



Analiza Instytutu Sobieskiego

nr 46, lipiec 2012 r.

Marcin A. Piasecki

Arabskie petrodolary a polski plan prywatyzacyjny



**INSTYTUT
SOBIESKIEGO**

Instytut Sobieskiego
ul. Nowy Świat 27, 00-029 Warszawa
tel./fax: 0 22 826 67 47
tel.: 0 22 211 12 75
fax: 0 22 211 12 76

e-mail: sobieski@sobieski.org.pl
<http://www.sobieski.org.pl>

Arabskie petrodolary a polski plan prywatyzacyjny – komentarz *insidera* na przykładzie emiratu Abu Zabi

Wnioski:

- **Atrakcyjność polskich aktywów podlegających działaniom prywatyzacyjnym jest dla inwestorów z krajów Zatoki Perskiej bardzo ograniczona:**
 - Dla funduszy majątkowych (jak ADIA - Abu Dhabi Investment Authority) Polska jest zaledwie jednym z wielu państw rozwijających się. Oprócz pasywnej alokacji środków prawdopodobieństwo inwestycji *okazyjnej* jest niewielkie.
 - Państwowe firmy inwestycyjne (jak MDC –Mubadala Development Company) starają się poprzez inwestycje kapitałowe zdobyć potrzebną wiedzę i umiejętności. Na tym samym zależy prywatyzowanym, polskim spółkom.
 - Z perspektywy przedsiębiorstw branżowych (jak ADNEC – Abu Dhabi National Exhibition Centre) inwestycja w prywatyzowaną spółkę może być atrakcyjna.
 - Prywatni inwestorzy, szejkwowie, koncentrują się głównie na inwestycjach budujących prestiż (jak przejęcie Manchester City). Trudno znaleźć na liście Ministerstwa Skarbu spółki na miarę ich ambicji.
- Cele prywatyzacji według Ministerstwa Skarbu to (i) modernizacja gospodarki (ii) wygenerowanie przychodów (iii) rozwój rynku kapitałowego. W kontekście dwóch ostatnich każdy inwestor z odpowiednim kapitałem, również ten z Zatoki Perskiej, jest oczywiście inwestorem pożądanym. **W aspekcie modernizacji gospodarki pozytywny wpływ inwestycji podmiotów z krajów Zatoki Perskiej jest ograniczony.**

- Pozytywny wpływ mogą wywrzeć jedynie inwestycje przedsiębiorstw branżowych, gotowych na eksport wiedzy i umiejętności, których strategia rozwoju pokrywa się z obszarem działalności prywatyzowanych spółek. Takich podmiotów w Zatoce Perskiej jest obecnie niewiele.
- Potencjalnie atrakcyjną dla obu stron transakcją mogłoby być przejęcie przez ADNEC państwowych udziałów w Międzynarodowych Targach Poznańskich. Wpisuje się to dobrze w strategię globalną ADNEC, a targom poznańskim dałoby możliwość dalszego rozwoju.
- Pomijając obopólną nieatrakcyjność w obszarze planu prywatyzacyjnego **działania strony rządowej do tej pory były bardzo nieskuteczne** (brak adekwatnego przygotowania, znajomości tkanki korporacyjnej i dostosowania oferty).

Wbrew obiegowej opinii kraje Zatoki Perskiej to nie tylko źródło kapitału. Państwa te, wyłączając sektor naftowy, są dużymi importerami netto. **Odpowiednie wsparcie eksportu na szczeblu rządowym może mieć silniejszy pozytywny efekt na wzrost polskiej gospodarki niż przyciąganie arabskich petrodolarów.** W świetle niedawnej wizyty premiera Donalda Tuska w krajach Zatoki Perskiej warto przyjrzeć się potencjalnym inwestorom, o których przyciągnięcie stara się polski rząd, a także zastanowić się czy aktywa polskie mogą być dla tych inwestorów atrakcyjne. Równie ważną, jeśli nie ważniejszą, kwestią jest to, czy inwestorzy z nad Zatoki Perskiej są, z naszej perspektywy, inwestorami pożądanymi. W tym opracowaniu postaram się rozważyć trzy zagadnienia w oparciu o potencjalnych inwestorów w emiracie Abu Zabi.

Gdzie szukać petrodolarów?

Arabskie państwa dysponujące znacznym kapitałem pochodzącym z wydobycia ropy naftowej, zrzeszone są w Radzie Współpracy Zatoki Perskiej (*Gulf Cooperation*

Council – w skrócie GCC). Z sześciu państw tworzących GCC (Bahrajn, Kuwejt, Oman, Katar, Arabia Saudyjska, Zjednoczone Emiraty Arabskie) **największymi graczami, jeśli chodzi o inwestycje zagraniczne, są: Katar, Kuwejt, Arabia Saudyjska i Zjednoczone Emiraty Arabskie**¹ (w skrócie ZEA lub Emiraty). W ostatnim z wymienionych państw należy wyszczególnić dwa kluczowe emiraty: Dubaj i Abu Zabi. Pomimo szybkiego wyjścia z kryzysu zadłużenia, znaczenie Dubaju stopniowo maleje w porównaniu z Abu Zabi. Rozwijające się przez dłuższy czas w cieniu Dubaju Abu Zabi, to w rzeczywistości najbogatszy z emiratów. Na jego terenie znajduje się około 94%² całych zasobów ropy naftowej ZEA. W Abu Zabi ma siedzibę ADIA³ (*Abu Dhabi Investment Authority*) – największy na świecie Państwowy Fundusz Majątkowy, dysponujący aktywami w wysokości 627 miliardów dolarów⁴. ADIA jest jednym z ważniejszych podmiotów gospodarczych powiązanych z emiratem Abu Zabi, które mogłyby być zainteresowane inwestycjami w Polsce. Potencjalnych inwestorów z Abu Zabi można podzielić na cztery grupy: (i) fundusze majątkowe; (ii) państwowe firmy inwestycyjne; (iii) inwestorzy branżowi oraz (iv) inwestorzy prywatni.

¹ Zasoby ropy naftowej ZEA są szacowane na ok. 98 miliardów baryłek, co plasuje je na czwartej pozycji wśród krajów OPEC (ang. *Organization of the Petroleum Exporting Countries*), tuż za Arabią Saudyjską, Iranem i Wenezuelą. Źródło: <http://www.adnoc.ae/content.aspx?newid=306&mid=306>.

² Źródło: <http://www.adnoc.ae/content.aspx?newid=306&mid=306>.

³ Strona internetowa: <http://www.adia.ae/En/home.aspx>.

⁴ Źródło: Sovereign Wealth Fund Rankings, May 2012, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

Fundusze majątkowe (ang. Sovereign Wealth Funds)

W tej grupie, praktycznie jedynym podmiotem jest wspomniana wcześniej ADIA. To do tego funduszu spływają wszelkie nadwyżki budżetowe emiratu Abu Zabi (rząd Abu Zabi jest w 100% właścicielem ADIA). ADIA, na ogół, inwestuje pasywnie, bezpośrednio obejmując mniejszościowe pakiety akcji (przykładem może być nagłośniona i bardzo nieudana inwestycja w Citigroup – studium przypadku opisane w ramce poniżej), instrumenty dłużne, inne fundusze inwestycyjne o zróżnicowanym profilu, a także fundusze funduszy (ang. *funds of funds*). Celem tej organizacji jest długoterminowy wzrost wartości aktywów przy zminimalizowanym ryzyku. **ADIA jest więc tak zwanym inwestorem pasywnym dokonującym alokacji środków pomiędzy różne aktywa i oczekującym wzrostu ich wartości w długim okresie.** Dodatkowo ADIA inwestuje wyłącznie za granicą i to z pominięciem krajów zrzeszonych w GCC.

W każdym z pozostałych, kluczowych krajów zrzeszonych w GCC, odnajdujemy odpowiedniki ADIA, często o mało oryginalnych nazwach. W Kuwejcie jest to *Kuwait Investment Authority* (296 mld dolarów), w Katarze *Qatar Investment Authority* (majątek około 100 mld dolarów), a w Arabii Saudyjskiej jest to *SAMA Foreign Holdings* (533 mld dolarów). Państwowy fundusz majątkowy Dubaju jest odpowiednio mniejszy (70 mld dolarów), co odzwierciedla relatywnie małe, w większości wyczerpane, zasoby ropy naftowej.

