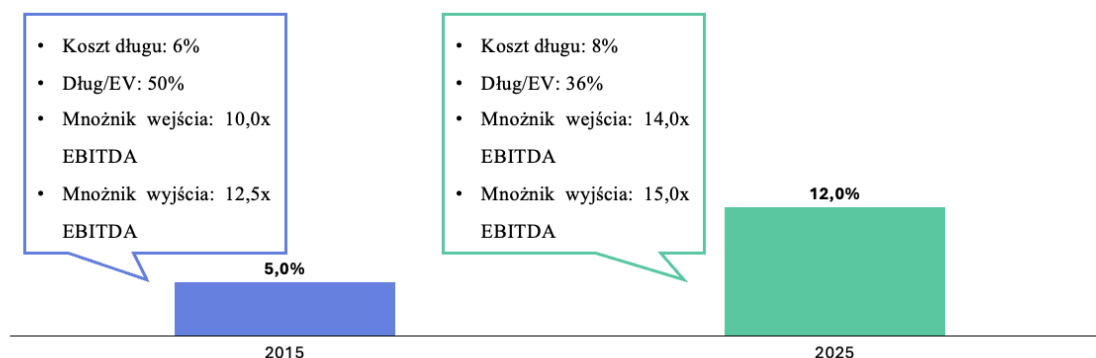


Źródło: opracowanie własne na podstawie McKinsey & Company, Global Private Markets Report 2025.

2.4. Większa presja na operacyjny wzrost EBITDA

Opisane zmiany sprowadzają się do kluczowego wniosku jakim jest wzrost znaczenia operacyjnej poprawy wyników spółek portfelowych. W poprzednim otoczeniu umiarkowany wzrost EBITDA był wystarczający, bo fundusze wspierały tani dług, wyższa dźwignia i korzystne mnożniki wyjścia. Dziś wymienione źródła kreacji wartości są zdecydowanie słabsze lub mniej przewidywalne. Ilustracyjny model zastosowany przez Bain & Company wskazuje skalę tej zmiany: w scenariuszu zakładającym 20% IRR / 2,5x MOIC w pięcioletnim horyzoncie wymagany roczny wzrost EBITDA rośnie z ok. 5% w 2015 roku do ok. 12% w 2025 roku.

Wykres V - wymagany wzrost EBITDA w transakcjach *buyout* wzrósł z 5% do 12% rocznie



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Global Private Equity Report 2026*, Bain & Company.

Klasyczny model PE stał się mniej odporny na błędy w założeniach inwestycyjnych. Wysoka cena wejścia, droższy dług i ograniczona przestrzeń do ekspansji mnożników przesuwają ciężar z konstrukcji finansowej transakcji na realną poprawę wyników spółki.

W dalszej części raportu przeanalizujemy, czy podobne przesunięcie zachodzi również w Polsce i jak lokalna specyfika rynku wpływa na sposób budowania zwrotów przez fundusze PE.

3. Specyfika polskiego rynku PE na tle modelu globalnego

W dyskusji o zmianie globalnego modelu *private equity* często pojawia się teza, że polski rynek jest mniej narażony na kryzys klasycznego *LBO* niż rynki zachodnie. Wynika to z historycznie niższego wykorzystania długu oraz większego znaczenia wzrostu operacyjnego jako źródła zwrotu. Tezę tę warto jednak zestawić z perspektywą *LP* oraz danymi pokazującymi skalę rynku.

Polski rynek *PE* pozostaje relatywnie płytki na tle Europy. Według danych *Invest Europe* za 2025 r. wartość inwestycji *private equity* w Polsce wyniosła 0,11% PKB wobec 0,56% średnio w Europie. Na bardziej rozwiniętych rynkach, takich jak Wielka Brytania czy Francja, wskaźnik ten w ostatnich latach

Polski rynek znajduje się więc w specyficznym punkcie. Z jednej strony relatywnie niższe wykorzystanie długu względem gospodarek rozwiniętych ograniczyło wpływ wzrostu stóp procentowych na model zwrotu. Z drugiej - rynek pozostaje niewyskalowany, z ograniczoną bazą krajowego kapitału instytucjonalnego i wysoką wrażliwością *LP* na płynność oraz realne wypłaty.

3.1. Ewolucja roli dźwigni finansowej

Wzrost stóp procentowych po 2021 r. istotnie zmienił matematykę transakcji w Polsce. Stopa referencyjna NBP wzrosła z 0,1% w 2021 r. do 6,75% jesienią 2022 r., a koszt długu w szczytowych momentach sięgał 8-9%. Przy takim poziomie finansowanie dłużne przestało wyraźnie podbijać zwrot z kapitału własnego. Piotr Miller przyznaje:



Jak mam lewarować spółkę długiem na poziomie 8% i to jest mój hurdle rate, to średnio się to opłaca. Skala lewarowania transakcji zdecydowanie spadła po pandemii.

Równolegle banki komercyjne zaostrzyły politykę kredytową, co zmusiło fundusze *PE* do większego udziału kapitału własnego w transakcjach - często na poziomie 60–70% wartości przedsiębiorstwa. Dług nie znika jednak z polskich *buyoutów*: poza zwiększaniem potencjalnego zwrotu funduszu wpływa także na ekonomię *founderów* pozostających w akcjonariacie. Przy odpowiednio skonstruowanym *rollover equity* finansowanie dłużne pozwala im zachować większą ekspozycję na przyszły wzrost wartości spółki, mimo sprzedaży pakietu większościowego. Mechanizm ten opisuje Piotr Misztal, *Senior Partner* w Value4Capital:



Jeżeli przedmiotem transakcji jest spółka niezadłużona, a fundusz nabywa jedynie pakiet większościowy, pozostawiając część udziałów w rękach założyciela lub pozostałych dotychczasowych wspólników (tzw. rollover shareholders), przy jednoczesnym wykorzystaniu finansowania dłużnego, które po zamknięciu transakcji zostaje przypisane do spółki (debt push-down), dochodzi do przeniesienia ekonomicznego ciężaru obsługi zadłużenia również na wspólników pozostających w akcjonariacie. Ponieważ spłata zadłużenia finansowana jest z przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę, wspólnicy ci partycypują w kosztach finansowania przejęcia, mimo że nie uzyskali pełnego wynagrodzenia z tytułu zbycia swoich udziałów. Taki efekt prowadziłby do nieuzasadnionego ekonomicznie transferu wartości na rzecz inwestora finansowego.

W konsekwencji struktura transakcji jest projektowana w sposób zapewniający ekonomiczną neutralność dla wspólników pozostających w spółce. Osiąga się to poprzez odpowiednie ukształtowanie struktury kapitałowej oraz mechanizmu rollover equity, w wyniku czego ich efektywny udział w kapitale własnym po zamknięciu transakcji jest wyższy niż wynikałoby to wyłącznie z proporcji zachowanych udziałów. Przykładowo, przy nabyciu przez fundusz 70% udziałów spółki, wspólnicy zachowujący nominalnie 30% udziałów mogą uzyskać ekonomiczną ekspozycję odpowiadającą około 45% kapitału własnego. Dodatkowa alokacja wartości pełni funkcję rekompensaty za rozwodnienie ekonomicznej wartości ich inwestycji wynikające z obciążenia spółki zadłużeniem akwizycyjnym oraz zapewnia proporcjonalny podział korzyści i kosztów wynikających z zastosowanej struktury finansowania.

