

W POSZUKIWANIU INWESTORA PRIVATE EQUITY / VENTURE CAPITAL

dr Marta Czyżewska,
doradca w progamie EQUAL

Fundusze *venture capital* / *private equity* nazywane w Polsce funduszami wysokiego ryzyka są stosunkowo mało znane na naszym rynku a dzieje się to za sprawą ich specyficznego charakteru inwestycji.

W artykule zamieszczone zostały wyniki badań - przeprowadzonych wśród przedsiębiorstw wdrażających innowacje - w zakresie znajomości specyfiki *private equity* oraz planów pozyskania tego kapitału do finansowania rozwoju.

Drugą grupą respondentów, do których skierowane zostały zapytania w formie ankiety były przedsiębiorstwa, które wykorzystywały już kapitał z tych funduszy. Celem tych badań była weryfikacja faktycznej użyteczności tego źródła kapitału w finansowaniu i rozwoju przedsiębiorstw oraz praktyczna ocena współpracy przedsiębiorstw z menedżerami zarządzającymi tymi funduszami.

Specyfika finansowania *private equity*/ *venture capital*

Zdefiniowanie pojęcia *private equity* jest - z uwagi na pojemność i różnorodność transakcji obejmowanych tym terminem przez wielu autorów - bardzo ważne. *Private equity* według definicji Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych¹ skupiającego prawie wszystkie fundusze *private equity* działające na polskim rynku są to inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym dokonywane w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków z przyrostu wartości kapitału. Kapitał z inwestycji *private equity* może być wykorzystany do rozwoju nowych produktów i technologii, zwiększenia kapitału obrotowego, przejmowania spółek lub też w celu poprawy i wzmocnienia bilansu spółki².

Wg M. Panfila³ *private equity* odnosi się do inwestowania (na ogół za pośrednictwem wyspecja-

lizowanych wehikułów prawnych, zwanych funduszami *private equity*, pełniących rolę pośredników finansowych) we wszystkie fazy przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie, w celu wzrostu ich wartości i osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków kapitałowych. Inwestorzy *private equity* wnoszą także (w zależności od potrzeb spółki) kapitał menedżerski, który może stanowić istotny generator wzrostu wartości spółki.

K. Sobańska i P. Sieradzan definiują *private equity* jako inwestycje średnio- i długoterminowe o charakterze udziałowym, zwykle na rynku niepublicznym, połączone ze wsparciem menedżerskim, w przedsiębiorstwa, które mają szansę osiągnięcia ponadprzeciętnego wzrostu wartości w określonym przez inwestora okresie⁴.

Pojęcie *private equity* zamiennie używane bywa z pojęciem *venture capital*, przy czym ten drugi termin jeszcze do niedawna stosowany był znacznie częściej. Inwestycje *venture capital* stanowią jeden z segmentów rynku *private equity*; oprócz *venture capital* do *private equity* zalicza się także kapitał rozwojowy (ang. *development capital*) oraz transakcje wykupów menedżerskich (MBO/MBI) i lewarowanych (ang. *LBO - Leveraged Buy Out*) nazywanych ogólnie *buyouts*⁵. W artykule pojęcie *private equity* - podobnie jak w ujęciu J. Ostaszewskiego i T. Cicirko - jest rozumiany szeroko i obejmuje wszystkie wyżej wymienione rodzaje inwestycji.

Pojęcia *venture capital* jak i *private equity* odnoszone są nie tylko do inwestycji. Terminami tymi określa się także fundusze czyli kapitał zgromadzony na te inwestycje, a także instytucje (spółki menedżerskie) zarządzające tymi kapitałami. Terminem „fundusze” określa się zatem zarówno kapitał jak i podmiot nim zarządzający.

Zdaniem amerykańskich badaczy rynku inwestycji wysokiego ryzyka P. A. Gompersa i J. Lerner - nie istnieje wyraźna granica pomiędzy funduszami *venture capital* a *private equity*⁶. Twierdzą, iż *venture capital* stanowią głównie inwestycje kapitałowe lub o podobnym charakterze (ang. *equity-linked*), kierowane do młodych wysoko wzrostowych firm. Z drugiej strony wiele funduszy *ventu-*

¹ Na stronie PSIK www.psik.org.pl przedsiębiorcy mogą wyszukać stosowny dla ich potrzeb fundusz *private equity* celem nawiązania współpracy (pozyskania inwestora).

² Zob. Rocznik 2005, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, s. 91; Rocznik dostępny na stronie: www.psik.org.pl

³ M. Panfil: Fundusze *private equity*. Wpływ na wartość spółki, Difin, Warszawa 2005, s. 19.

⁴ K. Sobańska, P. Sieradzan: Inwestycje *private equity/venture capital*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004, s. 13.

⁵ Zob. J. Ostaszewski, T. Cicirko: Finanse spółki akcyjnej, Difin, Warszawa 2005, s. 208.

⁶ P.A. Gompers, J. Lerner: *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, 1999, s. 3.

re capital dokonuje inwestycji typowych dla *private equity* (*sensu stricte*) np. transakcji wykupów.

Venture capital (*sensu stricte* czyli jako segment *private equity*) definiowany jest jako inwestycje w nowe przedsięwzięcia, dokonywane w fazach: zasiewu (ang. *seed*), uruchomienia (startu, ang. *start-up*), wczesnego rozwoju (ang. *early stage*) i ekspansji (ang. *expansion*). Finansowanie fazy zasiewu dotyczy bardzo wczesnych etapów rozwoju przedsięwzięcia (np. budowy prototypu, przeprowadzenia wstępnych badań rynkowych czy opłacenia procedury patentowej). Finansowanie uruchomienia przedsięwzięcia służy rozpoczęciu działalności i wejściu przedsiębiorstwa na rynek. Celem finansowania wczesnego rozwoju jest ułatwienie dalszej ekspansji młodym przedsiębiorstwom zaczynającym wykazywać pierwsze zyski. Ze względu na duże ryzyko inwestycyjne, instytucje oferujące kapitał wysokiego ryzyka bardzo rzadko podejmują się finansowania przedsięwzięć w fazie zasiewów i uruchomienia. *Private equity* zdecydowanie częściej oferowany jest przedsiębiorstwom o stosunkowo dobrej pozycji, przygotowującym się do dalszej ekspansji rynkowej⁷.

