



Odwróciliśmy los zagrożonej inwestycji

W sektorze nowych technologii nawet bardzo obiecujące inwestycje pod wpływem działań konkurencji mogą szybko stracić swój potencjał. Z tego powodu inwestorzy muszą wykazać się elastycznością i szukać alternatywnych rozwiązań, począwszy od zmiany strategii poprzez modyfikację modelu biznesowego aż po sprzedaż firmy. Decyzja MCI Capital pokazuje, jak poprzez transakcje na rynku fuzji i przejęć fundusze skalują biznes i budują wartość spółek portfelowych.

TOMASZ CZECHOWICZ, MICHAŁ GÓRECKI

Fundusz inwestycyjny MCI Capital działa na polskim rynku już prawie 25 lat. W tym czasie przeszliśmy drogę od typowego funduszu VC, inwestującego w startupy, do skupionego na sektorze nowych technologii funduszu *growth/buyout*, który inwestuje w dojrzałe spółki i zasila je nie tylko poprzez sam kapitał, ale również wspieranie rozwoju organicznego oraz poprzez transakcje na rynku fuzji i przejęć. Wraz z rozwojem cyfryzacji i jej rosnącym wpływem na różne obszary biznesu zaczęliśmy szczególnie interesować się sektorem fintech (*financial technology*), czyli innowacyjnych usług finansowych realizowanych w kanale online oraz mobilnym. Szczególnie interesowały nas branże e-commerce oraz płatności cyfrowe, które zaczęły dynamicznie się rozwijać wraz z postępowaniem infrastruktury internetowej i mobilnej u operatorów komunikacyjnych. Niestety, w latach 2010–2012, gdy nastąpił boom na fintechy, w Polsce nie było zbyt wiele start-upów tego typu. Raczkujejąca branża skupiła się głównie na działalności w Anglii, Estonii i Szwecji. Nie mogliśmy przegapić pojawiających się możliwości szybko rosnącego sektora, a ponieważ mieliśmy już na swoim koncie inwestycje w spółki internetowe, takie choćby jak Bankier.pl,

posiadaliśmy stosowne kompetencje, by pójść o krok dalej i poszukać okazji na arenie europejskiej.

Potencjał płatności online

Zaczęliśmy rozmawiać z kilkoma zachodnimi start-upami i jednym z pierwszych wyborów była londyńska spółka Azimo. Był to nowatorski fintech, który wszedł w segment przelewów międzynarodowych, zarezerwowany dotychczas dla banków i firm zasiedziały na tym rynku, takich jak Western Union i MoneyGram. Jednak wielkość rynku, którego wartość w 2015 roku według Banku Światowego wyniosła 580 mld dolarów, zostawiała miejsce również nowym graczom. Ale w odróżnieniu od rywali fintechy koncentrowały się wyłącznie na transferach pieniężnych w kanałach online i mobilnym. Firmy takie jak Paypal, Wise czy Azimo dzięki przewadze technologicznej podgryzały konkurentów wygodą, szybkością oraz cenami. Marże tradycyjnych dostawców rozwiązań płatniczych sięgały 7–8%, podczas gdy operatorzy cyfrowi pobierali jedynie 0,5–2% wartości transakcji.

Dlaczego zwróciliśmy uwagę akurat na Azimo? Wy różniło się ono w dużym stopniu dzięki swojemu