Nieudana Inwestycja ADIA w Citigroup⁵

ADIA obok licznych zyskowych transakcji ma w swojej historii także nieudaną inwestycję w amerykański bank Citigroup. Transakcja ta była jedną z pierwszych z tzw. inwestycji okazyjnych dokonanych przez państwowe fundusze majątkowe (istota inwestycji okazyjnych będzie przedstawiona w dalszej części tego opracowania).

W początkowej fazie kryzysu, w listopadzie 2007, ADIA zdecydowała się zainwestować ok. 7,5 miliarda dolarów w amerykański bank Citigroup. Dokonała

⁵ Zob. *Citigroup sells stake to Abu Dhabi for \$7.5bn*, Daily Telegraph, 27 listopada 2007; *Sovereign funds put cash in the banks*, Financial Times, 28 listopada 2007; *Abu Dhabi sees white knight role turn dark*, Financial Times, 17 grudnia 2009, Bloomberg.

inwestycji poprzez zakup papierów wartościowych wyemitowanych przez Citigroup, dających prawo do odsetek w wysokości 11% rocznie, ale równocześnie nakładających obowiązek konwersji (zamiany) tychże papierów wartościowych na akcje zwykłe, w okresie od marca 2010 r., po cenie nie niższej niż 31,83 dolara za akcję⁶. W celu zrozumienia mechanizmu tej inwestycji założmy dla uproszczenia, że obowiązkowa konwersja miała się odbyć w marcu 2010, po cenie 31,83 dolarów za akcję. Oznacza to, że w marcu 2010 ADIA byłaby zobligowana do zamiany wcześniej zakupionych papierów wartościowych na ok. 236 milionów akcji Citigroup. Pomijając odsetki zarobione w okresie od listopada 2007 do marca 2010, inwestycja ADIA przyniosłaby zysk tylko w przypadku, gdyby cena akcji Citigroup była wyższa w momencie konwersji, od uzgodnionej w 2007 ceny konwersji, czyli 31,83 dolara za akcję. ADIA dokonała inwestycji w momencie, gdy akcje Citigroup były warte ok. 30,3 dolara⁷. Jak wiemy rok 2007 to dopiero początek kryzysu. Citigroup okazał się być jednym z banków bardziej dotkniętych kryzysem. W listopadzie 2008, dokładnie w rok po inwestycji ADIA, Citigroup musiał być ratowany przed upadkiem przez rząd Stanów Zjednoczonych.⁸ Interwencja rządu dokonała się poprzez objęcie obligacji zamiennych w wysokości 20 miliardów dolarów i gwarancji dotyczącej portfela ryzykownych aktywów o wartości ok. 300 miliardów dolarów. W marcu 2010 r. jedna akcja Citigroup wyceniana była na giełdzie nowojorskiej na jedyne 3,39 dolara. Zgodnie z naszym uproszczonym założeniem ADIA po obowiązkowej konwersji otrzymałaby nadal 236 milionów akcji, jednak ich wartość wynosiłaby ok. 800 milionów dolarów. W praktyce oznacza to, że ADIA zapłaciłaby 31,83 dolara za akcje wartą 3,39 dolara (spadek wartości o około 89%). Wyniki powyższej uproszczonej analizy nie odbiegają znacząco od szacunków analityków. Z ich obliczeń wynika, że inwestycja ADIA w Citigroup przyniosła instytucji olbrzymią stratę w wysokości ok. 90%. Warto podkreślić, że ADIA wystąpiła na drogę sądową, oskarżając zarząd banku

⁶ W rzeczywistości cena konwersji to przedział od 31,83 dolara do 37,24 dolara za akcję w zależności od daty obowiązkowej konwersji. Daty konwersji zawierały się w przedziale czasowym marzec 2010 -wrzesień 2011.

⁷ Źródło: Bloomberg, cena akcji z dnia 27 listopada 2007.

⁸ Źródło: *Lessons from the Citigroup rescue*, Financial Times, 24 listopada 2008.

o świadome wprowadzenie w błąd, jeśli chodzi o rzeczywisty stan finansowy banku w momencie podjęcia decyzji o inwestycji.⁹

Pomimo, że ta konkretna inwestycja zakończyła się spektakularną stratą, przykład ten dobrze odzwierciedla mechanizm podobnych transakcji, które w wielu przypadkach przynoszą znaczące zyski.¹⁰

⁹ Źródło: *ADIA takes action over Citigroup investment*, The National, 16 grudnia 2009.

¹⁰ Przykłady bardziej udanych inwestycji tego typu będą przedstawione w dalszej części opracowania.

Państwowe firmy inwestycyjne

W tej grupie najważniejszym podmiotem jest Mubadala Development Company¹¹ (w skrócie MDC). W przeciwieństwie do ADIA, MDC jest finansowane z regularnych zastrzyków środków finansowych przyznawanych przez rząd Abu Zabi na podstawie rocznych budżetów (rząd Abu Zabi jest w 100% właścicielem MDC). Na koniec 2011 r. środki wniesione przez rząd Abu Zabi wynosiły ok. 29 miliardów dolarów¹². Sposób finansowania jest główną cechą odróżniającą MDC od funduszu majątkowego, kolejną jest typ dokonywanych inwestycji. Ta, z pozoru niewielka różnica, okazuje się mieć duże znaczenie z perspektywy zarządu i pracowników MDC. Trudno jest wywrzeć gorsze wrażenie na spotkaniu z menadżerami MDC, niż nazywając ich firmę funduszem majątkowym. Jeszcze gorzej odbierane jest na takim spotkaniu, przedstawianie propozycji inwestycyjnych, które nie są dostosowane do profilu organizacji. Uwaga ta dotyczy zarówno prezentacji banków inwestycyjnych, które zabiegają o udział MDC, w takiej czy innej transakcji, jak i spotkań przedstawicieli państwowych.

W przypadku banków inwestycyjnych prowadzi to szybko do ograniczenia dostępu takiej instytucji do kluczowych osób w zarządzie MDC. W trakcie mojej pracy dla MDC do takiej sytuacji doprowadził Citigroup, przychodząc ze standardowymi prezentacjami (ang. *off the shelf*, czyli prezentacje, które pozostają w niezmienionej formie, bez uwzględnienia specyfiki klienta, do którego są zaadresowane), przedstawiającymi pomysły inwestycyjne nieadekwatne względem profilu MDC. Citigroup bardzo szybko wypadł, a raczej nigdy nie udało mu się wejść do kręgu zaufanych banków inwestycyjnych, jeśli chodzi o fuzje i akwizycje, pomimo wspaniałych rezultatów przy finansowaniu dużych projektów MDC¹³. Szybko zyskały na tym Morgan Stanley i oczywiście Goldman Sachs.

¹¹ Strona internetowa: <http://www.mubadala.ae/>.

¹² Źródło: roczne sprawozdania finansowe za rok 2011:

http://mubadala.ae/images/upload_images/MubadalaFinancialStatements.pdf.

¹³ Jednym z bardzo udanych finansowań przeprowadzonych przez Citigroup jest finansowanie pierwszego etapu projektu EMAL omawianego w dalszej części opracowania.

Powyższa kwestia przedstawia się podobnie, jeśli chodzi o wizyty przedstawicieli państwowych. Śladami Citigroup podążyła, niestety, również delegacja polskiego rządu w marcu 2009, z Aleksandrem Gradem, ówczesnym ministrem skarbu na czele. Przedstawiając bardzo szeroką ofertę prywatyzacyjną, zawierającą aktywa, które nie pasują w żaden sposób do portfela MDC, jak na przykład Polskie Linie Lotnicze LOT, delegacja doprowadziła do sytuacji, w której spotkanie ograniczyło się do wzajemnej wymiany uprzejmości, bez jakiegokolwiek przełożenia na ewentualne, późniejsze działania. Pozostaje to w dużym kontraście do przebiegu wizyt Tony’ego Blaira czy Hilary Clinton, które również miały miejsce w czasie mojego pobytu w Abu Zabi. Pomimo wysokiego szczebla tych spotkań miały one konkretny, możliwy do osiągnięcia cel.¹⁴

Misją MDC jest dywersyfikacja gospodarki emiratu tak, aby zmniejszyć jego zależność od wydobycia ropy naftowej. MDC realizuje to zadanie poprzez większościowe inwestycje w przedsiębiorstwa zagraniczne, przejęcia zagranicznych aktywów oraz rozwijanie projektów od podstaw (ang. *green field*), w samym emiracie. **MDC jest więc investorem aktywnym.**

Jednym z celów MDC jest import wiedzy i umiejętności (ang. *know-how*). Temu celowi przyświecają mniejszościowe inwestycje w duże przedsiębiorstwa zachodnie, takie jak: General Electric czy AMD, których następstwem jest szeroko zakrojona współpraca, częstokroć w formie *joint venture*.