Nieco inna jest specyfika transakcji wykupów (ang. *buyout capital*, *buyouts*). Polegają one na wykupie przez fundusz, np. we współpracy z obecnym (ang. *MBO* - *Management Buy-Out*), nowym zarządem (ang. *MBI* - *Management Buy-In*) lub innymi zewnętrznymi inwestorami, części lub całości przedsiębiorstwa znajdującego się w fazie dojrzałości. W transakcjach wykupów wykorzystywana jest zwykle znaczna ilość kapitału dłużnego (wykupy lewarowane - ang. *LBO* - *Leveraged Buy-Out*). Ze względu na ich specyfikę, inwestorzy dostarczający kapitałów na finansowanie tego typu transakcji różnią się od finansujących typowe transakcje *venture capital*⁸. Wykupy *MBO* realizowane są za pomocą specjalnych technik finansowania, pozwalających na spłatę powstałego przy zakupie przedsiębiorstwa wysokiego zadłużenia z wpływów uzyskiwanych w trakcie jego dalszej działalności. Zakup przedsiębiorstwa w ramach *MBO* jest tylko w niewielkim stopniu finansowany kapitałem własnym pochodzącym od samych menedżerów, gdyż z reguły nie dysponują oni wystarczającymi środkami. Wymaga się jednak od menedżerów określonej partycypacji finansowej (np. w wysokości dwuletnich dochodów), dla

przekonania się o ich zaangażowaniu w przedsiębiorstwo i zniechęcenia ich do podejmowania nadmiernego ryzyka. Z reguły menedżerowie wnoszą do przedsiębiorstwa jedynie kapitał podstawowy. Dla pełnego sfinansowania ceny zakupu konieczne jest jednak pozyskanie kapitału zewnętrznego w formie kapitału własnego i obcego. Kapitał własny uzupełniający może się pojawić w różnych formach, na przykład jako ciche udziały, papiery wartościowe uprawniające do zysków, pożyczki uprawniające do udziału w zyskach itp. W szczególności może on pochodzić od funduszy *private equity*, które w jedną transakcję wykupu menedżerskiego mogą zaangażować od kilku do kilkudziesięciu milionów dolarów. O ile jednak dawcy *private equity* są zainteresowani szybkim wzrostem wartości przedsiębiorstwa i realizacją zysku przez sprzedaż posiadanych w nim udziałów, to menedżerowie pragną utrzymać przedsiębiorstwo w swoich rękach i rzadko dążą do realizacji zysków w krótkim okresie przez odsprzedaż przedsiębiorstwa po wyższej cenie.⁹ Wykupy *MBI* tym różnią się od *MBO*, iż menedżerowie dokonujący wykupu „spółki – celu” nie zarządzali nią dotychczas.

W przypadku operacji wykupów lewarowanych grupą kupującą są zewnętrzni inwestorzy. Ten rodzaj transakcji, z uwagi na duże zadłużenie, jak i zmianę zarządu może być dość ryzykowny, zwłaszcza, gdy w wykupie nie uczestniczy przynajmniej część dotychczasowego zarządu lub kluczowych pracowników.

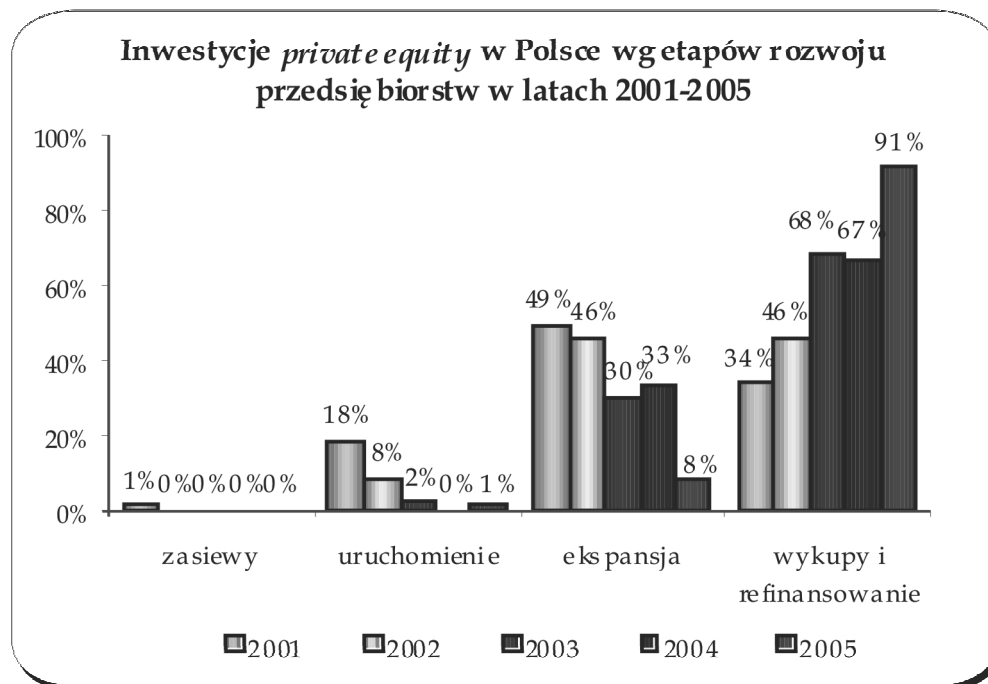
Oprócz wymienionych głównych typów finansowania oferowanych przez instytucje dostarczające kapitał wysokiego ryzyka spotyka się także: finansowanie pomostowe (ang. *bridge financing*), restrukturyzację zadłużenia (ang. *turnaround*), finansowanie procesu sanacji. Stosowane są również transakcje refinansowania (ang. *replacement capital*) polegające na nabywaniu udziałów w spółce od innej instytucji oferującej kapitał *private equity*.

Ewolucja w terminologii jest wynikiem znacznego przesunięcia zainteresowania funduszy (w Europie, a zwłaszcza w Polsce) inwestycjami w późniejsze fazy rozwoju przedsiębiorstw, głównie typowymi dla *private equity* (*sensu stricte*) transakcjami wykupów (wykres 1).

⁷ Analiza rynku *venture capital* w Polsce, Raport końcowy opracowany na zlecenie Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości (umowa nr DG/16/2001), (kier. P. Tamowicz), Gdańsk 2001, s. 39-40.

⁸ A. Kornasiewicz: *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 21.

⁹ J. Węclawski: *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN Warszawa 1997, s. 36-37.

Wykres 1. Inwestycje *private equity* w Polsce wg etapów rozwoju przedsiębiorstw w latach 2001-2005

Źródło: Dane PSIK

Zmiana specyfiki rynku *private equity* polegająca na przesunięciu inwestycji w mniej ryzykowne późniejsze fazy rozwoju, wydaje się być zjawiskiem w mniejszym stopniu pożądanym z punktu widzenia rozwoju gospodarki w Polsce i poziomu jej konkurencyjności. Obecna presja inwestorów na finansowanie coraz większych inwestycji oraz chęć zachowania wysokich stóp zwrotu, nie wskazują na prawdopodobieństwo skierowania zainteresowania funduszy inwestycyjnymi w mniejsze lecz bardzo ryzykowne pomysły, bez implementacji specjalnych bodźców. Zachowanie obecnych tendencji, prowadzi do rozwijania transakcji właściwych dla rynku *private equity* sensu *stricto*, zamiast bardziej pożądanego obecnie przez polską gospodarkę klasycznego rynku *venture capital*. Realizowanie przedsięwzięć od tzw. załączka, czyli pomysłu, jest działaniem najbardziej cennym z punktu widzenia rozwoju gospodarki.

Znajomość *private equity* jako źródła finansowania rozwoju przedsiębiorstw

Stopień upowszechnienia informacji o danym źródle kapitału jest jedną z determinant stopnia wykorzystania go w finansowaniu przedsiębiorstw.