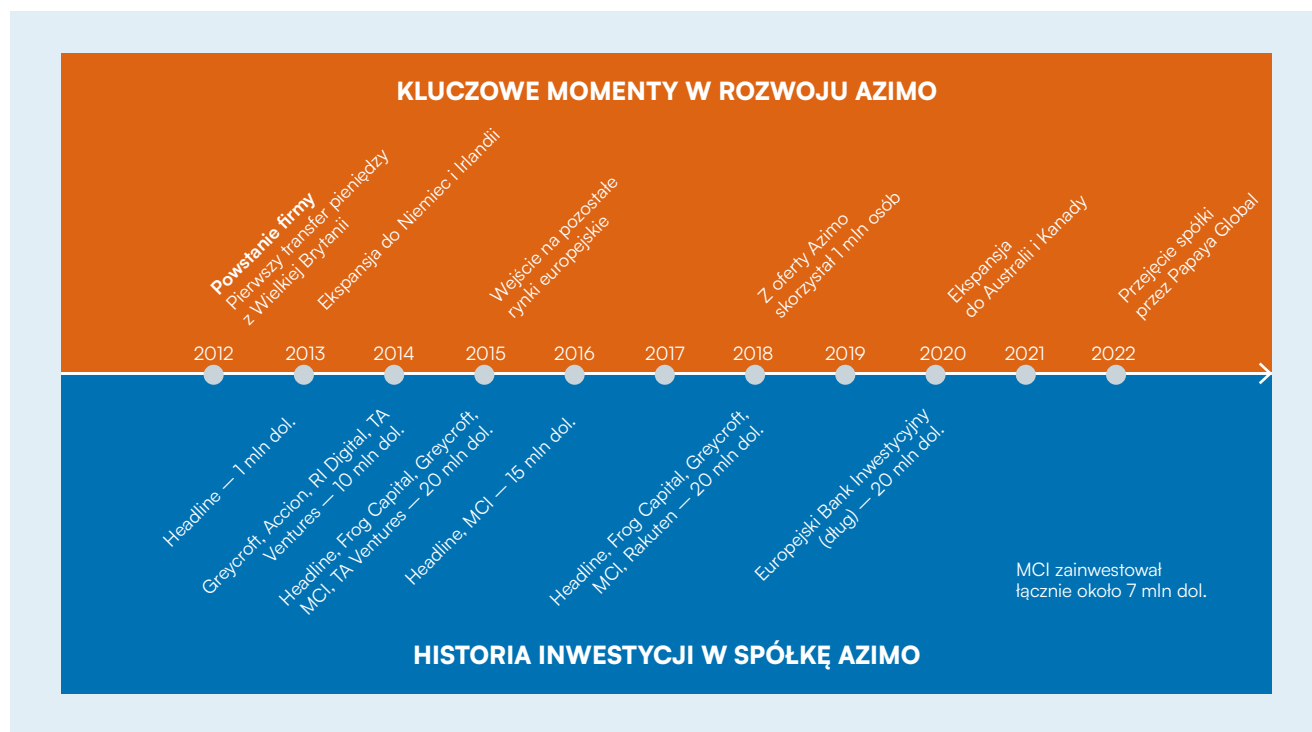
założycielowi, który był silnym i innowacyjnym liderem. Mowa o Michaelu Kencie, który miał imponujące doświadczenie w sektorze finansów. Stworzona przez niego w 2005 roku spółka Small World zdobyła pozycję największego niezależnego operatora transferów tradycyjnych w Europie. Kolejnym atutem był dla nas fakt, że dwoje z pozostałych założycieli było Polakami (Marta Krupińska – General Manager i Marek Wawro – CTO), a ponadto zaplecze technologiczne spółki oraz back-office znajdowały się w Krakowie. Azimo jako młoda firma, łącząca w sobie sprawdzony model biznesowy, kompetentny, międzynarodowy zespół oraz doświadczonego lidera, było więc z naszej perspektywy atrakcyjnym celem inwestycyjnym. Jako inwestor mogliśmy wnieść do spółki doświadczenie i znajomość rynku usług finansowych w Europie Środkowej i Wschodniej, gdzie stosowane rozwiązania online i mobilne wyprzedzają rynki Europy Zachodniej.

Dodatkowo za tą inwestycją przemawiały sukcesy rynkowe ówczesnych liderów sektora płatności elektronicznych, takich jak estoński fintech Wise czy amerykański PayPal. Szczególnie przemawiała do nas właśnie historia założonego przez dwóch Estończyków Wise, który dynamicznie zdobywał klientów dzięki niskim kosztom przewalutowania transferów pieniężnych. Co ciekawe, pierwszymi inwestorami

Wise byli Richard Branson z Virgin, Niklas Zennström ze Skype'a i Peter Thiel, współzałożyciel PayPal'a. Nie tylko my uważaliśmy więc inwestowanie w fintechy za bardzo perspektywiczne, a przykład Wise tylko to potwierdził. W lipcu 2021 roku, gdy firma debiutowała na londyńskiej giełdzie, wyceniono ją na 8 mld funtów.