Aby przybliżyć specyfikę inwestycji MDC przedstawię poniżej przykłady transakcji dokonanych przez tę instytucję. Trzy projekty: budowa huty aluminium (Emirates Aluminium, w skrócie EMAL), współpraca z General Electric oraz zakup i późniejsza restrukturyzacja SR Technics odzwierciedlają trzy podstawowe sposoby realizacji strategii obranej przez MDC.

¹⁴ Trudno przecenić rolę polskich ambasad w przygotowywaniu tego typu spotkań, dlatego też zgodziłem się z propozycją budowy misji handlowych od podstaw, wyrażoną przez prezesa Mercatora Pana Wiesława Żyźnowskiego, w trakcie debaty *Ojczyzna kapitału – kapitał Ojczyzny*, w ramach tegorocznego, organizowanego przez Instytut Sobieskiego, kongresu *Polska Wielki Projekt*. Równocześnie mam nadzieję, że niedawna wizyta premiera Polski w krajach Zatoki Perskiej była już lepiej przygotowana, choć informacje, które do mnie docierają, raczej temu przeczą.

Emirates Aluminium - budowa huty aluminium¹⁵

EMAL to wspólne przedsięwzięcie MDC i DUBAL. DUBAL jest przedsiębiorstwem zajmującym się produkcją aluminium z siedzibą w Dubaju, którego pośrednim właścicielem pozostaje emirat Dubaju. Celem EMAL jest budowa największej na świecie huty aluminium na terenie emiratu Abu Zabi. Projekt został podzielony na dwa etapy. Pierwszy, już ukończony, to budowa mocy produkcyjnych pozwalających na wyprodukowanie ok. 1,4 milionów ton metalu rocznie. Drugi etap, obecnie w realizacji, ma pozwolić na podwojenie mocy produkcyjnych. Koszt budowy pierwszego etapu był szacowany na około 5,6 miliardów dolarów. Budowa była w części sfinansowana środkami własnymi wniesionymi przez MDC i DUBAL, a w części długiem pochodzącym od banków, zarówno międzynarodowych, jak i lokalnych oraz kredytów i gwarancji pochodzących od państwowych agencji eksportowych.

Decyzja o budowie huty aluminium w Abu Zabi nie jest wyjątkowa na tle innych państw Zatoki Perskiej. Podobne huty powstają w Arabii Saudyjskiej (Ma'aden) i Katarze (Qatalum). Inwestycje te, w krajach dysponujących tanimi źródłami energii,¹⁶ nie zaskakują, gdyż produkcja aluminium jest wysoce energochłonna, a zarówno główny surowiec (boksyt) jak i samo aluminium jest łatwo transportowalne. Nie trzeba dodawać, że obecna polityka Unii Europejskiej nakierowana na redukcję emisji dwutlenku węgla jedynie powiększa atuty lokalizacji tego typu projektów poza Europą. Analizy krzywych cenowych przygotowywane przez doradców rynkowych wykazują jednoznacznie, jak nowe huty lokalizowane poza Unią będą wypychać nieliczne, jeszcze istniejące huty aluminium w Europie, w obszar nierentowności.

Wyjątkowość projektu EMAL wynika z dwóch aspektów: (i) w przeciwieństwie do pozostałych projektów technologię wytopu aluminium dostarcza lokalna spółka DUBAL (w przypadku projektu w Arabii Saudyjskiej technologia pochodzi od Alcoa, a w Katarze od Norsk Hydro); (ii) projekt ten jest częścią planu budowy nowej gałęzi

¹⁵ Autor był doradcą przy finansowaniu dłużnym projektu z ramienia Citigroup.

¹⁶ Co ciekawe, w przypadku EMAL'u gaz wykorzystywany do produkcji energii elektrycznej zakontraktowany z rządem Abu Zabi pochodzi najprawdopodobniej z Kataru. W pobliżu huty znajduje się koniec gazociągu Katar – ZEA wybudowanego i obsługiwanego przez Dolphin Energy, spółkę, której większościowym udziałowcem jest MDC.

przemysłu w Abu Zabi.

Z założenia, część produkcji aluminium ma pozostać w Abu Zabi i zasilić powstające równocześnie kolejne przedsięwzięcia znajdujące się dalej w łańcuchu wartości (ang. *downstream industries*). Celem jest to, aby w niedalekiej przyszłości część komponentów używanych przez Airbusa czy Boeinga przy budowie ich samolotów była produkowana w Abu Zabi, z wykorzystaniem lokalnie wyprodukowanego aluminium¹⁷.

Współpraca z General Electric¹⁸

Na mocy umowy zawartej 31 maja 2009, pomiędzy MDC i General Electric,¹⁹ MDC zobowiązała się stać się jednym z dziesięciu największych właścicieli akcji GE (osiągnięcie tego celu wiąże się z nabyciem ok. 100 milionów akcji, co przy obecnej wycenie GE wynosi ok. 1,5 miliarda dolarów). Zobowiązanie to można interpretować, jako cenę nawiązania ścisłej współpracy z GE. W tej samej umowie nakreślono ramy współpracy. Jednym z jej elementów jest zawiązanie *joint venture*, którego celem będzie budowa przedsiębiorstwa finansowego na wzór GE Capital, a skoncentrowanego na Bliskim Wschodzie. MDC i GE zadeklarowali wniesienie łącznie około 8 miliardów dolarów środków własnych (rozłożonych po połowie między tymi podmiotami). Oprócz 4 miliardów dolarów, GE wnosi do tego przedsięwzięcia *know-how* wypracowany przez swój oddział GE Capital na przestrzeni wielu lat na całym świecie²⁰.

Inwestycja w SR Technics²¹

Historia inwestycji MDC w SR Technics, szwajcarską spółkę wydzieloną ze Swiss Air, zajmującą się obsługą, naprawą i remontami samolotów (ang. *maintenance, repair, and*

¹⁷ Innym bardzo zaawansowanym projektem MDC jest budowa linii produkcyjnych komponentów lotniczych w Al Ain - oazie, która jest drugim największym miastem emiratu Abu Zabi.

¹⁸ Autor brał udział we wstępnych negocjacjach porozumienia pomiędzy MDC a GE.

¹⁹ Źródło: www.genewscenter.com.

²⁰ Więcej na stronie joint venture: <https://www.mubadala-ge.com/>.

²¹ Autor prowadził restrukturyzację zadłużenia SR Technics.

overhaul – w skrócie MRO), jest bardziej skomplikowana. Inwestycja ta, dokonana wspólnie z funduszami z Dubaju, miała początkowo charakter mniejszościowy. W rezultacie niezbędnej restrukturyzacji finansowej i operacyjnej MDC objęła kontrolę nad SR Technics. Przejęcie SR Technics ma szerszy kontekst - MDC jest również właścicielem Abu Dhabi Aircraft Technologies (w skrócie ADAT), a przejęcie kontroli nad SR Technics stworzyło platformę, na której MDC będzie mogło budować wiodącego gracza MRO, mogącego w przyszłości konkurować z rynkowym liderem, Lufthansą Technics. Przejęcie SR Technics to przejęcie wiedzy i umiejętności spółki, która była doskonała technicznie, ale cierpiącej z powodu lokalizacji cechujących się wysokimi kosztami siły roboczej. Bardzo szybko po przejęciu kontroli SR Technics zamknęło oddział w Irlandii, a otworzyło nowy hangar na Malcie. Można podejrzewać, że proste naprawy samolotów wąskokadłubowych będą się odbywały na Malcie, a dalekosiężne szerokokadłubowce serwisowane będą w Abu Zabi. Prace wymagające wykwalifikowanej siły roboczej, będą zapewne nadal prowadzone w Zurichu, przynajmniej w najbliższym czasie. Podobnie jak w przypadku *joint venture* z GE motywacją inwestycji w SR Technics wydaje się być import *know-how*.