Zamiarem autorki w niniejszym opracowaniu jest weryfikacja hipotezy stwierdzającej, iż niedostateczny stopień znajomości *private equity* wśród przedsiębiorców, jest jedną z przyczyn niezadowalającego poziomu rozwoju rynku *private equity*. Mechanizm ten działa w następujący sposób: przedsiębiorcy m.in. wskutek braku informacji o możliwościach finansowania innowacyjnych przedsięwzięć za pomocą dedykowanego takim inwestycjom sposobu finansowania jakim jest *private equity*, wykorzystują bardziej popularne tradycyjne źródła kapitału. Niedopasowanie tradycyjnych sposobów finansowania do ryzykownych przedsięwzięć jest ważnym powodem zaniechania inwestycji w cenne dla gospodarki, ale obarczone zbyt dużym ryzykiem (z punktu widzenia dostarczcicieli kapitałów) innowacyjne przedsięwzięcia.

Z doświadczeń innych krajów, w których fundusze *private equity* / *venture capital* w bardzo pozytywny sposób wpłynęły na gospodarkę, domniemywać można, iż przedsiębiorstwa, które są dobrze poinformowane o działalności funduszy *private equity* lub nawiązały z nimi bliższe kontakty (zwłaszcza przedsiębiorstwa finansowane przez fundusze), postrzegają je za ważne w finan-

sowaniu przedsięwzięć o wysokim potencjale wzrostu oraz za istotnie przyczyniające się do tworzenia wartości dodanej w finansowanych przedsiębiorstwach.

Powyższe hipotezy wymagały empirycznej weryfikacji, zatem zostały przeprowadzone także stosowne badania¹⁰ wśród przedsiębiorstw prowadzących działalność w Polsce.

O niedostatecznym stopniu poinformowania wśród przedsiębiorców o działalności funduszy *private equity*, najlepiej świadczyć może fakt, iż znaczna część (32%) przedsiębiorstw obcujących na co dzień z funduszami (czyli przedsiębiorstw finansowanych przez fundusze - tzw. przedsiębiorstw udziałowych, zwanych też spółkami portfelowymi funduszy) nie posiada, w odczuciu respondentów, dostatecznej wiedzy na ich temat. Wielu przedsiębiorców trafiło przypadkiem do „swojego” funduszu, zatem ich znajomość rynku *venture capital / private equity* w Polsce jest również mocno ograniczona.

Natomiast wśród przedsiębiorstw niezwiązanych z funduszami *private equity*, jedynie co dziesiąte stwierdza, iż dysponuje wystarczającymi informacjami nt. tychże instytucji oraz istoty samego źródła finansowania.

Do grupy przedsiębiorstw dobrze poinformowanych (niekorzystających z *private equity*), a zarazem prawdopodobnie najbardziej zainteresowanych pozyskaniem kapitału z tego źródła, należą najczęściej podmioty młode (funkcjonujące na rynku nie dłużej, niż 5 lat), działające głównie w dziedzinie informatyki i technologii internetowych.

Główne źródła informacji o *private equity* to: kontakty osobiste, Internet, instytucje finansowe, firmy konsultingowe, banki inwestycyjne, konferencje, seminaria (np. *First Tuesday*). Przedsiębiorstwa niekorzystające z finansowania kapitałami wysokiego ryzyka wiedzę na ich temat uzyskują głównie z Internetu i prasy.

Wyniki badań przeprowadzonych w 2003 roku świadczą o znikomej wiedzy przedsiębiorców na temat funduszy *private equity*. Zaledwie 4% przedsiębiorstw niekorzystających z *private equity*, ze-

tknęło się z tymi inwestorami. Najczęściej doświadczenia takie mają przedsiębiorstwa z branży informatycznej, a także finansowane w przeważającej części przez kapitał zagranicznego pochodzenia.

Do 2005 roku wiedza przedsiębiorców na temat *private equity* nie uległa poprawie. Wśród przedsiębiorstw niekorzystających z *private equity* tylko 6,8% (tj. 20 z 310 badanych przedsiębiorstw) twierdzi, iż dysponuje dostatecznymi - ich zdaniem – informacjami na temat działalności funduszy *private equity* w Polsce. Pozostali respondenci deklarowali brak wystarczającej wiedzy w tym zakresie. Znajomością samej istoty *private equity* wykazało się tylko 37,9% badanych, poprawnie identyfikując fundusze *private equity*, jako instytucje wnoszące kapitał do przedsiębiorstw innowacyjnych. Na pytanie: „czym Pana/i zdaniem są fundusze *private equity*?”, odpowiadano także, iż są to „fundusze tworzące spółki *joint-venture*” (7%), „fundusze zrównoważonego wzrostu” (3,2%), zaś aż 51,9% przyznało się do nieznajomości tego źródła finansowania. Bliższe kontakty z funduszami *private equity* miały tylko 3 przedsiębiorstwa (1%), przy czym spotkania te polegały na rozmowach z inwestorem (np. podczas targów).

Wziąwszy pod uwagę fakt tak niskiego stopnia poinformowania o działalności funduszy *private equity* wśród przedsiębiorstw, a z drugiej strony powszechny problem przedsiębiorstw z pozyskiwaniem kapitału na inwestycje, wydaje się, że istniejąca luka informacyjna¹¹ powinna zostać jak najszybciej wyeliminowana. W zmniejszaniu tej luki ważną rolę powinno odegrać państwo poprzez tworzenie oraz doskonalenie istniejącej infrastruktury instytucjonalnej, ułatwiającej wzajemny kontakt przedsiębiorcom i funduszom. Instytucje te powinny zapewniać przedsiębiorcom specjalistyczną pomoc w zakresie pozyskiwania nowych technologii, przygotowania biznes planu i kojarzenia z funduszami *private equity*; natomiast funduszom – stały dopływ interesujących projektów, rokujących uzyskanie ponadprzeciętnych zysków¹².

¹⁰ Prezentowane w artykule badania przeprowadzono w dwu etapach: I etap - w 2003 roku wśród przedsiębiorstw finansowanych przez fundusze *private equity* oraz nie finansowanych przedsiębiorstwach wdrażających innowacje; II etap - w 2005 roku - wśród przedsiębiorstw z udziałem *private equity*.

¹¹ Wypełnieniu tej luki służą liczne badania mające przybliżyć przedsiębiorcom warunki finansowania *private equity*, a zarządzającym funduszami potrzeby rozwojowe przedsiębiorstw - np. badanie podjęte przez EVCA w 15 krajach UE obejmujące 2500 menedżerów najwyższego szczebla. Więcej na temat badań na stronie www.evca.com

¹² Przykładem "dobrej praktyki" jest platforma internetowa Gate2Growth (www.gate2growth.com, kwiecień 2006) skierowana dla przedsiębiorców poszukujących finansowania dla swoich pomysłów, inwestorów poszukujących możliwości alokowania kapitału, organizacji wspierających działanie MSP. Zob także Portal Innowacji, www.pi.gov.pl, kwiecień 2006

(Nie)dostępność *private equity* przyczyną niskiego stopnia wykorzystania

Przeprowadzone badania potwierdzają, iż pozyskanie kapitału z funduszy *private equity* jest trudnym zadaniem. Opinię taką wyraziło prawie dwie trzecie przedsiębiorstw niekorzystających z tego źródła finansowania oraz połowa przedsiębiorstw portfelowych funduszy *private equity* (tablica 1). W obydwu badanych grupach przedsiębiorstw średnio co trzeci respondent nie wypowiedział się w kwestii dostępności tego źródła kapitału. Brak wypowiedzi przedsiębiorców niefinansujących się *private equity* może być spowodowane brakiem zdania na ten temat, wynikającym z nieznamości *private equity*.