Wzrost za wszelką cenę

Gdy Azimo planowało emisję akcji Serii B w wysokości 20 mln dolarów, zdecydowaliśmy się dołączyć do dotychczasowych akcjonariuszy, m.in. obok brytyjskiego funduszu Frog Capital. Pozyskane środki były przeznaczone na realizację strategii rozwoju, dążącej do utrzymania wysokiego tempa wzrostu na rynku europejskim oraz rozpoczęcia ekspansji na nowych rynkach Ameryki Północnej i Azji. Plany utrzymania tempa wzrostu wydawały się bardzo ambitne, ponieważ w 2014 roku firma osiągnęła aż 400-procentowy wzrost skali operacji. Ale równocześnie wzrost ten był odzwierciedleniem kluczowych zmian zachodzących na globalnym rynku transferów międzynarodowych, polegających na konwersji z modelu tradycyjnego – tj. obsługiwanego przez sieć placówek fizycznych – do kanału online oraz mobilnego. W odróżnieniu od



rozwiązań tradycyjnych, oferowanych przez banki, mieszkańcy Europy mogli za pomocą telefonu komórkowego tania, łatwo i szybko przysłać pieniądze bezpośrednio swoim rodzinom. Punkty obsługi klienta stały się tym samym anachronizmem, a korzyści w postaci krótszego czasu, niższego kosztu i większej wygody przekładały się na coraz bardziej dynamiczną konwersję tego segmentu rynku na rozwiązania online.

Jednak transfery pieniędzy podlegały coraz silniejszej konkurencji, a główni rywale, tacy jak Wise, mieli pewne przewagi wynikające z faktu, że wystartowali trochę wcześniej, dysponowali lepszym zapleczem finansowym i stali za nimi silni partnerzy. Dlatego menedżerowie Azimo, zamiast konkurować o liczbę klientów, zasięg czy cenę, zdecydowali się postawić na wysoką jakość usługi i doskonałe doświadczenia klienta. Ta strategia sprawdzała się całkiem dobrze aż do chwili, gdy firma utraciła jedną ze swoich silnych nóg, jaką były przelewy pieniężne do Nigerii. Właśnie w tym kraju firma osiągała wysokie zyski na różnicach kursowych, pozwalające na inwestycje w rozwój. Niestety, na początku 2020 roku Centralny Bank Nigerii wprowadził zakaz wymiany pieniędzy poprzez platformy elektroniczne. Ta decyzja od razu odbiła się na firmie. Utrata części zysków spowodowała, że przestała być on dochodowa. To był trudny moment w historii Azimo, gdy tempo wzrostu i rentowność firmy spadały na przekór rosnącemu rynkowi – według Banku Światowego globalne wolumeny przekazów pieniężnych zbliżyły się do 700 mld dolarów. Na dodatek główni rywale, czyli Wise i WorldRemit, pozyskali kapitał na rozwój poprzez emisję publiczną i debiut na giełdzie papierów wartościowych, co dodatkowo obniżyło szansę na konkurowanie z nimi przez polsko-brytyjską firmę.

Ale kilka miesięcy później zaczęła się epidemia COVID-19 i rynki zamaryły. Odczuł to również rynek finansowy, bo kapitał stał się droższy i mniej dostępny, a giełdy przestały wyceniać nadmiernie spółki technologiczne. Stwierdziliśmy wówczas, że wzrost za wszelką cenę nie jest jednak zdrową sytuacją. Nie można zwiększać udziałów w rynku, nie licząc się z kosztami. Nie wolno zapominać o zysku i marży. A to właśnie czyniliśmy, gdy próbowaliśmy ścigać się z WorldRemit i Wise, które jako spółki giełdowe wydawały olbrzymie pieniądze na marketing i przyspieszenie wzrostu. Bez dostępu do tak dużego finansowania, jakie zapewnili sobie rywale, nie byliśmy w stanie osiągnąć podobnych wzrostów. W efekcie, w oczach klientów, partnerów i potencjalnych inwestorów, nasza sytuacja wydawała się gorsza. To była dla nas cenna lekcja – z jednej strony mieliśmy świetną firmę w portfelu, ale z drugiej staliśmy się zakładnikami parcia do wzrostu za wszelką cenę.