Inwestorzy branżowi

W tej kategorii można wyróżnić dwa typy przedsiębiorstw: (i) przedsiębiorstwa zbliżone do państwowych firm inwestycyjnych, ale skoncentrowane na bardzo ograniczonej liczbie sektorów (takie jak: TAQA inwestująca w sektorze energetycznym i IPIC²² skoncentrowany na przemyśle naftowym i w mniejszym stopniu energetyce) oraz (ii) typowe przedsiębiorstwa branżowe takie jak ADNOC (przemysł naftowy), Etihad (linia lotnicza), EMAL (huta aluminium), ADNEC (wystawiennictwo).

Lista przedsiębiorstw branżowych o skali umożliwiającej znaczące inwestycje zagraniczne, a mających siedzibę w Abu Zabi, dynamicznie wzrasta, ale jest nadal relatywnie krótka.

²² IPIC łączy cechy zarówno funduszu majątkowego, firmy inwestycyjnej oraz inwestora branżowego.

Poniżej podaję opis dwóch, przykładowych transakcji, dokonanych przez inwestorów branżowych z Abu Zabi, które mogą mieć przełożenie na analizowane zagadnienie.

Przejęcie ExCeL London przez ADNEC²³

ADNEC (pełna nazwa: *Abu Dhabi National Exhibition Centre*) – będące właścicielem centrum wystawienniczego w Abu Zabi, nabyło w czerwcu 2008 roku londyńskie centrum wystawiennicze ExCel, położone nieopodal nowej dzielnicy finansowej, Canary Wharf. Wkrótce po akwizycji rozpoczęły się prace nad rozbudową centrum. Prace warte ok. 165 milionów funtów zostały ukończone dokładnie dwa lata po akwizycji, w czerwcu 2010. ADNEC, przedstawia akwizycję, jako pierwszy krok w programie budowy światowego lidera w sektorze wystawienniczym. Na terenie ExCel, rozbudowanym za pieniądze właściciela z Abu Zabi, odbędą się zawody w siedmiu dyscyplinach sportowych w ramach tegorocznej olimpiady. Czy Międzynarodowe Targi Poznańskie mogłyby liczyć na równie prestiżową rolę w razie przejęcia przez ADNEC?

Inwestycja linii lotniczych Etihad w udziały w AirBerlin²⁴

Etihad, to bardzo szybko rozrastające się linie lotnicze Abu Zabi. Założone zaledwie w 2003 roku, starają się one nadgonić stratę do starszych Emirates z Dubaju i Qatar Airways z Kataru. Wzrost organiczny okazał się niewystarczający do osiągnięcia tego celu. Etihad zaczął dokonywać mniejszościowych inwestycji w już istniejących przewoźników. Do tej pory Etihad objął udziały w Air Berlin²⁵ (ok. 29% udziałów, linie niemieckie), Aer Lingus²⁶ (ok. 3% udziałów, linie irlandzkie) oraz Virgin Australia²⁷ (ok. 4% udziałów, australijskie linie lotnicze Richarda Bronsona). Model biznesowy linii lotniczych z Zatoki Perskiej można sprowadzić do łączenia Ameryki Północnej i Europy z Azją. Z mojego doświadczenia wynika, że pasażerowie

²³ Źródło: <http://www.excel-london.co.uk/contactus/whoweare>.

²⁴ Źródło: *Etihad takes 29% stake in Air Berlin*, Financial Times, 19 grudnia 2011.

²⁵ Źródło: *Etihad takes 29% stake in Air Berlin*, Financial Times, 19 grudnia 2011 .

²⁶ Źródło: *Etihad takes 3% stake in Aer Lingus*, Financial Times, 1 maja 2012.

²⁷ Źródło: *UAE's Etihad buys stake in Virgin Australia*, Reuters, 5 czerwca 2012.

Etihad lecący ze Stanów Zjednoczonych nie zawsze wiedzą, gdzie leży Abu Zabi. Większość z nich przesiada się tam jedynie i leci dalej na wschód. Mniejszościowe inwestycje w linie europejskie mają na celu podpisanie umów o połączeniach *codeshare*. Taka współpraca oznacza skokowy wzrost liczby docelowych portów lotniczych, co przekłada się na wzrost liczby pasażerów na połączeniach międzykontynentalnych.

Cel przedstawionych inwestycji, charakterystycznych dla inwestorów branżowych, różni się od tych dokonywanych przez MDC. **W transakcjach chodzi głównie o rozwój biznesu, dotarcie do nowych rynków, a w mniejszym stopniu próbę pozyskania wiedzy czy umiejętności.**

Inwestorzy prywatni

Ta kategoria obejmuje przysłowiowych szejków, którzy dokonują inwestycji poprzez rodzinne wehikuły inwestycyjne. Inwestycje tych podmiotów są trudne do sklasyfikowania, ale często są to **transakcje mające na celu budowanie prestiżu**. Przykładem może być zakup Manchester'u City przez szejka Mansour'a bin Zayed bin Sultan Al Nahyan, członka rodziny królewskiej Abu Zabi, w 2008 roku. Petrodolary przyniosły drużynie wymierne korzyści. Manchester City właśnie zdobył tytuł mistrza Anglii (*Premier League*) trzeci raz w historii, a pierwszy od 44 lat²⁸. Warto dodać, że powiązania pomiędzy inwestycjami prywatnymi a działalnością spółek państwowych są bardzo bliskie. Dla przykładu, prezesem rady nadzorczej Manchester'u City jest Khaldoon Khalifa Al Mubarak, prezes zarządu wcześniej wymienianej MDC.

²⁸ Źródło: <http://www.rp.pl/artukul/585945,874810-Jak-szejkowie-trafilo-do-nieba.html>.

Atrakcyjność polskich aktywów

Zgodnie z planem prywatyzacji na lata 2012-2013 opublikowanym przez Ministerstwo Skarbu Państwa w marcu 2012 roku²⁹ (w skrócie plan prywatyzacji) działania prywatyzacyjne będą dotyczyć 300 spółek. Jedynie 15% tych spółek to przedsiębiorstwa o istotnym znaczeniu strategicznym, które w planach ministerstwa mają pozostać w jego nadzorze. Sektory reprezentowane na liście spółek podlegających działaniom prywatyzacyjnym, które mogłyby być potencjalnie atrakcyjne dla inwestorów z Abu Zabi to: energetyka, instytucje finansowe, handel, transport, przemysł chemiczny, naftowy i górnictwo.

Poniżej lista najważniejszych spółek w każdym z wyżej wymienionych sektorów (liczba oznacza procent udziałów pozostających w rękach Ministerstwa Skarbu³⁰, c – oznacza planowane całkowite zbycie spółki, k – oznacza planowane zachowanie kontroli ministerstwa w prywatyzowanej spółce):

1. Sektor energetyczny: Energa (84%, c), ENEA (52%, c), PGE (69%, k), ZE PAC (50%, c)
2. Sektor instytucji finansowych: BGŻ (26%, c), KDPW (33%, c), PZU (35%, k), PKO BP (41%, k)
3. Sektor handlowy: Międzynarodowe Targi Poznańskie (60%, c)
4. Sektor transportowy: Polskie Linie Lotnicze LOT (68%, c!)
5. Sektor chemiczny: Ciech SA (39%, c), ZA Puławy (51%, c), ZA Police (7%, c), ZA w Tarnowie Mościcach (32%, c)
6. Sektor naftowy: Lotos (53%, k)?
7. Sektor górnictwa: Węglokoks (100%, c), Jastrzębska Spółka Węglowa (66%, c), Katowicki Holding Węglowy (100%, c) oraz Kompania Węglowa (100%, c)

Przeanalizujemy potencjalną atrakcyjność powyższych aktywów dla wcześniej omawianych grup inwestorów z Abu Zabi.

ADIA (Fundusze majątkowe)

²⁹ Źródło: http://bip.msp.gov.pl/portal/bip/22/Programy_i_strategie.html.

³⁰ Ewentualnie innego organizmu rządowego.