Możliwość pozyskania kapitału z funduszy jako *dość trudne* oceniają nieco częściej przedsiębiorstwa młode (działające na rynku nie dłużej, niż 5 lat) oraz te, które w latach 1998-2002 wdrożyły z sukcesem powyżej sześciu innowacji. Pozyskanie tego rodzaju kapitału jest *bardzo trudne* w opinii przedsiębiorstw „starszych” (prowadzących działalność od 11 do 30 lat) oraz wśród tych, które wdrożyły nie więcej, niż sześć innowacji w badanym okresie czasu. Dostęp do *private equity* nieco częściej oceniany jest jako *łatwy* przez podmioty prowadzące działalność eksportową, z udziałem kapitału zagranicznego i z kapitałem czysto zagranicznym.

Tablica 1. Ocena dostępności *private equity* wg badanych przedsiębiorstw

Dostępność <i>private equity</i>	przedsiębiorstwa z udziałem <i>private equity</i>		przedsiębiorstwa bez udziału <i>private equity</i>	w tym:	
	2003	2005		przedsiębiorstwa podkarpackie (2003)	inne przedsiębiorstwa (2003)
łatwe	15,79%	38,5%	4,74%	5,88%	2,67%
dość trudne	39,47%	15,3%	31,28%	37,50%	20,00%
trudne	10,53%	19,2%	31,75%	36,03%	24,00%
brak danych	34,21%	26,9%	32,23%	20,59%	53,33%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań empirycznych

W drugim etapie badań przeprowadzonych wśród przedsiębiorstw finansowanych przez *private equity* w 2005 roku, możliwość pozyskania tego źródła finansowania (w opinii badanych powtórnie przedsiębiorstw) znacznie się pogorszyła, mimo zwiększenia się liczby funduszy na rynku. Przedsiębiorcy twierdzili, iż pozyskanie tego źródła kapitału kilka lat temu było znacznie łatwiejsze. Ograniczenie wynika ze zmiany charakteru dostarczanego kapitału – istnieje zwiększony nacisk na konieczność zapewnienia wymaganej stopy zwrotu dostarczycielom kapitału dla funduszy i zapewnienie większego bezpieczeństwa inwestowanego kapitału¹³. Obecnie fundusze znacznie staranniejsze dokonują selekcji zgłaszanych biznes planów.

Reasumując stwierdzić należy, iż chociaż pozyskanie *private equity* jest coraz trudniejsze, to dostęp do tego źródła kapitału jest względnie łatwiejszy dla przedsiębiorstw młodych i dynamicznych,

wdrażających dużo nowych rozwiązań, otwartych na współpracę z zagranicznymi partnerami oraz zdobywających zagranicznych inwestorów.

Znaczenie funduszy *private equity* w działalności przedsiębiorstw.

Pomimo niskiego stopnia poinformowania przedsiębiorców o funduszach, istnieje wśród nich przekonanie o sporej użyteczności tych instytucji w rozwoju przedsiębiorstw. 89% podmiotów, którym udało się pozyskać *private equity* jest mocno przekonanych o doniosłej roli funduszy *private equity* w rozwoju przedsiębiorstw, natomiast żadne z nich nie wyraziło negatywnej opinii nt. znaczenia tego źródła kapitału dla gospodarki. O wyjątkowym znaczeniu funduszy przekonana jest ponad połowa badanych respondentów reprezentujących przedsiębiorstwa niekorzystające z kapitałów wysokiego ryzyka (tablica 2).

¹³ Po gwałtownym inwestowaniu w technologie internetowe w roku 2000 (rekordowy dla inwestycji na rynku venture capital w skali globalnej) wiele firm zbankrutowało wskutek nieracjonalnego przeinwestowania w fazie tzw. boomu internetowego. Zjawisko globalnej klęski w tym obszarze jakie poniosły przedsiębiorstwa w dziedzinie "nowych technologii" określane jako "pęknięcie bańki internetowej" bardzo dotkliwie odczuły fundusze *private equity*. Stąd w dużej mierze wynika ich obecna obawa przed ponownym inwestowaniem w przedsiębiorstwa nowe, znajdujące się w początkowych fazach rozwoju.

Tablica 2. Znaczenie funduszy *private equity* w rozwoju przedsiębiorstw

Czy fundusze <i>private equity</i> są ważnymi i niezbędnymi instytucjami?	przedsiębiorstwa z udziałem <i>private equity</i>		przedsiębiorstwa bez udziału <i>private equity</i> 2003	w tym:	
	2003	2005		przedsiębiorstwa podkarpackie	inne przedsiębiorstwa
bardzo ważne	39,47	46,2	8,06	4,41	14,67
ważne	50,00	23,1	45,50	55,15	28,00
mało ważne	5,26	7,7	21,33	24,26	16,00
nieważne	0,00	3,8	5,69	5,15	6,67
brak danych /zdania	5,26	19,2	19,43	11,03	34,67

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań empirycznych

Fundusze są nieznacznie częściej uważane jako *bardzo ważne* instytucje przez przedsiębiorstwa młode i działające w branży informatycznej.

W 2005 roku przedsiębiorstwa, które korzystały z *private equity*, podtrzymały poprzednio wyrażone opinie odnośnie wagi tego źródła kapitału w ich działalności. Więcej pojawiło się wypowiedzi, iż źródło to jest „bardzo ważne” – 46,2% (w stosunku 39,5% wskazań w badaniach w pierwszym okresie).

Przedsiębiorstwa z Podkarpacia badane w roku 2005 w związku z brakiem informacji na temat funduszy i nieznanością istoty tego instrumentu finansowania, w większości nie potrafiły ocenić wpływu tego źródła kapitału na rozwój przedsiębiorstw (62,9%). Tylko 27,8% przedsiębiorstw uważa *private equity* / *venture capital* jako ważne źródło finansowania rozwoju firm, natomiast 7,9% – za mało ważne lub nieważne.

60% przedsiębiorstw dysponujących dostateczną wiedzą na temat funduszy *private equity* oraz 62,4%¹⁴ respondentów poprawnie identyfikujących istotę tego instrumentu finansowania uważa, iż *private equity* ma ogromne znaczenie w rozwijaniu przedsiębiorstw w Polsce.

Respondenci wyrazili także swoje opinie na temat funduszy *private equity*. Wśród wypowiedzi przeważały pozytywne sądy: „potrzebne, pożyteczne, w niektórych przypadkach jedyne źródło pozyskania poważnego kapitału”, „niezbędny element wspierania polskich przedsiębiorstw, które są pozbawione innych źródeł finansowania”, „możliwe jedynie dla pewnego typu przedsiębiorstw”, „bardzo pomocne pieniądze, kontakty, wiedza”, „elastyczne i wiarygodne, potrzebne w finansowa-

niu przedsięwzięć inwestycyjnych o dużym ryzyku”, „dobre rozwiązanie dla firm z dobrym pomysłem na działalność”, „za dużo pieniędzy zostało „przepalonych” w latach 1998-2001, ale jest to najlepsze źródło finansowania dla młodych firm”. Pojawiła się też opinia sceptyczna, iż fundusze „tanie kupują i nie robią nic”.