INTELIĞENTNE PIENIĄDZE

MCI, obecny na rynku od 1999 roku, należy do funduszy *private equity*, które w odróżnieniu od funduszy inwestujących na giełdach są aktywnymi inwestorami, działającymi zgodnie ze strategią kupowania i budowania (*buy and build strategy*). Kupując pakiet udziałów w spółce, fundusz dostarcza jej kapitału na rozwój. Jednak to jest dopiero początek inwestycji. Wartość w spółkach portfelowych buduje poprzez transfer know-how i podnoszenie umiejętności zarządczych. Aktywnie angażuje się w działalność przejmowanych spółek, najczęściej z pomocą profesjonalnej rady nadzorczej, znacznie rzadziej poprzez ingerowanie w skład zarządu i delegowanie tam partnera funduszu. To wszystko składa się na podejście określane mianem *smart money*, czyli inteligentne pieniądze.

Strategie inwestycyjne MCI, skupione w dwóch obszarach, czyli wykupu (*buyout*) i wzrostu (*growth*), zakładają wystąpienie przynajmniej jednego z trzech warunków. Pierwszym z nich jest przełom cyfrowy, oznaczający rozwiązanie lub technologię, która burzy dotychczasowe zasady gry rynkowej i stanowi zagrożenie dla modeli biznesowych tzw. starej ekonomii.

Drugi skupia się na transformacji cyfrowej, czyli technologicznej reorganizacji w ramach tradycyjnych modeli biznesowych, która pozwoli sprostać wyzwaniom gospodarki cyfrowej i konkurencji ze strony nowoczesnych pomysłów biznesowych. Możliwość transformacji cyfrowej pozwala takim spółkom przetrwać i odnaleźć się w nowej rzeczywistości gospodarczej.

Wreszcie trzecim jest ekosystem cyfrowy, oznaczający wszystkie modele biznesowe stanowiące wsparcie dla modeli głównego nurtu, np. płatności online (rosną wraz ze wzrostem e-handlu, ale też na zasadzie sprzężenia zwrotnego wspierają jego wzrost), firmy logistyczne czy kurierskie, centra danych itp.

Drugą pułapką, w jaką wtedy wpadliśmy, była rozbieżność naszych interesów z interesami założyciela. Firma w dotychczasowym modelu biznesowym nie była w stanie kontynuować rozwoju, potrzebowała więc gruntownej zmiany. Tymczasem lider dążył do maksymalizacji wartości dla udziałowców, mając na względzie swój interes. Sytuacja była trudna, gdyż główni właściciele mieli po 5–10% i dla jednego to była duża inwestycja, dla innego – mała, jeden chciał wyjść ze spółki, a drugi nie. Znalezienie konsensusu było niezwykle trudne i jako inwestorzy musieliśmy respektować oczekiwania założyciela. Było jasne, że posiadanie większościowego i silnego udziałowca uzdrowiłoby sytuację, gdyż zapewne pozwoliliby bardziej skupiać się na zdrowym rozwoju biznesu niż na podążaniu za tym, czego oczekuje rynek. I między innymi z tego powodu zaczęliśmy uważać pozyskanie inwestora większościowego za najrozsądniejsze rozwiązanie.

Inwestycja z efektem synergii

Gdy stało się już jasne, że Azimo nie jest w stanie kontynuować dotychczasowego tempa wzrostu, a brak skali przy obecnych kosztach nie pozwala osiągnąć rentowności, pytania o dalszy rozwój firmy stawały się coraz bardziej palące. Działania konkurencji stawały pod znakiem zapytania potencjał rynku przelewów transgranicznych – czym wobec tego miałaby być firma w przyszłości? Czym się powinna zajmować, gdzie ma znaleźć sobie miejsce, jeśli dotychczasowy kierunek rozwoju stał się czerwonym oceanem?