W ramach inwestycji niebezpośrednich, czyli poprzez zewnętrzne fundusze inwestycyjne (większość aktywów jest inwestowana w ten sposób), alokacja aktywów dokonuje się w nawiązaniu do odpowiednich *benchmarków* i w dużej części jest pochodną obranych strategii alokacji co do produktu (akcje, obligacje, inne), a także regionu/kraju. ADIA deklaruje, że ok. 10% do 20% środków inwestuje w akcje przedsiębiorstw z krajów rozwijających się, w czym większość jest zapewne przypisana do krajów BRIC (Brazylia, Rosja, Indie i Chiny). Możemy przypuszczać, że część tej kwoty jest zainwestowana na rynkach naszego regionu w tym w Polsce. **W tej kategorii inwestycji decyzje nie dokonują się jednak na poziomie poszczególnych aktywów i dyskusja o atrakcyjności polskich, prywatyzowanych spółek w kontekście wizyty premiera w Abu Zabi jest bezcelowa.** Atrakcyjność danego aktywa nie ma wpływu na alokację kapitału w ramach tej strategii inwestycyjnej. Oczywiście każda forma promocji polskiej gospodarki jest pożądana. Nie będzie jednak miała konkretnego przełożenia w kontekście prywatyzacyjnym.

Bezpośrednie inwestycje w akcje (ang. *Internal Equities* według nomenklatury ADIA), a dokładniej inwestycje okazyjne (ang. *opportunistic investments*), są tą kategorią, gdzie promocja ze strony rządu może przyczynić się do decyzji inwestycyjnej. Terminem „inwestycje okazyjne” określam tu duże inwestycje w akcje³¹, które następują w kluczowych dla danej spółki momentach. Ta wyjątkowość sytuacji ma z założenia tworzyć dodatkową wartość dokonywanej inwestycji. W tej kategorii najważniejszymi kryteriami inwestycyjnymi są (w dowolnej kolejności): (i) rozmiar spółki wyrażony poprzez jej kapitalizację rynkową; (ii) płynność akcji spółki; (iii) atrakcyjne perspektywy stabilnego wzrostu wartości spółki w długim okresie, a także (iv) owa okazyjność inwestycji. Duże spółki, w których Ministerstwo Skarbu planuje zachować kontrolę, takie jak PGE, PZU, PKO BP, Lotos, wydają się spełniać jedynie pierwsze dwa z powyższych kryteriów.

Jeśli chodzi o kapitalizację spółki, jej wartość rynkową, to wymienione powyżej cztery spółki są oczywiście w pierwszej lidze na warszawskiej giełdzie. Ich udział w

³¹ Akcje lub też instrumenty, których wartość jest oparta o wycenę akcji.

wig20, indeksie dwudziestu największych i najbardziej płynnych akcji notowanych na giełdzie warszawskiej, kształtuje się następująco³²: PKO BP: 13,9% (kapitalizacja: 41 miliardów PLN), PZU: 12,5% (26 miliardów PLN), PGE: 9,4% (35 miliardów PLN), Lotos: 1% (3 miliardy PLN). ADIA, jak pamiętamy z wcześniejszego opisu, jest inwestorem pasywnym, zadowala się udziałem mniejszościowym, nie szuka reprezentacji w radzie nadzorczej spółki. W praktyce podejście to przekłada się na inwestycję rzędu kilku procent całkowitej liczby akcji wyemitowanych przez spółkę, która jest przedmiotem inwestycji. Zwykle jest to tuż poniżej 5%, ponieważ w większości jurysdykcji jest to poziom, którego przekroczenie powoduje dodatkowe obowiązki informacyjne (w przypadku Citigroup było to ok. 4,9%)³³. Zestawienie kapitalizacji spółki i procentu wszystkich akcji spółki, które ADIA byłaby skłonna objąć, określa rozmiar potencjalnej transakcji. Pytanie, na które szukamy odpowiedzi brzmi: czy rozmiar potencjalnej inwestycji ADIA w jedną z wymienionych wcześniej spółek uzasadniałby wysiłek i nakłady potrzebne do sfinalizowania takiej inwestycji? W przypadku PKO BP, potencjalne objęcie 5% akcji to inwestycja rzędu 575 milionów dolarów. Jest to, co prawda, nieporównanie mniej niż 7,5 miliarda dolarów, które ADIA zainwestowała w Citigroup, ale zapewne wystarczające dla zaangażowania odpowiednich zasobów w ADIA do sfinalizowania takiej transakcji. Można podejrzewać, że z naszej listy czterech podmiotów, jedynie Lotos jest zbyt mały, aby wzbudzić zainteresowanie ze strony zarządzających ADIA. Kolejne kryterium inwestycyjne to płynność akcji danej spółki. Im wyższa płynność, wyższy wolumen akcji będących przedmiotem transakcji kupna i sprzedaży akcji na giełdzie, tym łatwiej wyjść z inwestycji w danej spółce, bez wywarcia wpływu na cenę akcji. W przypadku spółki o małej płynności próba sprzedaży większych pakietów jej akcji spowoduje spadek ceny, tym samym ostateczna cena, po której nastąpi sprzedaż większej liczby akcji będzie poniżej poziomu cen, przy której została podjęta decyzja sprzedaży. W sytuacji skrajnej, szybkie wyjście z inwestycji

³² Źródło: Bloomberg, 6 czerwca 2012.

³³ Warto podkreślić, że niektóre państwowe fundusze majątkowe z Zatoki Perskiej obierają bardziej agresywne podejście. Na przykład Qatar Investment Authority jest właścicielem 17% udziałów w Volkswagenu.

w dane akcje jest niemożliwe, ponieważ wpływ takiej transakcji sprzedaży na ceny akcji danej spółki byłby tak duży, że doprowadziłby do znaczącej utraty wartości inwestycji.

W poniższej tabelce znajdziemy zestawienie wskaźników, które pomogą nam w ocenie płynności akcji analizowanych spółek. Wskaźnikami jest stosunek średniej liczby akcji zmieniających właściciela w czasie jednego dnia giełdowego z okresu ostatnich dwunastu miesięcy do (Wskaźnik A) średniej liczby akcji ocenianych, jako dostępne w obrocie (ang. *free float*) lub średniej liczby akcji wyemitowanych przez daną spółkę (Wskaźnik B). W celu zinterpretowania wyników wskaźniki obliczone na podstawie polskich spółek zestawiam ze wskaźnikami obliczonymi dla dwóch bardzo płynnych spółek SAB Miller (Wielka Brytania) i General Electric (Stany Zjednoczone).

Spółki	PGE	PZU	PKO	LTS	SAB M	GE
Wskaźnik A ³⁴	1,79%	2,21%	2,22%	3,03%	1,24%	2,72%
Wskaźnik B ³⁵	0,60%	1,41%	1,08%	1,42%	0,62%	2,71%
<i>Free float</i> ³⁶	33%	64%	49%	47%	51%	100%

Tabela 1 : Wskaźniki płynności³⁷

Z powyższej tabeli wynika, że płynność akcji analizowanych spółek nie odbiega od płynności akcji spółek uznawanych za bardzo płynne, jakimi są zarówno notowany w Stanach Zjednoczonych General Electric, jak również notowany w Wielkiej Brytanii SAB Miller. Bazując na wynikach powyższej analizy możemy stwierdzić, że warunek płynności jest spełniony w przypadku analizowanych spółek.

Kolejnym elementem oceny inwestycji jest postrzeganie perspektyw stabilnego wzrostu wartości spółki. Perspektywa wzrostu wartości spółki jest oczywiście

³⁴ Stosunek średniej liczby akcji zmieniających właściciela w czasie jednego dnia giełdowego z okresu ostatnich dwunastu miesięcy do średniej liczby akcji ocenianych, jako dostępne w obrocie (ang. *free float*)

³⁵ Stosunek średniej liczby akcji zmieniających właściciela w czasie jednego dnia giełdowego z okresu ostatnich dwunastu miesięcy do średniej liczby akcji wyemitowanych przez daną spółkę.

³⁶ Stosunek liczby akcji ocenianych, jako dostępne w obrocie do liczby akcji wyemitowanych przez daną spółkę.

³⁷ Źródło: obliczenia własne oparte o dane z systemu Bloomberg.

analizowana w połączeniu z ryzykiem takiej inwestycji. Ryzyko inwestycji to ryzyko wyników samej spółki, ale również ryzyko rynku, na którym się ona znajduje. Im większe postrzegane ryzyko, tym większy oczekiwany zwrot z takiej inwestycji.