Uzyskane wyniki pozwalają stwierdzić, iż *private equity* stanowi prawie zupełnie novum dla przedsiębiorców w Polsce. Jednakże podmioty wykorzystujące kapitał od funduszy *private equity* oraz posiadające pewną wiedzę na temat tego źródła kapitału, są przekonane o ogromnym jego znaczeniu w budowaniu nowoczesnej gospodarki. Większą znajomością *private equity* wykazują się przedsiębiorstwa młode i dynamiczne, wyróżniające się większą intensywnością innowacyjną czyli takie, dla których kapitał ten jest dedykowany.

Niezbędne jest jednakże podjęcie na szeroką skalę intensywnych działań informujących o *private equity*. Jest to warunek konieczny, by interesujące pomysły trafiły do oczekujących nań inwestorów. Poprawa dostępności tego kapitału będzie możliwa jeśli państwo zdejmie część ryzyka z inwestorów prywatnych jakimi są fundusze *private equity* (m.in. poprzez inwestowanie w początkowe fazy rozwoju przedsiębiorstw oraz bezpośrednie zaangażowanie środków w ryzykowne przedsięwzięcia). Idea ta zaczyna być realizowana w Polsce za pośrednictwem powołanego Krajowego Funduszu Kapitałowego¹⁵. Fundusz ten będzie inwestował w fundusze inwestujące w małe i średnie przedsiębiorstwa, zwłaszcza podmioty innowacyjne o dużym potencjale rozwoju.

¹⁴ Wskaźnik korelacji R Pearsona wynosi 0,692, poziom istotności jest mniejszy, niż 0,001.

¹⁵ <http://www.kfk.org.pl>

Warto zatem, by nad poszukiwaniem inwestora typu *private equity* zastanowiły się przedsiębiorstwa oceniające się jako dynamiczne i innowacyjne, którym do dalszej ekspansji nie wystarczają wygospodarowane zyski, zaś banki nie chcą udzielać im kredytów z uwagi na wysoki poziom ryzyka planowanych przezeń inwestycji¹⁶.

Plany dotyczące wykorzystania *private equity* w przyszłości

Prawie wszystkie przedsiębiorstwa korzystające z *private equity* zamierzały ponownie starać się o pozyskanie tego źródła kapitału. Fakt ten najlepiej świadczy o pozytywnym wpływie funduszy na rozwój przedsiębiorstw. Zdarza się, iż przedsiębiorstwa kilkakrotnie otrzymywały środki z funduszy *private equity* (w postaci kilku transz, a także w ramach transakcji wymiany pomiędzy funduszami czyli refinansowania – ang. *replacement*). Niemal połowa (46%) przedsiębiorstw niekorzystających jeszcze z tego kapitału, zamierzała w przyszłości starać się o jego pozyskanie. Częściej plany takie deklarowały przedsiębiorstwa młode oraz te, które wdrożyły w badanym okresie powyżej sześciu nowych rozwiązań, działające w branży informatycznej oraz z kapitałem *czysto polskim*.

W roku 2005 podczas powtórnego badania zamiaty odnośnie powtórnego wykorzystania *private equity* w przyszłości, uległy znacznej zmianie: 38,5% przedsiębiorstw zdecydowanie zamierza ponownie starać się o ten kapitał; 19,2% nie jest jeszcze zdecydowanych lub nie ma jeszcze konkretnych planów, zaś aż 42,3% badanych przedsiębiorstw nie zamierza korzystać z *private equity* ponownie (np. z uwagi na „wyjście” funduszu i pozyskanie inwestora branżowego lub planowane, ewentualnie już zrealizowane *IPO*).

Przedsiębiorstwa charakteryzujące się dynamicznym rozwojem działające w wysokowzrostowych branżach, wdrażające nowe rozwiązania (produkty, usługi, zmiany organizacyjne) powinny zainteresować się ideą finansowania *private equity* i starać się pozyskać tego rodzaju inwestora.

Współpraca z nim stanowi bowiem swego rodzaju nobilitację – uzyskanie środków od tak bardzo wymagających instytucji jakimi są fundusze *private equity*, umacnia rynkową pozycję przed-

siębiorstwa. Znacznie poprawia się jego obraz w opinii innych inwestorów m.in. banków, które (z uwagi na poprawę struktury finansowania – inwestycje funduszy polegają na obejmowaniu udziałów) odważniej udzielają takim przedsiębiorstwom kredytów. Dodatkowo, jak zachęcają korzystające z tych kapitałów przedsiębiorstwa, fundusze istotnie pomagają rozwijać finansowane przedsiębiorstwa.

Współpraca przedsiębiorstw z funduszami *private equity*

Przed podjęciem poszukiwań odpowiedniego funduszu warto zasięgnąć opinii wśród przedsiębiorstw finansowanych już przez te podmioty. Z uwagi na to, iż cechą wyróżniającą fundusze *private equity* spośród innych inwestorów jest wsparcie w postaci doradztwa w zarządzaniu, to przedsiębiorstwa rozważające pozyskanie tego kapitału, powinny zwrócić uwagę na jakość tej pomocy oraz jej zakres.

W zależności od posiadanych przez zarząd preferencji ingerencja ze strony funduszu w zarządzanie przedsiębiorstwem może być mniej lub bardziej pożądana.

W Polsce toczył się spór o jakość „wnoszonego” przez fundusze do przedsiębiorstw doradztwa w zarządzaniu. Wysoka jakość tego rodzaju wsparcia stanowi o przewadze *private equity* nad innymi źródłami kapitału, zwłaszcza wykorzystywanymi w finansowaniu przedsięwzięć o wysokim ryzyku.

J. Siwicki, partner zarządzający *Enterprise Investors*¹⁷, używając interesującej alegorii, bardzo trafnie opisuje charakter relacji łączących przedsiębiorstwa z funduszem¹⁸: „*Transakcja jest długoterminowym partnerstwem. To nie krótki flirt, firma bierze ślub. Jeśli przedsiębiorca jest typowym kawalerem, nie powinien się przymierzać do współpracy, bo będzie się w małżeństwie źle czuł. Inwestor to partner, który ma upodobania, preferencje, chce dostawać miesięczne raporty...*”.

Zatem współpraca może okazać się zadaniem trudnym, rodzącym niejednokrotnie konflikty, zwłaszcza w przypadku rozbieżności odnośnie wizji rozwoju przedsiębiorstwa reprezentowanej przez dotychczasowych właścicieli oraz nowych inwestorów.

¹⁶ W Polskim Stowarzyszeniu Inwestorów Kapitałowych stowarzyszonych jest 29 funduszy venture capital/private equity. Przedsiębiorcy poszukujący właściwego dla siebie funduszu mogą skorzystać z wyszukiwarki inwestora na stronie PSIK, <http://www.psik.org.pl>.

Kryteria wyszukiwania to nazwa funduszu, branża i potrzebny kapitał.

¹⁷ Spółka najdłużej inwestująca w Polsce zarządzająca kapitałem o łącznej wartości 1,6 mld EUR, <http://www.ei.com.pl/>

¹⁸ M. Nowicka, J. Pochopień: "Venture capital to nie jest krótki flirt", Puls Biznesu, 07.06.2004, s. 30.