Głównym ryzykiem pozostaje połączenie wolniejszego wzrostu EBITDA z niepewnością co do przyszłego poziomu stóp procentowych, ponieważ większość finansowania dłużnego opiera się na zmiennym oprocentowaniu. Alternatywą jest *private debt*, który daje większą elastyczność - m.in. dłuższy tenor, możliwość karencji (spółka przez pierwsze miesiące lub lata spłaca jedynie odsetki, a spłatę kapitału rozpoczyna dopiero później) i swobodniejsze kowenanty - ale kosztem wyższego oprocentowania dla spółki.

3.2. Arbitraż mnożnikowy a realia transformacji operacyjnej i cykli rynkowych

Choć globalna faza ekspansji mnożników w dużej mierze wygasła, na polskim rynku *mid-market* arbitraż mnożnikowy nadal może działać - nie jako efekt samego wzrostu wycen rynkowych, lecz jako rezultat profesjonalizacji spółek. Dotyczy to przede wszystkim biznesów *founder-led*, które mają solidne fundamenty operacyjne, ale niższy poziom instytucjonalizacji: słabsze raportowanie, mniej sformalizowany ład korporacyjny, ograniczoną drugą linię zarządzania lub niewykorzystany potencjał ekspansji. Piotr Misztal wskazuje:



Zjawisko arbitrażu na mnożnikach wyceny (multiple arbitrage) pozostaje jednym z istotnych źródeł kreacji wartości, zwłaszcza w segmencie mniejszych transakcji private equity, i należy oczekiwać, że jego znaczenie będzie utrzymywać się również w przyszłości. Wynika to z faktu, że fundusze private equity nabywają spółki znajdujące się na relatywnie wczesnym etapie rozwoju organizacyjnego, które często charakteryzują się ograniczonym stopniem profesjonalizacji procesów zarządczych, niższą dojrzałością struktur organizacyjnych oraz większą zależnością od założycieli.

W okresie inwestycji fundusz wdraża szereg działań mających na celu profesjonalizację przedsiębiorstwa, obejmujących m.in. rozwój ładu korporacyjnego, wzmocnienie kadry zarządzającej, formalizację procesów operacyjnych oraz poprawę systemów raportowania i kontroli. W rezultacie, nawet przy niezmiennym poziomie wyników finansowych, spółka po zakończeniu okresu inwestycji jest postrzegana przez potencjalnych nabywców jako podmiot o istotnie niższym profilu ryzyka. Zmiana percepcji ryzyka przekłada się na obniżenie oczekiwanej stopy zwrotu inwestorów, a w konsekwencji na możliwość zastosowania wyższych mnożników wyceny przy dezinwestycji. Tym samym część wzrostu wartości inwestycji wynika nie tylko z poprawy wyników operacyjnych, lecz również z reratingu wyceny będącego efektem wzrostu jakości i przewidywalności przedsiębiorstwa.

W takim przypadku fundusz nie zarabia wyłącznie na „kup tanio, sprzedaj drożej”, ale na realnym obniżeniu profilu ryzyka aktywa. Uporządkowanie zarządzania, finansów, procesów i strategii wzrostu może sprawić, że ta sama spółka staje się atrakcyjna dla szerszej grupy kupujących - inwestora strategicznego, większego funduszu lub platformy konsolidacyjnej - a przez to może zostać wyceniona wyżej.

Ten mechanizm ma jednak wyraźne ograniczenia. Arbitraż mnożnikowy jest dużo trudniejszy w przypadku spółek już dojrzałych, poukładanych i profesjonalnie zarządzanych, bo tam przestrzeń do „instytucjonalizacji” została w dużej mierze wykorzystana. W takich aktywach fundusz nie może liczyć na prostą ekspansję mnożnika wynikającą z poprawy jakości organizacji - musi wygenerować zwrot przede wszystkim przez wzrost EBITDA, ekspansję skali lub konsolidację rynku.

Dlatego w Polsce arbitraż mnożnikowy pozostaje możliwy, ale selektywny. Najlepiej działa tam, gdzie fundusz może „doczepić” nie w pełni uporządkowany biznes do bardziej profesjonalnej struktury: poprzez *buy-and-build*, wzmocnienie zarządu, poprawę raportowania lub przygotowanie spółki do sprzedaży większemu inwestorowi. Nie jest to jednak już pasywna beta z rosnącego rynku wycen, lecz element aktywnej kreacji wartości.

3.3. Problematyka upłynniania inwestycji

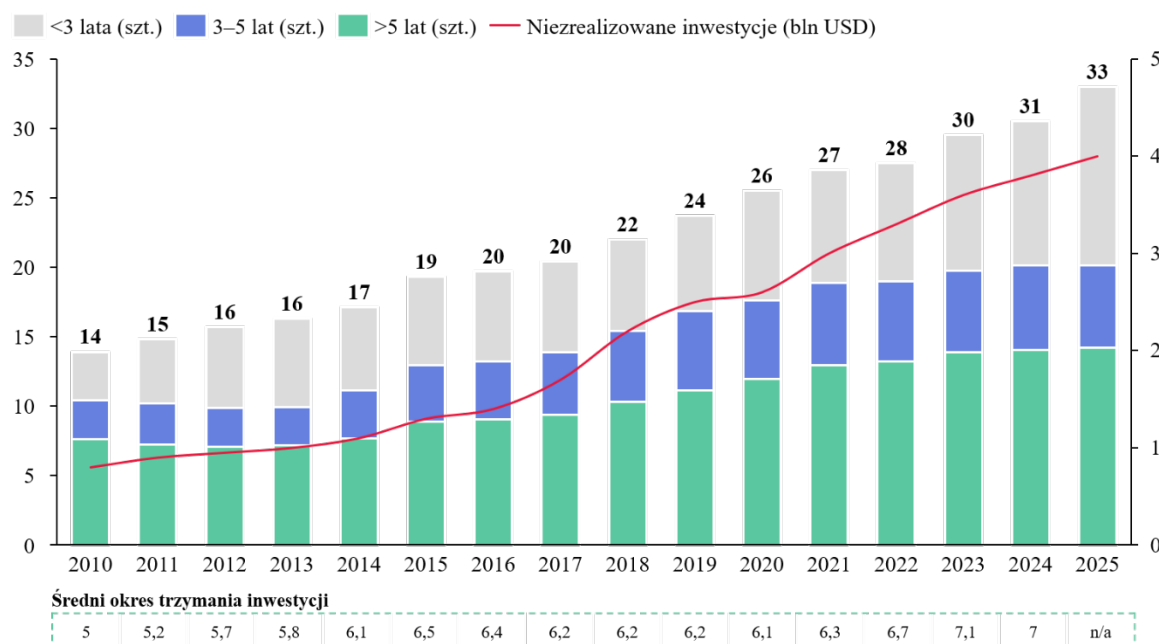
W Polsce coraz częściej najtrudniejszym elementem cyklu *PE* nie jest samo kupno spółki ani budowanie jej wartości, lecz domknięcie inwestycji - czyli sprzedaż aktywa, wygenerowanie gotówki dla inwestorów (*DPI*) i zebranie kolejnego funduszu. Ograniczenie przesunęło się więc z fazy kreacji wartości na fazę jej monetyzacji. Wskazywali na to niemal wszyscy rozmówcy, niezależnie od perspektywy *GP*, *LP* czy rynku publicznego. Najmocniej ujął to Tomasz Ciborowski z Enterprise Investors:



Najwięcej zmieniło się w otoczeniu exitów - stały się dużo trudniejsze. Trudniejszy zrobił się też fundraising. Natomiast same inwestycje i budowanie wartości w spółkach - nie powiedziałbym, żeby zaszły tu fundamentalne zmiany.