Analiza perspektyw wzrostu wartości każdej ze spółek na naszej liście oraz ryzyka tego wzrostu wybiega poza ramy tego opracowania. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę rynek, na którym te spółki działają, możemy przewidywać z jednej strony, że oczekiwane zwroty z inwestycji są relatywnie wysokie, a z drugiej, że ryzyko, które towarzyszy takiej inwestycji jest również odpowiednio wysokie. Duża inwestycja w jedną ze spółek z naszej listy tworzy znaczną ekspozycję na ryzyko rynku środkowoeuropejskiego. Ryzyko to jest dodatkowo spotęgowane możliwymi wahaniami kursu złotówki względem dolara amerykańskiego³⁸. ADIA była skłonna zaakceptować koncentrację ryzyka w przypadku zdywersyfikowanych spółek z krajów rozwiniętych. Wydaje się wątpliwe (zachowując odpowiednie proporcje, co do potencjalnej wielkości inwestycji), aby ADIA miała apetyt na taką koncentrację ryzyka w przypadku spółki działającej tylko i wyłącznie na rynku rozwijającym się, jak to jest w przypadku spółek na naszej liście.

Spełnienie powyższych trzech kryteriów wydaje się być warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym dla inwestycji ADIA w akcje danej spółki. Dodatkowym warunkiem jest wcześniej wspomniana okazyjność danej inwestycji. Jest ona zwykle wynikiem trudnej sytuacji spółki, która zmusza zarząd spółki do uatrakcyjnienia inwestycji w jej akcje. Pamiętając przykład inwestycji ADIA w Citigroup można zauważyć pewną sprzeczność pomiędzy kryterium okazyjności, a rezultatem tej konkretnej inwestycji. Z perspektywy czasu wiemy, że inwestycja w ten bank, w tamtym czasie, była złą decyzją, ale zapewne w momencie jej podjęcia transakcja ta, w oczach zarządzających ADIA, miała charakter okazyjny. Niestety, nie dość, że inwestycja nastąpiła we wczesnym stadium kryzysu, to instrument, który Citigroup wyemitował dla ADIA miał szereg wad, z perspektywy inwestującego, jak choćby, obowiązkowa konwersja na akcje, a także brak zabezpieczeń na wypadek kolejnych zastrzyków kapitałowych, które mogą mieć negatywny wpływ na wartość akcji (ang.

³⁸ AED, waluta ZEA, jest związana na sztywno z dolarem amerykańskim

anti-dilution protection). Późniejsze transakcje państwowych funduszy majątkowych, takich jak inwestycja Qatar Investment Authority oraz IPIC w Barclays, były tych wad już pozbawione. Dla przykładu, IPIC na swojej inwestycji o wielkości 2 miliardów funtów zrealizował zysk szacowany na 1,5 miliarda funtów. Trudna sytuacja spółki może zmusić ją do wyemitowania instrumentów finansowych, które nie tylko mają większą, oczekiwaną stopę zwrotu niż zwykłe akcje, ale charakteryzują się mniejszym ryzykiem niż inwestycja w zwykłe akcje. Niedościęgniętym wzorem dla państwowych funduszy majątkowych jest słynny inwestor z Omaha, Warren Buffet. Jego zaangażowanie kapitałowe w Goldman Sachs i General Electric³⁹ to idealne przykłady inwestycji okazji⁴⁰. W obu przypadkach Warren Buffet zakupił akcje uprzywilejowane, czyli pozbawione prawa głosu, ale gwarantujące stałą poziom dywidendy (ekonomicznie zbliżone do obligacji) bez obowiązku konwersji na akcje zwykłe. Wraz z zakupem akcji uprzywilejowanych obie spółki wyemitowały warranty, czyli instrumenty opcyjne umożliwiające ich posiadaczowi nabycie akcji w przyszłości po z góry ustalonej cenie. W przypadku transakcji z Goldman Sachs, Warren Buffet zainwestował 5 miliardów dolarów w akcje uprzywilejowane, gwarantujące roczną dywidendę w wysokości 10% wartości tych akcji oraz 43,5 miliona warrantów (jeden warrant daje prawo do nabycia jednej nowo wyemitowanej akcji). Od czasu tej inwestycji Goldman Sachs odkupił akcje uprzywilejowane płacąc Warrenowi Buffetowi 10% premii. Wartość warrantów, które nadal pozostają w jego rękach szacowana jest na około 860 milionów dolarów. Całkowity szacowany zysk na tej inwestycji to ok. 2,6 miliarda dolarów, czyli ok. 50% uprzednio zainwestowanej kwoty.

W przypadku spółek z naszej listy jedyna „okazyjność” to możliwość nabycia bloku akcji od skarbu państwa, który chce zmniejszyć swoją obecność w danej spółce. Nie różni się to znacząco od sytuacji, w której jakikolwiek inny, znaczący inwestor w danej spółce, chciałby się pozbyć dużego bloku akcji. Sytuacja taka ma oczywiście

³⁹ Źródło: http://money.cnn.com/2008/10/01/news/companies/buffett_ge/index.htm

⁴⁰ Źródło:

http://articles.businessinsider.com/2012-02-02/wall_street/31015883_1_berkshire-hathaway-brkb-preferred-stock

swoje zalety. Pozwala nabyć znaczącą ilość akcji bez negatywnego efektu, jakim jest wzrost ceny zakupu akcji, wywołany nagłym wzrostem popytu. Ta zaleta jest jednak dużo mniej znacząca w porównaniu do okazji inwestycji, która motywowała zaangażowanie kapitału w wymienionych wcześniej przypadkach.

Pomimo odpowiedniego rozmiaru i płynności spółek notowanych na warszawskiej giełdzie, w których Ministerstwo Skarbu planuje zachować kontrolę, **spółki te nie wydają się być atrakcyjną inwestycją dla państwowego funduszu majątkowego takiego jak ADIA.** Zaangażowanie kapitałowe w te przedsiębiorstwa spowodowałoby znaczącą koncentrację ekspozycji na rynek wschodzący, bez elementów, które w przeszłości, w przypadku spółek działających na rynkach rozwiniętych, zmniejszały ryzyko takiej inwestycji przy zachowaniu lub nawet polepszeniu oczekiwanego zwrotu.

MDC (Państwowa firma inwestycyjna)

MDC jest inwestorem aktywnym, niezainteresowanym udziałami mniejszościowymi⁴¹, dlatego też spółki, które mogłyby być w kręgu zainteresowań MDC to te, w których skarb państwa nie planuje zachować kontroli. Celem zagranicznych akwizycji jest pozyskanie wiedzy i umiejętności niezbędnych dla rozwoju gospodarki Abu Zabi. Odpowiedź na pytanie, czy spółki objęte planem prywatyzacji posiadają wiedzę i umiejętności atrakcyjne dla MDC może być kwestią sporną. Warto zwrócić jednak uwagę na dotychczasowe inwestycje lub *joint venture*, w które zaangażowała się MDC. Takie przedsiębiorstwa jak General Electric, AMD, SR Technics albo Carlyle, to liderzy na swoich rynkach. Polskie spółki do takich niestety (jeszcze?) nie należą. Dodatkowym elementem, który działa na niekorzyść polskich spółek, jest obecna sytuacja gospodarcza w krajach rozwiniętych. W trudnej sytuacji, zarówno przedsiębiorstw jak i państw, skłonność rządów narodowych do ochrony własnych spółek przed przejęciem ze strony podmiotów z Zatoki Perskiej osłabła. Patrząc z perspektywy inwestora takiego jak MDC, atrakcyjniejszym wydaje się nabycie spółki – światowego lidera w danej dziedzinie,

⁴¹ Tak jak wspominałem, wyjątkami są tutaj mniejszościowe inwestycje poczynione, jako wypełnienie nieformalnego warunku wejścia we współpracę z daną spółką, zwykle w formie *joint venture*.

z Europy Zachodniej czy Stanów Zjednoczonych, niż przejęcie spółki z kraju rozwijającego się.

Wydaje się, że w obecnej sytuacji gospodarczej na świecie i przy związanych z nią możliwościach zdobycia wiedzy i umiejętności liderów rynkowych poprzez przejęcia spółek w Europie Zachodniej i Stanach Zjednoczonych, **spółki podlegające prywatyzacji nie przedstawiają atrakcyjnej oferty inwestycyjnej dla państwowych firm inwestycyjnych takich jak MDC.**

Inwestorzy branżowi

Różnorodność inwestorów branżowych utrudnia definitywne określenie, na ile spółki objęte planem prywatyzacji, byłyby dla nich atrakcyjne. Prześledźmy trzy potencjalne scenariusze akwizycyjne, które wydają się reprezentatywne.