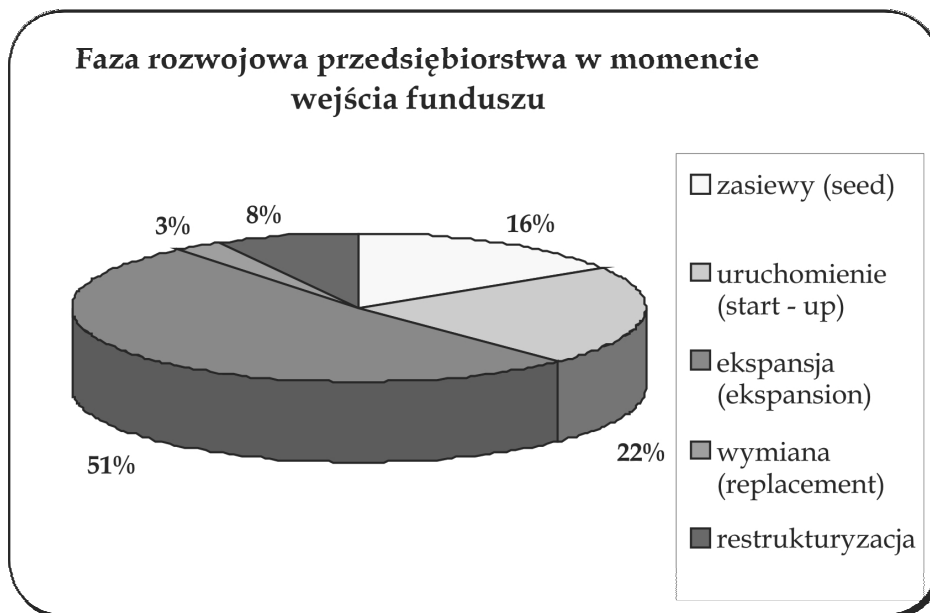
„Wejście” funduszu do przedsiębiorstw polega przeważnie na objęciu nowej emisji akcji (57%) lub udziałów (32%). Tylko 8% badanych przedsiębiorstw pozyskało ten kapitał w formie pożyczki.

Faza rozwoju, w której przedsiębiorstwo znajduje się w momencie „wejścia funduszu, determinuje wiele czynników. Przede wszystkim wpływa na wielkość zapotrzebowania na kapitał oraz zakres potrzebnej ingerencji w sprawy dotyczące strategii przedsiębiorstwa. Przeprowadzone badania odzwierciedlają preferencje funduszy w Polsce. Potwierdzają one większe skłonności tych inwestorów do angażowania się w późniejsze fazy rozwoju: w fazie ekspansji znajdowało się w mo-

mentcie „wejścia” funduszu aż 51% badanych przedsiębiorstw, w fazach początkowych (zasiewów i uruchomienia) 38% przedsiębiorstw, przy czym w większości tych ostatnich, zasilenie przez *private equity* nastąpiło w okresie internetowego *boomu* – patrz wykres 2).

Przedsiębiorstwa zatrudniające w momencie wejścia funduszu do 20 pracowników, pozyskały kapitał najczęściej na etapie początkowego rozwoju; zatrudniające od 50 do 500 pracowników - w fazie ekspansji, natomiast w zatrudniających od 101 do 249 osób, pozyskany kapitał nieznacznie częściej został przeznaczony na restrukturyzację.

Wykres 2. Faza rozwojowa przedsiębiorstwa w momencie wejścia funduszu



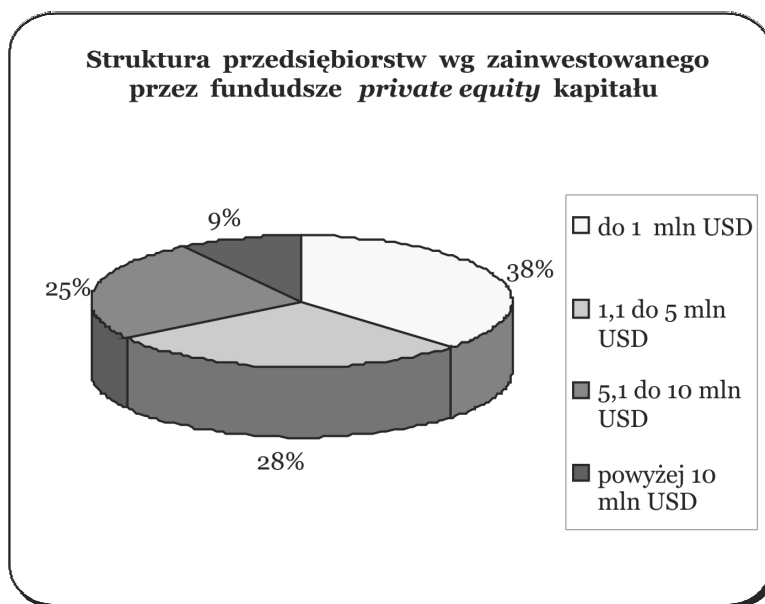
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań empirycznych

W 38% badanych przedsiębiorstw, fundusze zainwestowały kwoty nie wyższe niż 1 mln USD, 28% otrzymało od 1 do 5 mln USD, natomiast 25% przedsiębiorstw - od 5,1 do 10 mln USD. Tylko w 9% przedsiębiorstw fundusze zainwestowały powyżej 10 mln USD (wykres 3).

Na zakup udziałów w początkowych fazach rozwoju przedsiębiorstw, inwestycje funduszy nie przekraczały 1 mln USD. Przy obejmowaniu akcji przedsiębiorstw znajdujących się w fa-

zie ekspansji, kwoty te oscylowały najczęściej w przedziale od 1 do 5 mln USD. Z badań wynika, iż fundusze inwestujące środki o krajowym pochodzeniu przeważnie inwestowały kwoty nie wyższe niż 1 mln USD. Przedsiębiorstwa o przewadze kapitału polskiego pozyskiwały nieznacznie częściej od 1 do 5 mln USD, natomiast z przewagą kapitału zagranicznego lub z czysto zagranicznym kapitałem - od 5,1 do 10 mln USD.

Wykres 3. Struktura przedsiębiorstw według wielkości zainwestowanego przez fundusze kapitału



Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań empirycznych

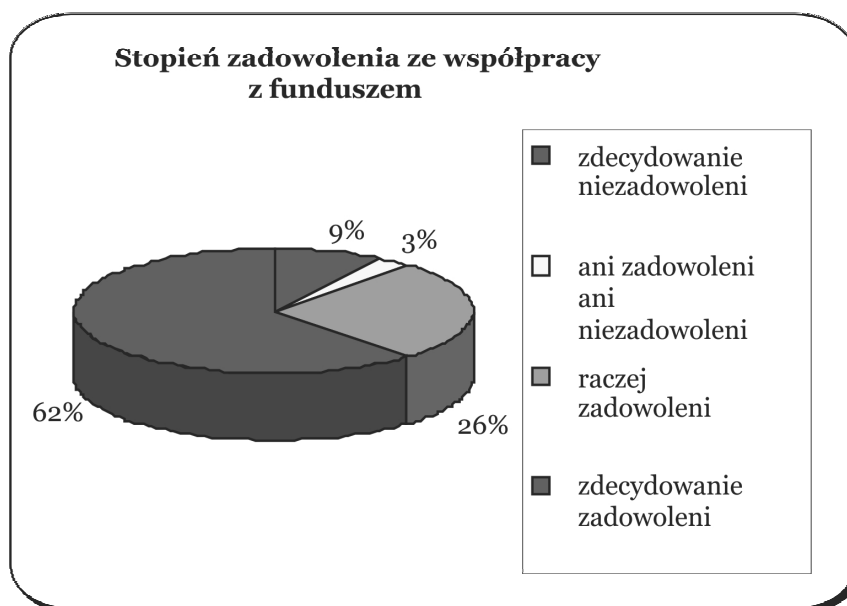
Powodem dokonywania niewielkich inwestycji przez krajowe fundusze *private equity* jest ich słabe wyposażenie w kapitał, co ogranicza ich zasięg do bardzo wczesnych faz rozwoju przedsięwzięć. Z kolei fundusze dysponujące znacznymi kapitałami z międzynarodowych instytucji (np. EBOR, IFC) inwestują przeciętnie znacznie większy kapitał w jedno przedsięwzięcie. Zróżnicowanie funduszy pod względem wielkości zarządzanych kapitałów (determinującej wartość przeciętnej inwestycji) jest konieczne do zapewnienia dostępności środków przedsiębiorstwom we wszystkich fazach rozwoju. W planowanych przez państwo programach mających wesprzeć tzw. fundusze załączkowe, należy upatrywać szans na zmniejszenie luki kapitałowej dla zaniedbanych (przez dysponujące dużymi kapitałami fundusze) w ostatnich latach przedsięwzięć we wczesnych stadiach rozwoju.

Inwestowanie funduszy *private equity* w przedsiębiorstwa polega na wniesieniu kapitału o charakterze właścicielskim (rzadziej pożyczkowym) oraz na doradztwie, głównie przy podejmowaniu decyzji mających strategiczny charakter. Stopień ingerencji zależy od polityki funduszu, jak i od sytuacji oraz możliwości przedsiębiorstwa w zakresie zarządzania. Inwestorzy pomagają przedsiębiorstwu w opracowaniu strategii, nawiązywaniu kontaktów, poszukiwaniu kontrahentów, rozwijaniu sieci dystrybucyjnej czy finansowaniu badań. Nadzorują i sprawdzają, w jaki sposób wykorzystuje się wniesiony przez nich kapitał („wprowadzają własnych menedżerów do rady nadzorczej lub zarządu”,

„wymagają szczegółowego raportowania”, „przeprowadzają systematyczne kontrole”). Przeważnie, badane przedsiębiorstwa odpowiadają, iż fundusze w sposób umiarkowany ingerują w działalność przedsiębiorstwa („nie mieszają się zanedo”, „nie angażują się bardziej, niż chcieliśmy”).

Instytucje te stanowią w dalszym ciągu nowość na naszym rynku. Jako dostarczyciele kapitału dla przedsiębiorstw, często są porównywane z bankami („są inne niż banki”). Pewne zachowania i postawy menedżerów zarządzających funduszami zaskakują przedsiębiorców. Badani podkreślali, iż cechuje ich: „pełen profesjonalizm i zaangażowanie”, „pomoc i pilnowanie”, „bardzo dobra znajomość zasad zarządzania finansami”, „pozytywne podejście”, „tempo zmian, precyzja w działaniu”, „znaczną głębokość kontroli bieżącej, pozwolenie na zaproponowanie formy informowania funduszu o efektach działalności”. Anketowani menedżerowie podkreślali dość często, że w okresie tej współpracy zdobyli wiele cennych doświadczeń. Opinie negatywne zdarzały się rzadko i dotyczyły przeważnie zastrzeżeń co do zakresu pomocy w zarządzaniu: „za mało pomocy organizacyjnej, fundusz skupiał się na mało ważnych detalach, odnieśliśmy wrażenie, że w ogóle nie rozumie branży”, „mały niedosyt - dostaliśmy kapitał, a zabrakło pomocy”.

Analiza wypowiedzi pozwala stwierdzić, że 9 na 10 przedsiębiorstw jest zadowolonych ze współpracy z funduszem *private equity*, w tym aż 62% badanych wyraziło taką opinię w sposób zdecydowany (wykres 4).

Wykres 4. Ocena zadowolenia przedsiębiorstw ze współpracy z funduszami *private equity*

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań empirycznych

Dla porównania, według Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową 57% badanych przedsiębiorców stwierdziło, iż ich firma bez wsparcia *private equity* prawdopodobnie by nie istniała, a 37% stwierdziło, iż na pewno rozwijałaby się znacznie wolniej¹⁹.

Zdecydowane zadowolenie ze współpracy deklarują częściej przedsiębiorstwa, w których fundusz jest udziałowcem (lub pożyczkodawcą) nie dłużej niż trzy lata; zaś te, w których fundusz pozostaje dłużej, niż sześć lat - wyrażają niezadowolenie. Pogorszenie klimatu wzajemnej współpracy może być powodowane zbliżającym się „wyjściem” funduszu, co jest sytuacją rodzącą wiele konfliktów (np. w zakresie wyceny, sposobu „wyjścia”, czy znalezienia nowego inwestora).

Podczas badań prowadzonych w 2005 roku, w większości przedsiębiorstw (w 18 z 26 badanych) fundusz nie był już obecny, zatem możliwe było dokonanie kompleksowej i bardziej wiarygodnej oceny współpracy z funduszami oraz jakości ich wkładu „doradczego” w kreowanie wartości przedsiębiorstwa. Nieznacznie zwiększył się poziom niezadowolenia w stosunku do ocen w pierwszym etapie badań: na ocenę „mierną” (w skali od „1” do „5”) oceniły współpracę z funduszem cztery przedsiębiorstwa, „dostateczną” - trzy, natomiast pozostałe (czyli 19 podmiotów) oceniły ją dobrze lub bardzo dobrze.

Połowa podmiotów twierdzi, iż kooperacja ta przebiegała prawie bezkonfliktowo, w pozostałych problemy zdarzały się niezwykle rzadko i rozwiązywane były przeważnie w drodze partnerskich negocjacji. Różnice zdań pojawiały się najczęściej na etapie wyboru kierunków dalszego rozwoju firmy, przy decyzjach związanych z dalszymi inwestycjami, wdrażaniu nowych produktów, zmianach organizacyjnych (np. zwolnieniach pracowników). Większość konfliktów uwidaczniała się i narastała w sytuacjach, kiedy zakładane rezultaty nie zostały osiągnięte.

69,2% badanych przedsiębiorstw potwierdziło, iż współpraca z funduszem układała im się pomyślnie i bezkonfliktowo, nieporozumienia pojawiały się w 23,1% badanych podmiotów, zaś w dwóch przedsiębiorstwach (z uwagi na zmiany w zarządzie) badani nie mogli zająć stanowiska w tej kwestii.