Problem *exitów* nie jest wyłącznie polską specyfiką. Według Bain & Company globalny rynek wyjść odbił w 2025 r., a ich wartość wzrosła o 47% do 717 mld USD, jednak dystrybucje gotówki do *LP* nadal pozostają niewystarczające. Odbicie było w dużej mierze napędzane kilkoma dużymi transakcjami, podczas gdy globalnie branża wciąż posiada ok. 33 tys. niesprzedanych spółek o wartości ok. 3,8 bln USD. Średni okres utrzymania aktywa przy wyjściu wydłużył się do ok. 7 lat, a *continuation vehicles* pozostają jedynie częściowym rozwiązaniem problemu płynności.

Wykres VIII – okres *holdingu* aktywów



Źródło: Bain & Company, Global Private Equity Report 2026.

W Polsce globalny problem płynności jest dodatkowo wzmacniany przez płytkość rynku kapitałowego. GPW była historycznie ważnym kanałem wyjścia dla funduszy *PE* - w przypadku Enterprise Investors odpowiadała za ok. jedną czwartą wszystkich *exitów*. Po reformie OFE z 2014 r. giełda straciła jednak stały dopływ krajowego kapitału instytucjonalnego, który wcześniej wspierał wiele debiutów. Tomasz Ciborowski opisuje tę sekwencję jako jeden z czynników, które ograniczyły przepustowość rynku wyjść w regionie:



Najpierw pandemia, potem wysoka inflacja, która podniosła koszt pieniądza i ograniczyła dostępność finansowania - banki przykręciły kurek. A kiedy koszt zaczął spadać, wybuchła wojna za naszą wschodnią granicą i inwestorzy zagraniczni zaczęli postrzegać region jako obszar podwyższonego ryzyka.

Po IPO Żabki rynek publiczny zaczął się odbudowywać, ale pozostaje selektywny. Duże oferty, rzędu miliarda złotych i więcej, są w stanie przyciągnąć zarówno inwestorów zagranicznych, jak i krajowych. Problem dotyczy średnich ofert: są zbyt małe dla inwestorów zagranicznych i największych OFE, a jednocześnie zbyt duże dla płytszej części rynku, co podkreśla ekspert:



Jeżeli IPO jest wielkości 300–400 milionów zł, to jest za małe dla inwestorów zagranicznych, za małe dla największych OFE. Duże fundusze potrzebują płynności bo inwestują duże tickety, ale zazwyczaj nie chcą obejmować więcej niż 20% oferty, bo wyjście z tak dużego pakietu akcji może być problematyczne.

Nawet udane IPO rzadko oznacza pełne wyjście funduszu. Inwestor większościowy nie może zwykle sprzedać całego pakietu w debiucie, więc *exit* musi odbywać się w dwóch lub trzech etapach. Tworzy to nawis podaży: rynek wie, że fundusz będzie z czasem sprzedawał pozostałe akcje, często z dyskontem, co może ograniczać popyt mimo dobrych wyników spółki.

W efekcie *exity*, *DPI* i *fundraising* tworzą jeden łańcuch. Brak płynnych wyjść oznacza niski *DPI*, a niski *DPI* utrudnia zebranie kolejnego funduszu. *LP* coraz częściej patrzą nie tylko na papierową wartość portfela (*TVPI*), lecz przede wszystkim na zdolność *GP* do zamiany tej wartości na gotówkę. Ten związek podkreśla również Radosław Kuchar z PFR Ventures:



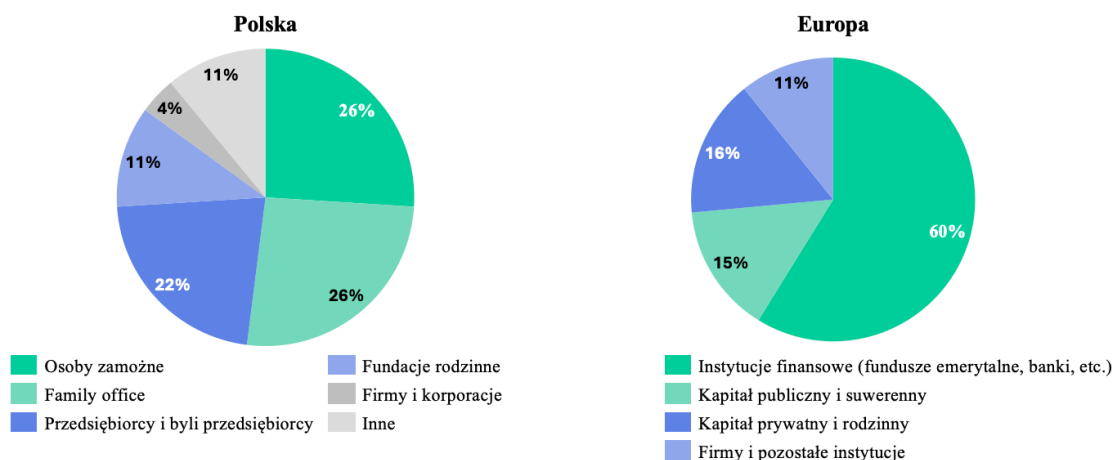
Okresy utrzymywania spółek w portfelach funduszy się wydłużają, co bezpośrednio uderza w DPI. Inwestorzy patrzą dziś nie tylko na wycenę portfela, ale przede wszystkim na realną zdolność GP do przeprowadzania exitów. Fundusze wspierają DPI rekapitalizacjami i dywidendami, ponieważ bez gotówkowych dystrybucji LP nie wejdą w kolejny fundusz.

3.4. Fundraising

Niska aktywność *fundraisingowa* polskiego *private equity* ma charakter strukturalny. Problemem nie jest brak kapitału w gospodarce, lecz brak mechanizmu, który kierowałby krajowe oszczędności instytucjonalne do lokalnych funduszy.