Jedną ze spółek, dla której Skarb Państwa intensywnie szuka inwestora strategicznego jest LOT Polskie Linie Lotnicze. Biorąc pod uwagę obecną politykę Etihadu wydawać by się mogło, że prywatyzacja LOT-u mogłaby być atrakcyjną propozycją dla linii lotniczych z Abu Zabi. Istnieją jednak co najmniej dwa powody, dla których trudno byłoby przekonać Etihad do takiej inwestycji.

Pierwszym jest fakt, że jak do tej pory, żadna z linii lotniczych z Zatoki Perskiej nie postrzega Polski, jako obiecującego rynku. Etihad, a także dużo bardziej rozwinięte: Emirates i Qatar Airways nie oferują połączeń z Polską. Patrząc na siatkę połączeń Etihad możemy, upraszczając, wyróżnić dwie grupy państw: bogate państwa, które zapewniają przepływ turystów i biznesmenów, takie jak np. Francja, Niemcy czy Stany Zjednoczone oraz biedne kraje, które z jednej strony eksportują tanią siłę roboczą do krajów bogatych, a z drugiej, dość często, są również celami podróży dla turystów z pierwszej grupy⁴². Polska nie zalicza się do żadnej z powyższych grup. Dubajskie linie Emirates, co prawda planowały połączenie z Warszawą, ale plany te zostały zarzucone z nadejściem kryzysu w 2007 roku. Najlepszym połączeniem dla całkiem licznej grupy polskich obywateli pracujących w Dubaju pozostają Turkish Airlines, z przesiadką w Istambule.

⁴² W czasie lotów Etihadem z Chicago, Waszyngtonu czy Nowego Jorku do Abu Zabi zaobserwowałem, że większość pasażerów stanowią hinduscy pracownicy, głównie inżynierowie, wracający do Indii.

Drugim powodem nieatrakcyjności oferty prywatyzacyjnej polskich linii lotniczych może być niekompatybilność profili Etihadu i LOT-u. Etihad to linia z założenia luksusowa. Już Qatar Airways, linia z niższej półki niż Etihad czy Emirates, wzbudziła niedawno uznanie prof. K. Rybińskiego⁴³. Porównanie Etihad z British Airways to jak porównywanie LOT-u z Ryanaiem. Zarówno współpraca z Air Berlin, jak i z Virgin Australia, liniami nakierowanymi na najwyższą jakość usług, wpisuje się w dotychczasowy profil Etihadu.

Ważną pozycją na liście spółek przeznaczonych do prywatyzacji są spółki energetyczne: Energa i Enea. Z podanej wcześniej listy inwestorów branżowych można wyróżnić jeden podmiot, który mógłby być potencjalnie zainteresowany ich przejęciem. Tym podmiotem jest TAQA. TAQA jest właścicielem większości gazowych bloków produkujących elektryczność w ZEA⁴⁴, a także kilku elektrowni węglowych w krajach rozwijających się (Ghana, Indie, Maroko). Wartość, która drzemie w potencjalnej inwestycji w polskie grupy energetyczne może być uwolniona jedynie poprzez umiejętną restrukturyzację tych podmiotów. Działalność tych grup nie ogranicza się do wytwarzania energii elektrycznej; zajmują się one także dystrybucją i sprzedażą do końcowego klienta. Ta druga część działalności generuje obecnie blisko połowę przepływów finansowych tych przedsiębiorstw. Złożoność biznesu może przerastać możliwości restrukturyzacyjne TAQA i tym samym zniechęcić do inwestycji w te aktywa. Dodatkowym elementem jest specyfika rynku europejskiego, jeśli chodzi o rynek wytwarzania. Według regulacji europejskich, kontrakty długoterminowe na zakup energii elektrycznej, gwarantowane przez rządy państw Unii Europejskiej są niedozwoloną formą pomocy publicznej. Ten aspekt wprowadza znaczący element ryzyka, co do ceny elektryczności w przyszłości, który może być barierą nie do przebycia dla podmiotu, którego wszystkie dotychczasowe moce wytwórcze sprzedają energię elektryczną na podstawie dwudziesto-, trzydziestoletnich państwowych kontraktów.

⁴³ <http://www.rybinski.eu/2012/05/pierwsze-kroki-w-upalnym-i-wilgotnym-doha/>.

⁴⁴ W większości przypadków bloki te produkują również słodką wodę w procesie odwróconej osmozy. W 2010 około 80% słodkiej wody zużytej w ZEA pochodziło z odsalania.

Z listy spółek objętych planem prywatyzacji, interesującym kandydatem do przejęcia wydają się za to Międzynarodowe Targi Poznańskie (w skrócie MTP). W świetle inwestycji ADNEC w ExCeL w Londynie i dalszych jego planów budowy światowego potentata wystawienniczego inwestycja w silnego gracza na rynku Europy Centralnej mogłaby być atrakcyjna. Wydaje się to jednak wyjątkiem od reguły.

Z powyższego przeglądu potencjalnych scenariuszy inwestycyjnych wynika, że **atrakcyjność polskich aktywów podlegających prywatyzacji jest, z perspektywy inwestorów branżowych z Abu Zabi, bardzo ograniczona.**

Inwestorzy prywatni

Na liście przedsiębiorstw podlegających działaniom prywatyzacyjnym nie sposób wyszukać spółki, w które inwestycja mogłaby przynieść inwestorowi prywatnemu z Abu Zabi efekt prestiżowy. Nawet, jeśli wyjdziemy poza tę listę, **trudno byłoby znaleźć cele przejęcia na miarę profilu dotychczasowych inwestycji szejków z Abu Zabi.** Z oczywistych przyczyn nie kwalifikują się do tego nasze drużyny piłkarskie. Prawdopodobnie jedyną inwestycją, która mogłaby zainteresować takich inwestorów w Polsce jest kolejny ośrodek hodowli koni arabskich⁴⁵.

⁴⁵ Ośrodek Konia Arabskiego koło Płońsk był wymieniany, jako najbardziej znana inwestycja kapitałowa Arabii Saudyjskiej w Polsce przy okazji wizyty premiera Donalda Tuska w Rijadzie.

Arabscy szejkwowie pożądanymi inwestorami?

Odpowiedź na pytanie o atrakcyjność inwestorów z Zatoki Perskiej, na przykładzie zidentyfikowanych inwestorów z Abu Zabi, z perspektywy interesów państwa polskiego, wydaje się równie ważna, jak na pytanie o atrakcyjność polskich aktywów w ich oczach.

W celu odpowiedzi na to pytanie prześledźmy cele prywatyzacji, które zostały zidentyfikowane w rządowym dokumencie z marca 2012 „Plan prywatyzacji na lata 2012-2013”. Cele strategiczne na nadchodzące lata według tego dokumentu koncentrują się na:

1. „modernizacji gospodarki i stworzeniu lepszych warunków do rozwoju gospodarczego Polski;
2. wsparciu polityk publicznych(sic!);
3. rozwoju rynku kapitałowego”.

Modernizacja gospodarki

Warunkiem koniecznym, aby inwestor miał wpływ na modernizację danej spółki, a poprzez to wpływ na usprawnienie gospodarki państwa jako całości, jest przejęcie kontroli nad daną spółką. Z wcześniej przeprowadzonej analizy wynika, że podmiotami zainteresowanymi przejęciem kontroli nad spółkami są państwowe firmy inwestycyjne i przedsiębiorstwa branżowe.

Cele państwowych firm inwestycyjnych i polskich spółek objętych planem prywatyzacji są zbieżne. Podmioty te starają się przyciągnąć wiedzę i umiejętności. Bogate kapitałowo przedsiębiorstwa z Zatoki Perskiej dokonują tego poprzez przejęcia lub alianse z przedsiębiorstwami z Europy Zachodniej i Stanów Zjednoczonych. Spółki państwowe podlegające prywatyzacji, chcą osiągnąć podobny cel poprzez znalezienie inwestora strategicznego, który wniesie potrzebną wiedzę i umiejętności wraz z jej przejęciem. Tak jak zostało to prześledzone w części dotyczącej atrakcyjności polskich aktywów, liczba podmiotów z Abu Zabi, inwestorów branżowych, które są na etapie rozwoju, gdzie mogą eksportować wiedzę i umiejętności jest bardzo krótka. Nawet w sektorze naftowym

przedsiębiorstwa lokalne opierają się na ekspertyzie spółek zagranicznych (przykład w ramce poniżej). Dlatego też wydaje się, że **w kontekście modernizacji gospodarki atrakcyjność inwestorów z Abu Zabi jest ograniczona.**

W przypadku inwestorów z pozostałych emiratów oraz innych państw Zatoki Perskiej, wnioski (w większości) są bardzo podobne.