Firma oczywiście dążyła do wzrostu, inwestując m.in. środki pozyskane z Europejskiego Banku Inwestycyjnego w rozwój autorskiej, zautomatyzowanej platformy płatniczej, która miała zapewnić dodatkową przewagę nad konkurentami dzięki uczynieniu transferu pieniędzy jeszcze szybszym, bezpieczniejszym i tańszym. Zorganizowaliśmy kilka sesji strategicznych, na których zgłaszano wiele pomysłów dotyczących zmiany strategii rozwoju. Pojawiały się ciekawe pomysły, takie jak przelewy przy użyciu konta na Facebooku, za pośrednictwem Twittera czy między użytkownikami Google Wallet.

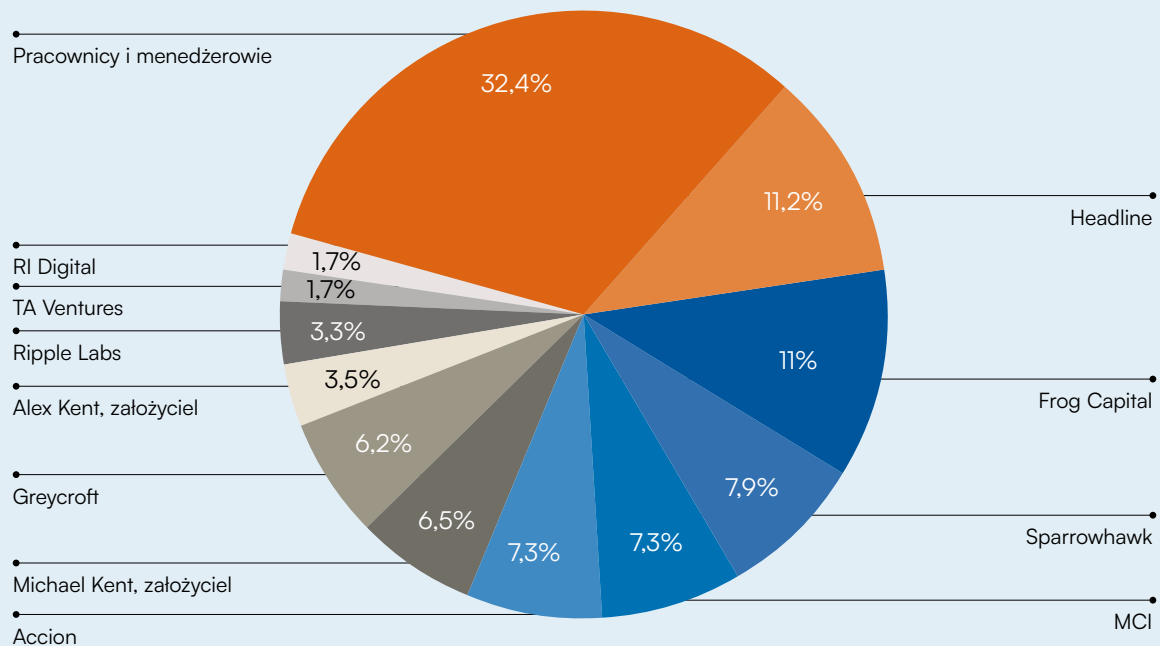
Nasze główne rozważania szły jednak w dwóch kierunkach. Pierwszym scenariuszem była sprzedaż udziałów, przy czym opcja poszukiwania inwestora była coraz silniejsza, zważywszy że od momentu inwestycji MCI minęło już kilka lat. Drugim wariantem było mocne wejście w sektor B2B. Oferta Azimo obejmowała bowiem tylko segment klientów indywidualnych, czyli pracowników i imigrantów zarobkowych, którzy wysyłali pieniądze swoim rodzinom. Uznaliśmy, że na bazie dotychczasowej infrastruktury możemy tę samą e-usługę zaoferować firmom i różnego rodzaju instytucjom, które mogłyby realizować płatności niezależnie od systemu bankowego,

Wyścig z liderami rynku z całą jaskrawością pokazał nam, że wzrost za wszelką cenę nie jest zdrową sytuacją. Nie można zwiększać udziałów w rynku, nie licząc się z kosztami. Nie wolno zapominać o zysku i marży.

za pośrednictwem którego realizacja przelewów się wydłuża i czasem na pieniądze trzeba czekać nawet 2–3 dni. Chcieliśmy zaproponować organizacjom możliwość przesyłania środków między oddziałami, do swoich kontrahentów i pracowników. To był bardzo obiecujący kierunek, jednak wymagał jeszcze inwestycji w infrastrukturę technologiczną.