Pokazuje to struktura bazy *LP*. Według Barometru nastrojów *VC/PE* PFR Ventures i PSIK polskie fundusze najczęściej sięgają po kapitał osób zamożnych (26%), *family office* (26%), przedsiębiorców i byłych przedsiębiorców (22%) oraz fundacji rodzinnych (11%). Firmy i korporacje odpowiadają za 4% wskazań, a banki, zakłady ubezpieczeń i fundusze emerytalne są praktycznie nieobecne. W Europie sytuacja wygląda odwrotnie: według Invest Europe za 2024 r. instytucje finansowe, w tym fundusze emerytalne, banki i inne podmioty finansowe, odpowiadają za ok. 60% *fundraisingu private equity*. Kapitał prywatny i rodzinny stanowi ok. 16%, kapitał publiczny i suwerenny ok. 15%, a firmy i pozostałe instytucje ok. 11%.

Wykres IX – struktura bazy LP w Polsce i w Europie



Źródło: Barometr nastrojów VC/PE PFR Ventures i PSIK; Investing in Europe: Private Equity activity 2024, Invest Europe.

Różnica nie polega więc na tym, że w Polsce brakuje kapitału, lecz na tym, że nie trafia on systemowo do lokalnych funduszy *private equity*. Po pierwsze, jak wskazuje Tomasz Ciborowski, nawet gdy polskie instytucje inwestują w tę klasę aktywów, często robią to przez fundusze zagraniczne. Kapitał instytucjonalny nie omija więc *private equity*. Omija polskie fundusze.

Po drugie, osłabiony został krajowy filar długoterminowego kapitału. Reforma OFE z 2014 roku ograniczyła aktywa systemu o ponad połowę, zniosła obowiązkowość uczestnictwa i wprowadziła tzw. suwak bezpieczeństwa. W efekcie największy potencjalny krajowy inwestor długoterminowy nie buduje ekspozycji, lecz stopniowo wyprzedaje aktywa. Potwierdza to Ciborowski:



Napływy do OFE są ujemne nawet po uwzględnieniu otrzymywanych dywidend, więc żeby coś kupić, fundusze muszą najpierw coś sprzedać.

Rozwiązania, które zastąpiły OFE, nie wypełniły tej luki. Piotr Miller, Senior Partner w Avallon MBO, szacuje ich skalę następująco:



PPK, IKE i IKZE to dziś rzędu 25 miliardów euro, tyle, ile jeden średni zachodni asset manager, a takich są dziesiątki.

Po trzecie, barierą pozostają regulacje po stronie banków, ubezpieczycieli i funduszy emerytalnych. Wskazują na to także raport EY i EBRD oraz materiały PSIK: bez zmian legislacyjnych krajowy kapitał instytucjonalny pozostanie poza rynkiem prywatnym. Ostrożność inwestorów jest więc raczej skutkiem barier prawnych niż ich źródłem.

Po czwarte, ograniczony jest także krajowy kapitał prywatny. Niewielu przedsiębiorców przeszło pełny cykl budowy firmy, wyjścia i reinwestycji kapitału w fundusze, a inwestorzy, którzy taki kapitał mają, często są już silnie skoncentrowani na Polsce. Jakub Sieracha z Amarant Capital szacuje udział polskich aktywów w portfelu na ok. 70%, co ogranicza gotowość do dalszego zwiększania ekspozycji na lokalny rynek. Z kolei dla inwestorów zagranicznych Polska i region pozostają zwykle dodatkiem, nie rdzeniem portfela. Tę barierę potwierdza Tomasz Ciborowski:



Region CEE nigdy nie był dla globalnych inwestorów »must have«, tylko »nice to have«. Udział CEE w fundraisingu przeprowadzanym przez europejskie fundusze private equity to zaledwie 1-1,5 %.

Cienka baza kapitału oznacza małe fundusze, małe fundusze realizują mniejsze wyjścia, mniejsze wyjścia ograniczają dystrybucje, a słabe dystrybucje zniechęcają inwestorów do kolejnych zobowiązań.

Jednocześnie rosną wymagania jakościowe wobec funduszy. LP oczekują dziś nie tylko narracji, ale udokumentowanego *track recordu* i dowodu realnej kreacji wartości. Jak wskazuje Radosław Kuchar:



Jeżeli fundusz w poprzedniej generacji osiągnął TVPI na poziomie 2x, to pytamy: z czego ten zwrot wynikał? Czy fundusz skorzystał głównie z ogólnego wzrostu wycen na rynku, czy realnie wygenerował wartość w spółkach portfelowych? Szczególnie wysoko cenimy tych zarządzających, którzy potrafią udowodnić realną kreację wartości.

Problem polega na tym, że *track record* buduje się latami i wyjściami, a tych na polskim rynku brakuje. Dlatego grono zespołów spełniających podniesioną poprzeczkę pozostaje wąskie.

3.5. Ograniczona podaż spółek

Dyskusja o polskim rynku *private equity* najczęściej koncentruje się na trudnych wyjściach i wąskiej bazie inwestorów. Rzadziej mówi się o trzecim, równie ważnym ograniczeniu: małej podaży atrakcyjnych aktywów. To ona w praktyce wyznacza granice wzrostu całego ekosystemu.

Skala luki jest widoczna na tle rozwoju gospodarki. Polska urosła gospodarczo, ale udział inwestycji *private equity* w PKB pozostaje dużo niższy niż średnia europejska, a liczba lokalnych funduszy nie zwiększyła się proporcjonalnie do skali rynku.

Polski *mid-market* zasila głównie sukcesja *founderów* z lat 90. oraz częściowe *cash-outy* młodszych przedsiębiorców, którzy chcą zdywersyfikować ryzyko bez pełnego wyjścia z firmy, na co wskazuje Piotr Miller:



Oni (przedsiębiorcy w wieku 40-45 lat) nie chcą jeszcze odchodzić na emeryturę, ale chcą zdywersyfikować ryzyko. Sprzedają 50% udziałów, żeby się spieniężyć i spokojnie pożyć, mając z tyłu głowy strategię zjedzenia ciastka i posiadania ciastka, bo wiedzą, że ze wsparciem funduszu, pozostałą połowę za pięć lat odsprzedadzą za wielokrotnie wyższą kwotę.

To zdrowe źródło transakcji, ale zbyt wąskie. Liczba spółek z EBITDA na poziomie kilkunastu lub kilkudziesięciu milionów złotych, przejrzystą strukturą właścicielską i potencjałem skalowania jest ograniczona. Jak wskazuje Radosław Kuchar, rynek *alternatives* jest niedoinwestowany kapitałowo, a dużych spółek po prostu brakuje.



Czy możemy mieć w Polsce lokalną Permirę? Byłoby to atrakcyjne, ale realistycznie - dziś jest to mało prawdopodobne. Na rynku brakuje wystarczającej liczby dużych, prywatnych spółek, które mogłyby być przedmiotem takich transakcji.

O tę samą pulę aktywów konkuruje coraz więcej kapitału. Obok lokalnych funduszy *PE* coraz aktywniejsze są fundusze z Niemiec, Skandynawii i Szwajcarii, co odnotowuje Forvis Mazars w raporcie za 2025 rok. Do tego dochodzą *family offices*, które zamiast inwestować jako *LP*, coraz częściej kupują spółki bezpośrednio. Przykładem jest Amarant Capital, celujący w firmy z EBITDA od 1 do 10 mln euro, czyli segment pokrywający się z obszarem działania lokalnych funduszy *growth*.