ADNOC i ekspertyza w sektorze naftowym

Logicznym wydawałoby się, że sektor naftowy jest tym, gdzie przedsiębiorstwo z bogatego w złoża ropy emiratu, jakim jest Abu Zabi, mogłoby wnieść znaczącą wiedzę i umiejętności do spółki w Polsce. ADNOC (Abu Dhabi National Oil Company) jest w emiratach odpowiednikiem naszego Orlenu. Dużym zaskoczeniem był dla mnie fakt, że, wbrew temu, co spółka podaje na swoich stronach internetowych, działalność ADNOC ogranicza się praktycznie do utrzymywania sieci stacji benzynowych. Pomimo upływu tak długiego czasu od pierwszych odkryć złóż ropy w tym kraju wszystkie pola roponośne są zarządzane i obsługiwane⁴⁶ przez zagraniczne przedsiębiorstwa naftowe⁴⁷. Wydaje się, że MDC inwestuje w tym sektorze poza granicami ZEA, aby dopiero zbudować ekspertyzę niezbędną do przejęcia zarządzania polami roponośnymi, gdy wygasną obecne kontrakty z zachodnimi przedsiębiorstwami.

Wsparcie polityk publicznych

Ten enigmatycznie sformułowany cel prywatyzacji wymaga rozszyfrowania. Chodzi tu po prostu o **generowanie przychodów z prywatyzacji, które mogą być wykorzystane na rozmaite cele zdefiniowane przez rząd.** Przychody z prywatyzacji, jeśli nawet przeznaczone są na fundusze celowe, substytuują inne przychody budżetowe tym samym zmniejszając deficyt budżetowy. **Patrząc przez pryzmat zmniejszenia deficytu budżetowego, inwestorzy z Zatoki Perskiej są oczywiście pożądanymi.** W kontekście efemerycznego inwestora katarskiego, który miał swego czasu przejąć polskie stocznie, ważnym jest dobre zrozumienie

⁴⁶ Wydaje się, że sytuacja z rafineriami jest bardzo podobna. ADNOC jest w dużej mierze zależny od zewnętrznego *know-how*.

⁴⁷ Autor uzyskał informację, że zachodnie przedsiębiorstwa naftowe otrzymują ok. 4 dolary za każdą wydobytą i wyeksportowaną baryłkę ropy.

struktury korporacyjnej w każdym z krajów Zatoki Perskiej, ich wzajemnych powiązań i kapitału, który mają do dyspozycji.

Rozwój rynku kapitałowego

Podobnie jak w kwestii „polityk publicznych” **każdy inwestor skłonny do zainwestowania poprzez warszawską giełdę, jest investorem pożądanym z perspektywy rozwoju rynku kapitałowego.** W dłuższej perspektywie inwestycje podmiotów takich jak ADIA są dodatkowo atrakcyjne, ponieważ podmiot ten nie jest zainteresowany przejęciem spółki, w którą inwestuje. W przypadku przejęcia kontroli w spółce giełdowej i zwykle następującego przy tym zdjęcia z giełdy, pozytywny wpływ na rozwój rynku kapitałowego jest ograniczony. Inwestorzy z Zatoki Perskiej są w tym kontekście równie pożądani, co każdy inny inwestor, który jest zainteresowany długookresową, mniejszościową inwestycją w akcje spółki notowanej na warszawskiej giełdzie.

Powyższa analiza atrakcyjności inwestorów z Zatoki Perskiej została świadomie ograniczona do zestawienia celów prywatyzacyjnych z cechami i motywacjami tych inwestorów. Ocena samych celów prywatyzacyjnych wykracza poza ramy tego opracowania.

Obopólna nieatrakcyjność?

Bazując na analizie przeprowadzonej w tym opracowaniu, prowokacyjna teza postawiona w powyższym pytaniu wydaje się w dużym stopniu prawdziwa. **Z jednej strony, z listy podmiotów objętych działaniami prywatyzacyjnymi trudno wybrać spółki, w które inwestycja, zarówno mniejszościowa czy większościowa, wydawałaby się atrakcyjna dla inwestora z Abu Zabi. Z drugiej, biorąc pod uwagę charakter i poziom rozwoju podmiotów z Abu Zabi, pozytywny wpływ ich potencjalnego zaangażowania kapitałowego w Polsce na modernizację naszej gospodarki nie wydaje się oczywisty.**

Wbrew ogólnemu wnioskowi wypływającemu z tej analizy, można podejrzewać, że w ramach przedsiębiorstw objętych planem prywatyzacji znajdują się podmioty, które mogłyby być atrakcyjne dla inwestorów z Zatoki Perskiej. Z tej podgrupy można by było zapewne wyselekcjonować spółki, których przejęcie przez arabskich

inwestorów przyniosłoby również pozytywne efekty polskiej gospodarce. Lista takich podmiotów byłaby jednak bardzo krótka (przykładem podmiotu odpowiadającego obu kryteriom mogłyby być Międzynarodowe Targi Poznańskie⁴⁸).

Z dostępnych relacji na temat wizyty premiera Donalda Tuska w ZEA wynika, że elementem rozmów była również promocja polskiego eksportu. Wydaje się, że na tym polu istnieją ogromne możliwości, gdyż Emiraty i inne kraje Zatoki Perskiej importują relatywnie wysoki odsetek konsumpcji własnej. Ten aspekt wizyty nie był przedmiotem opracowania, aczkolwiek bazując bardziej na własnych obserwacjach niż oficjalnych statystykach, uważam, że polski eksport ma duży potencjał wzrostowy w tych krajach. Powinien być on budowany w oparciu o sukces autobusów marki Solaris⁴⁹, salonów Ingłota⁵⁰ czy wędlin Sokołowa⁵¹. Odpowiednie wsparcie eksportu na szczeblu rządowym może mieć tu silniejszy pozytywny wpływ na wzrost polskiej gospodarki niż przyciąganie arabskich petrodolarów.

⁴⁸ Nie jestem adwokatem całkowitej sprzedaży MTP, ale wydaje się, że sprzedaż udziału Skarbu z zachowaniem co najmniej 40% w rękach Miasta Poznania mogłaby pomóc w dalszym rozwoju tego przedsiębiorstwa. Dodatkowo, według mojego rozumienia planu prywatyzacyjnego, w przypadku MTP, kwestią nie jest sprzedaż udziałów, które są obecnie w rękach Skarbu, lecz pytanie, kto będzie ewentualnym kupcem. Ostateczna rekomendacja wymagałaby oczywiście dogłębnej analizy.

⁴⁹ W 2008 podpoznański Solaris sprzedał 225 autobusów dubajskiej Road & Transport Authority.

⁵⁰ Największe salony z sieci tej polskiej marki spotkać można w centrach handlowych w Abu Zabi czy Dubaju.

⁵¹ Produkty Sokołowa dostępne są w Abu Zabi w wielu supermarketach, oczywiście zwykle na stoiskach z wędlinami niespełniającymi zasad halalu.

O autorze:

Marcin A. Piasecki – ukończył studia magisterskie na ESCP Europe w Paryżu (Finanse) i na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu (Wydział Zarządzania). Odbił również podyplomowe studia INSEAD Executive Program oraz General Electric Leadership Program.

Pracę zawodową rozpoczął w bankowości inwestycyjnej Citigroup, początkowo w Paryżu, a następnie w Londynie. W biurze paryskim pracował w zespołach doradczych przy międzynarodowych transakcjach kapitałowych (fuzje i przejęcia). W Londynie doradzał międzynarodowym klientom takim jak Shell, ConocoPhillips, Gaz de France czy Dubai Aluminium Company i Saudi Electric Company przy wielomiliardowych finansowaniach typu *Project Finance*.

W 2008 roku dołączył do zespołu międzynarodowych ekspertów w państwowej firmie inwestycyjnej, Mubadala Development Company, w Abu Zabi, stolicy Zjednoczonych Emiratów Arabskich. W Mubadali był odpowiedzialny za finansowanie projektów inwestycyjnych oraz szkolenie przyszłych kadr zarządczych.

Od września 2011 roku pracuje w Londynie, jako menadżer w prywatnej grupie kapitałowej inwestującej w energetykę, sektor naftowy, infrastrukturę i nieruchomości.