I w tym momencie, kiedy akurat stanęliśmy z decyzją na rozdrożu, ale wycena Azimo była wciąż atrakcyjna, na horyzoncie pojawił się start-up Papaya Global, który pogodził ambicje akcjonariuszy i przyniósł ze sobą szansę na kontynuowanie wzrostu w ramach większej struktury. Ten izraelski start-up specjalizuje się w obsłudze płacowo-kadrowej międzynarodowych firm, a do jego klientów należą m.in. Microsoft, Toyota, Vimeo czy Shopify. Papaya Global za pośrednictwem usług platformy chmurowej dostarcza swoim klientom rozwiązania umożliwiające sprawne rozliczenia zobowiązań pracowniczych oraz onboarding pracowników w ponad 160 krajach na świecie. Firma jest bezpośrednim beneficjentem zmiany podejścia do zdalnego zatrudniania pracowników i budowania rozproszonych globalnie zespołów, wywołanej przez pandemię COVID-19. Bezprecedensowy

STRUKTURA AKCJONARIATU AZIMO PRZED SPRZEDAŻĄ SPÓŁKI FIRMIE PAPAYA GLOBAL



w historii rozwój pracy zdalnej oraz idąca za nim potrzeba obsługi międzynarodowych rozproszonych zespołów przyczyniły się do skokowego wzrostu wyceny tej spółki – od 400 mln dol. w roku 2020 do aż 3,7 mld dol. w 2021.

Jednak izraelski start-up rywalizował z kilkoma podobnymi globalnymi graczami (Gusto, Rippling, Deel czy Zenefits), dlatego szukał okazji do budowania trwałych przewag konkurencyjnych. Taką możliwość zapewniło właśnie przejęcie Azimo z portfela MCI Capital. Transakcja miała dwa strategiczne cele dla izraelskiego podmiotu. Po pierwsze – umożliwiła zwiększenie zasięgu geograficznego o kraje, w których działało Azimo, a do których Izraelczycy jeszcze nie dotarli. Po drugie – Papaya zyskała dostęp do zaawansowanej infrastruktury służącej do obsługi globalnych transferów pieniężnych, którą Azimo rozwijało od 10 lat. Ta technologia umożliwiła sprawniejszą obsługę płatności międzynarodowych, ale co również istotne, obniżyła koszty ich procesowania ze względu na eliminację pośredników. Start-up zyskał możliwość tworzenia nowych usług w ramach platformy chmurowej, w tym natychmiastowych przelewów wynagrodzeń. Znacząco wzmocniło to przewagę konkurencyjną firmy w stosunku do

konkurentów z obszaru HR tech, którzy nie korzystają z własnych rozwiązań, ale muszą szukać dostawców takich usług.

Papaya zapewniła Azimo tak ważny efekt skali. Izraelski inwestor pozwolił też na połączenie ambicji założyciela i inwestorów finansowych, a nam korzystnie zamknąć zagrożoną transakcję. Częściowo wyszliśmy z inwestycji – 50% wartości transakcji otrzymaliśmy w gotówce, a pozostałą część w formie akcji Papaya Global. Osiągnęliśmy już satysfakcjonujący zwrot na części gotówkowej, a na dodatek możemy się pochwalić imponującym jednoróżcem w naszym portfelu. Teraz liczymy na dalszy dynamiczny wzrost naszej nowej inwestycji. •



TOMASZ CZECHOWICZ
założyciel i prezes MCI Capital

MICHAŁ GÓRECKI
Senior Investment Partner w MCI Capital

Opracowanie redakcyjne: **PAWEŁ KUBISIAK**