Efektem jest presja na wyceny wejścia. Jeśli więcej inwestorów goni za tą samą pulą aktywów, historyczny arbitraż mnożnikowy polskiego *mid-marketu* będzie się kurczył. Problem jest jeszcze ostrzejszy na górnym końcu rynku. Fundusze chcące rosnać napotykają na brak odpowiednio dużych aktywów. Rynek transakcji powyżej 100 mln euro pozostaje płytki: według Invest Europe średnia wielkość transakcji *buyout* spadła z 30 mln euro w 2024 roku do 20 mln euro, a transakcje *mid-market* w Polsce objęły jedynie 12 spółek. Dodatkową barierą jest *track record*. Funduszom trudno pozyskać większy mandat, jeśli wcześniej nie realizowały transakcji o porównywalnej skali. Część trendów może jednak stopniowo zwiększać podaż aktywów. Sukcesja *founderów* będzie przyspieszać, a konsolidacja rozdrobnionych sektorów - takich jak *healthcare*, usługi B2B, logistyka czy *e-commerce* - pozwala funduszom budować większe platformy przez *add-ony*. Dane za 2025 rok pokazują żywotność tego modelu: wartość *mid-market buyoutów* wzrosła o 52% do 780 mln euro, obejmując rekordowe 24 spółki.

Nową szansą mogą być też sektory o wyższej dynamice wzrostu, zwłaszcza obronność i nowe technologie. Tomasz Ciborowski z Enterprise Investors wskazuje, że Polska ma w tym obszarze przewagi i duże potrzeby inwestycyjne, co może stworzyć nowy segment atrakcyjnych aktywów.

Podaż spółek pozostaje jednak wyzwaniem systemowym. Wymaga dojrzenia całego ekosystemu: większej liczby *founderów* po wyjściach, głębszych rynków sektorowych i rozwoju spółek zdolnych przyciągać większy kapitał.

4. Perspektywa dla rynku *PE* w Polsce

4.1. Polski rynek kapitałowy potrzebuje czasu

W dyskusji nad strukturalnymi ograniczeniami polskiego rynku private equity często powraca pytanie o to, czy obserwowana asymetria między głębokością lokalnego rynku a dojrzałością rynków zachodnich jest wadą systemową, czy jedynie naturalnym etapem ewolucyjnym. Analiza porównawcza dynamiki rozwoju sugeruje, że kluczową zmienną jest tutaj czas. Transformacja gospodarcza i budowa instytucjonalnego rynku kapitałowego w Polsce trwają relatywnie krótko, co bezpośrednio determinuje tempo akumulacji kapitału, formowanie się doświadczonych zespołów zarządzających oraz podaż odpowiednio dużych przedsiębiorstw prywatnych.

Obecna struktura polskiego rynku cierpi na syndrom młodego ekosystemu, w którym poszczególne elementy: kapitał, menedżerowie i dojrzałe biznesy muszą rosnąć współzależnie. Brak wielkich, prywatnych podmiotów w sektorach innych niż paliwowy czy bankowy ogranicza przestrzeń inwestycyjną dla funduszy typu *large-buyout*, co z kolei hamuje wzrost skali lokalnych *GP*. Zależność tę i konieczność zachowania historycznej perspektywy precyzyjnie opisuje Radosław Kuchar:



Dlaczego brakuje kapitału? Ponieważ brakuje doświadczonych zarządzających. Dlaczego brakuje zarządzających? Ponieważ na rynku wciąż jest zbyt mało odpowiednio dużych spółek. Duże fundusze pytają: w co mają inwestować, skoro największe sensowne aktywa to często banki i spółki paliwowe? Polska rozwija swój rynek kapitałowy dopiero od 37 lat, podczas gdy dojrzałe rynki zachodnie budują go od kilkuset lat.

4.2. Potrzeba nowego kapitału i rola lokalnych instytucji

Drugim fundamentalnym wektorem zmiany, determinującym przyszłość *PE* w Polsce, jest konieczność przełamania paradoksu dystrybucji kapitału. Choć polska gospodarka wykazuje imponującą dynamikę wzrostu, lokalna baza funduszy *PE* przez lata pozostawała w stagnacji, uzależniona od kaprysu alokacji zagranicznych *LP*. Głównym wyzwaniem na nadchodzące lata jest uwalnianie i strukturyzowanie

olbrzymich rezerw gotówkowych zgromadzonych w krajowych instytucjach finansowych, takich jak banki komercyjne czy zakłady ubezpieczeń.

Niedopasowanie skali wzrostu realnej gospodarki do wielkości aktywów pod zarządzaniem lokalnego PE staje się barierą, którą dostrzegają liderzy rynku. Na ten strukturalny rozdźwięk oraz na pierwsze sygnały przełomu wskazuje Tomasz Ciborowski:



Mamy dziś w kraju duże lokalne instytucje, ubezpieczycieli oraz banki komercyjne zarządzające setkami miliardów złotych, które zaczynają inwestować na rodzimym rynku private equity. Pierwsze zainteresowanie z ich strony zaczyna się już pojawiać. Powstał też program Innovate Poland.

Równolegle do budowania popytu instytucjonalnego na rynku prywatnym, duże znaczenie dla powodzenia całego ekosystemu (w tym ścieżek wyjścia dla funduszy PE) ma systematyczne zasilanie rynku publicznego nowym strumieniem kapitału długoterminowego. Po strukturalnym paraliżu dawnego systemu emerytalnego, to nowe programy oszczędnościowe stają się głównym motorem płynności (IKE, IKZE, PPK, PPE, OKI).

Wpływ tych nowych narzędzi makroekonomicznych na odbudowę bazy kapitałowej opisuje Izabela Mikołajczyk, Dyrektor Działu Rynku Pierwotnego GPW:



Baza kapitałowa w Polsce rośnie. Aktywa PPK na koniec 2025 roku przekroczyły już 45 miliardów złotych, choć w porównaniu do skali aktywów OFE to skala wciąż niewystarczająca. Istotny potencjał widzimy w OKI. Według szacunków do 2040 roku na giełdę z tego tytułu może wpłynąć ok. 70 miliardów złotych. Ten kapitał powinien zasilić i wzmocnić stronę popytową rynku kapitałowego.

Uruchomienie tych dwóch równoległych strumieni kapitału: bezpośrednich inwestycji instytucjonalnych jako LP w funduszach PE oraz systematycznego zasilania giełdy przez programy typu PPK, IKE, IKZE i OKI, ma szansę trwale zamknąć lukę popytową. Dla funduszy *private equity* oznacza to nie tylko łatwiejszy *fundraising* na poziomie lokalnym, ale również urealnienie ścieżki IPO jako w pełni funkcjonalnego i chłonnego kanału monetyzacji inwestycji.

4.3. Odblokowanie kapitału zagranicznego

Polska pozostaje dla zagranicznych inwestorów rynkiem w kategorii „*nice to have*”, nie „*must have*”. Ta fraza, powtarzana przez niemal każdego rozmówcę w przeprowadzonych wywiadach, oddaje fundamentalne napięcie: argumenty makroekonomiczne przemawiają za Polską i regionem CEE, natomiast mechanizmy alokacji kapitału działają przeciw. Zamknięcie tej luki jest prawdopodobnie jednym z najważniejszych warunków systemowego wzrostu polskiego PE.

Przyczyn jest kilka i oddziałują one łącznie. Alokacja do CEE jest strukturalnie niska: zaledwie 1–2% portfeli globalnych LPs i żaden instytucjonalny inwestor nie ma poczucia, że musi alokować środki do tego regionu. W praktyce oznacza to, że region przegrywa konkurencję o uwagę nie z powodu złej reputacji, lecz z powodu niskiego priorytetu. W 2025 roku udział CEE w europejskim *fundraisingu* wyniósł zaledwie 1,3% i to po roku, który dla regionu był relatywnie dobry.

Drugim czynnikiem jest ryzyko walutowe. Fundusze nominowane w euro inwestują w spółki generujące przychody w złotych lub lejach i to dyskonto jest realnym kosztem, który LP siedzący w Londynie czy Monachium widzi wyraźniej niż zarządzający operujący lokalnie. To efektywnie podnosi poprzeczkę wymaganego zwrotu.

Czynnikiem trzecim jest geopolityka. Wybuch wojny za wschodnią granicą w 2022 roku spowodował, że zagraniczni inwestorzy zaczęli postrzegać cały region CEE jako obszar podwyższonego ryzyka, niezależnie od faktycznej ekspozycji danego portfela na Ukrainę. To dyskonto częściowo maleje w czasie, ale nie znika.

Makroekonomiczne argumenty za Polską i regionem są jednak coraz trudniejsze do zbagatelizowania. Polska jako pierwsza gospodarka CEE przekroczyła w 2025 roku próg PKB wynoszący bilion dolarów. Prognozy MFW wskazują na wzrost PKB na poziomie 3,1% w 2026 roku, czyli trzykrotnie więcej niż w Niemczech. Konwergencja PKB per capita regionu CEE do średniej UE przyspiesza: z 42,2% w 2011 roku do 60,4% w 2025 roku. Wartość exitów PE w regionie wzrosła w 2025 roku o 26% do 1,71 mld euro, czyli najwyższy wynik od 2020 roku, a Polska odpowiadała za 31% tej wartości.

Tę dynamikę polskie fundusze próbują podkreślać w rozmowach z zagranicznymi LPs. Tomasz Ciborowski:



Historia, którą opowiadamy inwestorom, to wzrost PKB, rozwój Polski i regionu jest szybszy niż Europy Zachodniej, więc potencjał zwrotów jest tutaj wyższy.

Istotnym sygnałem zmiany jest także wyraźny wzrost udziału kapitału z samego regionu CEE w *fundraisingu* funduszy ukierunkowanych na region CEE. Według danych Invest Europe, w 2025 roku inwestorzy z CEE odpowiadali za 56% kapitału zebranego przez fundusze CEE, najwyższy udział od 2019 roku, przy czym ich zaangażowanie bezwzględne wzrosło o 37% rok do roku do 1,05 mld euro. Jest to inny wymiar niż opisany wcześniej odpływ kapitału polskich instytucji do funduszy zachodnich jako LP: powyższe dane pokazują, kto finansuje fundusze inwestujące w regionie CEE, a nie dokąd polskie instytucje kierują swój kapitał. To oznacza, że przynajmniej część kapitału lokalnego, taka jak

family offices, agencje rządowe czy fundusze publiczne, coraz śmielej finansuje fundusze inwestujące w regionie CEE, obok opisanego wcześniej strumienia kapitału dużych instytucji finansowych, który w większości nadal trafia do funduszy zachodnich.

Rosnąca aktywność funduszy zachodnioeuropejskich jest kolejnym potwierdzeniem atrakcyjności rynku. Fundusze z Niemiec, Skandynawii i Szwajcarii stają się coraz bardziej widoczne na polskim rynku, wypełniając przestrzeń pozostawioną przez lokalne fundusze borykające się z *fundraisingiem*. Z jednej strony świadczy to o atrakcyjności aktywów, z drugiej może stopniowo podnosić wyceny i zwiększać konkurencję o najlepsze spółki.

Trzy warunki systemowego przyciągnięcia kapitału zagranicznego

Na podstawie przeprowadzonych wywiadów można wskazać trzy warunki, które muszą zostać spełnione łącznie, żeby zagraniczny LP zaczął traktować Polskę jako stały element portfela, a nie epizodyczną alokację.

Pierwszym jest lepsza płynność wyjść i wyższe *DPI*. Zagraniczny LP kalkuluje nie tylko potencjalną stopę zwrotu, ale i pewność jej realizacji w gotówce. Dopóki *DPI* polskich funduszy pozostaje niskie, LP ma powód do ostrożności, którego nie zrównoważy żadna narracja wzrostowa. Dane za 2025 rok przynoszą w tym obszarze pewien optymizm, wartość *exitów* w regionie wzrosła o 26%, a *trade sale*, najbardziej wiarygodna forma zwrotu gotówki, odpowiadała za 61% całkowitej wartości wyjść. To pozytywny sygnał, choć wciąż zbyt wczesny, by mówić o trwałej zmianie trendu.



Najważniejsze jest to, czy fundusz historycznie zwracał środki inwestorom. GP raportują wyniki kwartalnie, ale duża część zwrotów pokazywanych w dziesięcioletnim cyklu życia funduszu to co do zasady zwroty papierowe.

Drugim warunkiem jest *track record* na odpowiedniej skali. Fundusz z historią transakcji wyłącznie poniżej 50 mln euro będzie miał trudność w przekonaniu instytucjonalnego inwestora z Paryża czy Amsterdamu, że potrafi obsłużyć większy mandat. Matthew Lythgoe, wieloletni CFO Pepco Group i doradca funduszy PE w regionie, wskazuje, że fundusze powinny rozważyć bardziej elastyczne struktury transakcji, w tym pakiety mniejszościowe i konsorcja, które pozwoliłyby im wchodzić w większe aktywa i stopniowo budować wiarygodny *track record* na odpowiedniej skali.



I think that Private Equity can keep growing by taking more minority stakes and by teaming up more often in consortiums with other investors.

Trzecim elementem jest czytelna narracja inwestycyjna wykraczająca poza argument makroekonomiczny. Zagraniczny *LP* słyszy podobne *pitch decki* z dziesiątek rynków wschodzących. Żeby wybitnie wyróżnić się w tym tłumie, polskie fundusze muszą potrafić pokazać, skąd konkretnie pochodzi generowana alfa tj. z profesjonalizacji spółek, z konsolidacji sektorowej, z sukcesji założycieli, i dlaczego właśnie ten zarządzający, w tym segmencie, ma powtarzalną przewagę w jej wytwarzaniu.

Perspektywa długoterminowa

Polska ma wszystkie fundamentalne argumenty za sobą: rosnącą gospodarkę, dojrzewający ekosystem przedsiębiorców, coraz lepiej wyszkolone kadry zarządzające i rozwijający się rynek MŚP. Brakuje jej natomiast pełnego domknięcia cyklu: wystarczającej liczby wyjść na odpowiedniej skali, która przekonałaby globalnych *LPs*, że ich kapitał wróci w gotówce, w rozsądnym terminie, z satysfakcjonującą premią za ryzyko.

Odblokowanie kapitału zagranicznego nie jest więc osobnym zadaniem do wykonania, jest pochodną rozwiązania wszystkich pozostałych problemów: płytkich wyjść, wąskiej bazy lokalnych *LPs* i ograniczonej podaży aktywów. Jeśli te trzy obszary zaczną dojrzewać równolegle, Polska ma realne szanse na trwałe przesunięcie się z kategorii „*nice to have*” do kategorii alokacji regularnej w portfelach globalnych instytucji.

4.4. Lepszy rynek *exitów*

Odblokowanie kanału wyjść nie wymaga porzucenia klasycznego *playbooka*, a wymaga pogłębienia rynku po stronie popytu (lokalny kapitał długoterminowy, płynniejsza GPW), uelastycznienia po stronie struktury transakcji (pełne wyjścia przez ABB, pakiety mniejszościowe) oraz dywersyfikacji kanałów (*trade sale*, *sponsor-to-sponsor* obok IPO). Część tych zmian już się zaczyna.

1. Więcej lokalnego kapitału długoterminowego po stronie popytu

Najgłębsza zmiana strukturalna to odbudowa krajowej bazy kapitału instytucjonalnego, która po reformie OFE przestała zasilać giełdę. Nowe filary: PPK oraz program OKI mogą tę lukę stopniowo zasypywać. Po stronie *private equity* ten sam kierunek widzą GP: olbrzymie krajowe instytucje (ubezpieczyciele, banki) zaczynają patrzeć na lokalne fundusze, a pierwsze zaangażowania kapitałowe już się pojawiają.

Barierą pozostaje jednak *home bias* lokalnego kapitału prywatnego: rodziny i przedsiębiorcy mają już dużą ekspozycję na Polskę przez własne firmy, więc dokładanie kolejnej ekspozycji przez polski fundusz pogłębia brak dywersyfikacji. Odblokowanie tego kapitału wymaga więc nie tylko jego istnienia, ale i przełamania koncentracji geograficznej.

2. Głęboka i płynna giełda

Wbrew obiegowej opinii o słabości GPW, sama płynność rynku jest dziś jego atutem, a duża spółka zyskuje na efekcie „dużej ryby w małym stawie” - automatyczny awans do WIG20 uruchamia pasywny popyt ze strony ETF-ów, czego nie ma na większych parkietach. Jednak istotnym warunkiem realnego pogłębienia rynku jest zniknięcie luki popytowej w segmencie średnich ofert (poniżej ~100 mln euro), co wymaga zarówno stałego dopływu kapitału z OKI i PPK, jak i aktywizacji nowych inwestorów



W tej chwili mamy olbrzymie instytucje finansowe - ubezpieczycieli, banki zarządzające dziesiątkami miliardów złotych - które w końcu zaczną inwestować lokalnie również w private equity. (...) Commitment'y już zaczynają się pojawiać.

3. Rozładowanie nawisu podażowego: pełne wyjścia i ABB

Skoro nawis podażowy jest istotnym mechanizmem psującym IPO jako kanał wyjścia, to lekarstwem jest jego eliminacja, czyli pełne, jednorazowe wyjścia z pakietu zamiast wieloletniego dosprzedawania. Kontrast między Allegro a Diagnostyką pokazuje wagę tej różnicy.



Klasycznym przykładem wpływu nawisu podażowego na kurs akcji jest Allegro, gdzie kurs w horyzoncie kilku lat po debiucie poruszał się w trendzie bocznym. To przykład exitu, który ze względu na skalę i duży udział funduszy, możliwy był w kilku krokach. Po ostatnim 9-tym ABB nawis podażowy został zredukowany, co przełożyło się na aprecjację kursu. Z kolei Diagnostyka to przykład wyjścia PE poprzez IPO, gdzie z uwagi na mniejsze zaangażowanie kapitałowe fundusz wyszedł z całego 40-procentowego pakietu na raz. Brak wiszącego nad rynkiem ryzyka kolejnych transakcji ABB pozwolił na swobodne kształtowanie się kursu już po debiucie - rynek nie oczekiwał kolejnych ABB.

Odbudowie apetytu po stronie kupujących sprzyja też rozprawienie się z mitem, że PE oddaje na giełdę spółki „wyciśnięte” z potencjału, w długim horyzoncie dane temu przeczą, co czyni te aktywa dobrym produktem dla inwestora o długim horyzoncie, takiego jak OFE.



Z tezą, że fundusze private equity sprzedają na giełdzie spółki całkowicie „wyciśnięte”, byłabym bardzo ostrożna. (...) Przypadki takie jak Dino, Kruk, Grupa Kęty czy Asseco dowodzą, że w długim horyzoncie czasowym pomimo wyjścia PE wzrost wartości prowadzonej działalności przełożył się na wzrost kursu akcji dając możliwość realizacji stóp zwrotu kilkuset czy kilka tysięcy procent od momentu IPO.

5. Podsumowanie

Klasyczny *playbook private equity* nie przestał działać. Przestał po prostu działać automatycznie. Globalnie kończy się dekada, w której tani dług i wzrost mnożników odpowiadały za większość zwrotów, sięgając 59% w latach 2010–2022. Dziś, przy koszcie długu rzędu 9–11% i rekordowych wycenach wejścia, podobny wynik wymaga już realnej, operacyjnej kreacji wartości. To nowa matematyka zwrotu, w której liczy się alfa, a nie beta.

Polska wchodzi w tę zmianę z nietypowej pozycji. Lokalny rynek nigdy nie opierał się na agresywnej dźwigni finansowej. Typowe poziomy lewarowania wynosiły tu 2,5–3,5x, wobec 5,5–6,5x na Zachodzie. Oznacza to, że kompetencje, do których globalne fundusze dopiero się przestawiają, były w Polsce potrzebne od zawsze. Chodzi przede wszystkim o wzrost EBITDA, profesjonalizację firm, konsolidację rynku i sukcesję *founderów*. W tym sensie klasyczny *playbook* w Polsce nadal działa. Prawdziwym ograniczeniem nie jest więc sam model tworzenia wartości, lecz dojrzałość ekosystemu. Rynek blokują trzy strukturalne bariery: trudności z wyjściami z inwestycji i niskie *DPI*, brak silnego krajowego kapitału instytucjonalnego oraz ograniczona podaż atrakcyjnych aktywów. Razem tworzą one samonapędzającą się pętlę płytkiego rynku. Wzmacnia ją fakt, że dla wielu globalnych *LPs* Polska pozostaje raczej rynkiem „*nice to have*” niż „*must have*”.

Jednocześnie pojawiają się pierwsze sygnały przełomu. Widać rekordową aktywność w segmencie *mid-market* w CEE, przekroczenie przez Polskę progu 1 bln USD PKB i dalszą konwergencję do średniej UE. Do tego dochodzą programy długoterminowego kapitału, takie jak PPK i OKI, które mogą odbudowywać popyt na GPW, oraz pierwsze zainteresowania krajowych instytucji. Żaden z tych elementów nie wystarczy samodzielnie. Jeśli jednak zaczną dojrzewać równolegle, ta sama pętla, która dziś ogranicza rynek, może zacząć działać w drugą stronę.

Polski *private equity* przygotował się na zwrot makroekonomiczny dużo wcześniej niż więksi, zachodni gracze. Lokalny *playbook* wciąż działa, bo od początku stawiał na jedno: realną poprawę jakości aktywów w horyzoncie inwestycyjnym - a nie na tanie finansowanie czy lewarowanie mnożników. Rozwój rynku publicznego, napędzany przez PPK, IKE, IKZE, a wkrótce też OKI powinien ułatwić wyjścia przez IPO dla spółek o odpowiedniej skali. Najpoważniejszy hamulec wzrostu segmentu pozostaje regulacyjny: ograniczenia w alokacji oszczędności emerytalnych w inwestycje alternatywne.

Podziękowania

Na zakończenie chcielibyśmy serdecznie podziękować wszystkim osobom, które poświęciły nam swój czas, podzieliły się wiedzą, doświadczeniem lub wsparły nas w pracy nad raportem. Ich zaangażowanie i perspektywa były dla nas bardzo cenne przy analizie zmian zachodzących na rynku Private Equity.

Szczególne podziękowania kierujemy do:

Pana Jakuba Sierchały,
Pana Piotra Millera,
Pana Matthew Lythgoe,
Pana Piotra Misztala,
Pana Radosława Kuchara,
Pana Tomasza Ciborowskiego,
Pana Grzegorza Borka,
Pani Izabeli Mikołajczyk,
Pani Angeliki Iwanieckiej,
Pana Marka Kani,
Pana Macieja Bednarskiego.

Bibliografia

1. *Apollo Seizes on 'Great Time' for Private Credit as Buyouts Become More Sparse-WSJ.* (b.d.). Pobrano 27 czerwca 2026, z <https://www.wsj.com/articles/apollo-earnings-private-credit-buyouts-sparse-42a28186>
2. *Earnings Call-APO.* (b.d.). Equibles. Pobrano 27 czerwca 2026, z <https://equibles.com/stocks/apo/documents/a4913e0e-63b8-4c75-8539-1e04c2b15855>
3. Edlich, A., Llewellyn, C., Croke, C., Schneider, R., & Teichner, W. (b.d.). *Global Private Markets Report 2026.*
4. *Global Private Markets Report 2026 | Private Capital | McKinsey & Company.* (b.d.). Pobrano 27 czerwca 2026, z <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/global-private-markets-report>
5. Invest Europe. (2026, czerwiec). *2025 Central & Eastern Europe Private Equity Statistics: Statistics on Fundraising, Investments, & Divestments.*
6. Kakouris, R. (2025, stycznia 15). *LBO Update: Dealmaking picks up, but not without risk.* PitchBook. <https://pitchbook.com/news/articles/lbo-update-interest-coverage-squeezed-to-record-lows-for-loan-deals-in-2024>
7. Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). The Economics of Private Equity Funds. *Review of Financial Studies*, 23(6), 2303–2341. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq020>
8. *PSIK: Bez lokalnego kapitału Polska pozostanie na peryferiach Europy-Bankier.pl.* (b.d.). Pobrano 27 czerwca 2026, z <https://www.bankier.pl/wiadomosc/PSIK-Bez-lokalnego-kapitalu-Polska-pozostanie-na-peryferiach-Europy-8885590.html>
9. *Quantum investment surge.* (b.d.). Pobrano 27 czerwca 2026, z <https://www.mckinsey.com/featured-insights/week-in-charts/quantum-investment-surge>
10. Zwierzchowska, M., & Hajdamowicz, A. (b.d.). *Barometr nastrojów na polskim rynku VC i PE*, z <https://pfrventures.pl/artukul/barometr-nastrojow-na-polskim-rynku-vc-i-pe>

Załącznik - biogramy ekspertów, z którymi przeprowadziliśmy rozmowy

Grzegorz Borek

Investment Manager w RIO ASI, single family office zarządzającym zdywersyfikowanym portfelem aktywów obejmującym m.in. inwestycje typu private equity, private debt, real estate oraz fund of funds.

Tomasz Ciborowski

Partner w Enterprise Investors, gdzie odpowiada za procesy wyjścia ze spółek portfelowych. W trakcie pracy w EI był zaangażowany m.in. w sprzedaż Danwood, intive, Profi, 3S i Unilink oraz IPO Dino, PBKM i XTB. Przed dołączeniem do EI kierował obszarem *equity capital markets* w Santander Bank Polska i pracował w *corporate finance* w HSBC w Warszawie i Londynie

Radosław Kuchar

Investment Manager w PFR Ventures, gdzie zajmuje się obszarem *private equity*. Wcześniej zdobywał doświadczenie m.in. w UBS oraz Santander Bank Polska. W swojej pracy koncentruje się na analizie funduszy i procesach inwestycyjnych z perspektywy LP.

Matthew Lythgoe

Principal w MCRL Consulting, doradca funduszy Private Equity i menedżer z ponad 20-letnim doświadczeniem w Europie Środkowo-Wschodniej. Posiada doświadczenie w obszarze retail i real estate; wcześniej pełnił m.in. funkcję CFO w Pepco Group.

Piotr Miller

Senior Partner w Avallon MBO, funduszu *private equity* specjalizującym się w transakcjach wykupów menedżerskich. Posiada wieloletnie doświadczenie na rynku *private equity*; wcześniej był związany m.in. z Copernicus Capital Partners oraz funduszami NFI Octavia i NFI Piast, gdzie pełnił funkcje zarządcze i nadzorcze w spółkach portfelowych.

Piotr Misztal

Senior Partner w Value4Capital, funduszu *private equity* inwestującym w spółki *mid-market* w Europie Środkowej. Posiada wieloletnie doświadczenie w PE; w V4C kierował inwestycjami m.in. w home.pl, Kom-Eko, Shoper i Summa Linguae. Wcześniej był partnerem i członkiem komitetu inwestycyjnego SGAM Eastern Europe.

 Izabela Mikołajczyk

Dyrektor Działu Rynku Pierwotnego GPW, odpowiedzialna za rozwój rynku pierwotnego akcji i obligacji w Polsce. Posiada wieloletnie doświadczenie w bankowości inwestycyjnej, w szczególności w obszarach ECM, DCM oraz M&A; wcześniej była związana z IPOPEMA Securities.

 Jakub Sierchala

Współzałożyciel Amarant Capital Family Office, odpowiedzialny za strategię inwestycyjną oraz zarządzanie portfelem inwestycji typu *equity* i *fund of funds*. Obecnie pełni funkcję przewodniczącego rady nadzorczej spółki VanKing, a w latach 2019–2023 zajmował stanowisko prezesa jej zarządu.