Wskazówki dla poszukujących inwestora *private equity*

Respondenci udzielili cennych wskazówek przedsiębiorcom zmierzającym starać się o *private equity* oraz wystawili referencje „swojemu” funduszowi. Spośród 24 respondentów, którzy odpowiedzieli na to pytanie, 19 przedsiębiorstw, tj. 79,2% (zaś w 2005 r. 21 z 26 przedsiębiorstw, czyli 80,8%) poleciłoby „swoją” fundusz innym przedsiębiorcom. Badani wskazywali następujące atuty

¹⁹ P. Tamowicz: "Wiedza, panowie!", Puls Biznesu Net S.A., 17.05.2004.

menedżerów funduszy: *“elastyczność działania, efektywny nadzór”, “fachowość i szybkość decyzji”, “dobry fundusz”, “duże kompetencje, kompetentne, szybkie decyzje”, “pełen profesjonalizm i zaangażowanie w wybrane projekty organizacyjne oraz zaufanie”, “pomoc i doświadczenie”, “dobrzy i wartościowi ludzie, elastyczni”, “jest to możliwość pozyskania środków finansowych dla przedsiębiorstw rozpoczynających działalność lub planujących dużą ekspansję”, “uczciwi, postępują według zasad etyki, nie uczą unikania płacenia podatków”*. Jedynie czterech respondentów zdecydowanie nie poleca “swego” funduszu konstatając, iż *“lepiej szukać innych źródeł kapitału”*²⁰.

W 2005 roku, kiedy większość badanych przedsiębiorstw „wyjście” funduszu miała już za sobą, pojawiło się nieco więcej uwag krytycznych dotyczących zwłaszcza wkładu w postaci doradztwa. Jednakże nawet zgłaszający zastrzeżenia odnośnie współpracy z funduszem, w większości potwierdzali tezę, iż warto korzystać z tego źródła kapitału.

Reasumując, (z uwagi na przewagę pozytywnych ocen oraz przytaczane przez badanych opinie odnośnie wysokich kwalifikacji, zaangażowania oraz podejścia zarządzających funduszami, a także wnoszony kapitał) należy stwierdzić, iż fundusze *private equity* prowadzące działalność w Polsce, w sposób istotny kreują wartość dodaną swoich przedsiębiorstw udziałowych²¹.

Najważniejsze wskazówki i rady, których respondenci zechcieli udzielić przedsiębiorcom planującym pozyskanie *private equity* w przyszłości to:

- solidnie przygotowany, realistyczny biznes plan,
- kierownictwo (wykształcone i odnoszące sukcesy w branży),
- przedstawienie możliwości i sposobu „wyjścia” z inwestycji,
- innowacyjny pomysł,

Wymienione przez respondentów wskazówki i sugestie są następujące:

- *“Często jest to jedyna metoda pozyskania kapitału, ale o ile to możliwe, trzeba jak najlepiej wycenić akcje lub udziały”,*

- *“Podstawową sprawą jest konieczność dowiedzenia opłacalności przedsięwzięcia w dającym się przewidzieć czasie. Istotne jest wzbudzenie zaufania do managementu firmy. Ponadto spółka powinna działać w branży rozwijającej się szybciej, niż cała gospodarka. Nie powinno się oczekiwać zbyt wiele od private equity. Niestety pomoc pozakapitałowa jest sporadyczna i występuje tylko w sytuacjach kryzysowych”,*
- *“Jasna, klarowna koncepcja biznesu, realny biznes plan, bardzo dobra kadra. W przypadku firm już istniejących jasna koncepcja wydatkowania środków (rozwój, restrukturyzacja, inwestycje rzeczowe lub kapitałowe)”,*
- *“Przygotowanie biznes planu działalności na tyle szczegółowo, aby pokazać wszystkie szczegóły funkcjonowania firmy; budowa strategii działania na okres po wejściu i po wyjściu; przygotowanie projektu restrukturyzacji firmy z nastawieniem na optymalizację procesów zarządczo-kontrolnych; chęć uczenia się menedżerów; zbudowanie w oparciu o standardy zachodnie (również MSR) służb księgowo-finance”,*
- *“Otwartość i cierpliwość”,*
- *“Negocjować swoje uprawnienia”,*
- *“Listy intencyjne”,*
- *“Zwracać się do funduszy większych i o dłuższej historii, które uzyskują dobre efekty”,*
- *“Przemyśleć biznes plan – rynek, który ma być zdobyty, sposób dystrybucji – konkrety, liczby”,*
- *“Mocno przemyśleć różne warianty – optymistyczne, pesymistyczne, szczegółowo opracować umowę, nie tylko kwestie finansowe”,*
- *“Dobry management – 60% sukcesu, dobry model biznesowy 20% sukcesu, wyniki historyczne 10% sukcesu, Inne 10%”,*
- *“Oprócz kapitału należy się starać głównie o pomoc organizacyjną oraz cały czas weryfikować założenia biznes planu z sytuacją rynkową”,*
- *“Musi być rzetelny biznes plan oraz duży stopień innowacyjności”*.

²⁰ Heterogeniczne zachowania funduszy *private equity* (w zależności od fazy inwestycji, wielkości zainwestowanego kapitału, czasu spędzonego w radzie nadzorczej) potwierdzają badania przeprowadzone przez L. Bottazzi i M. Da Rin, którzy ponadto podkreślają, iż fundusze inwestujące w przedsiębiorstwa “w przededniu” ich wejścia na giełdę szukają wykorzystują tylko okazji do “szybkich zysków” nie mają znacznego udziału we wzroście przedsiębiorstw (Zob. L. Bottazzi, M. Da Rin: “When do Venture Capitalists Add Value?”, Università Degli Studi del Piemonte Orientale Amedeo Avogadro, May 2003, <http://www.eco.unipmn.it/eventi/innovarepercompetere/bottazzi-darin-peav.pdf>, kwiecień 2006).

²¹ Z innych badań wynika, iż wartość dodana kreowana przez fundusze w różnych krajach jest zróżnicowana. Dla przykładu W. K. Clement, W. Kangmao, L. Qing wykazali, iż wartość dodana jaką kreują fundusze *private equity* w Singapurze jest znacznie niższa, niż funduszy w USA. (Zob. “Do Venture Capitalists Add Value? A Comparative Study between Singapore and US”, Applied Financial Economics vol. 12, 2002/8, s. 581-588).

Wnioski i rekomendacje

Private equity jako alternatywne źródło finansowania może - z uwagi na wzrost znaczenia wiedzy w rozwoju gospodarki - stać się siłą napędową w budowaniu nowoczesnej gospodarki w Polsce. O przewadze tego sposobu finansowania nad pozostałymi źródłami kapitału w realizacji przedsięwzięć o wysokim potencjale wzrostu, obarczonych wysokim ryzykiem, stanowi przede wszystkim wnoszona pomoc, która (jak wskazują przeprowadzone badania empiryczne) także w Polsce istotnie przyczynia się do „profesjonalizacji” oraz poprawy pozycji finansowanych tym kapitałem przedsiębiorstw.

Nieznajomość *private equity* wśród przedsiębiorców, a z drugiej strony nadpodaż kapitału u funduszy, wynikająca z niedoboru interesujących projektów, są wynikiem luki informacyjnej spowodowanej nieefektywnie funkcjonującą infrastrukturą instytucjonalną, wspierającą sektor biznesu oraz zajmującą się transferem technologii. Luki informacyjne, powstające w każdym ogniwie systemu, są ważną przyczyną niskiego poziomu rozwoju funduszy *private equity* i względnie niskiego stopnia zainteresowania przedsiębiorców tym źródłem kapitału. Spostrzeżenia te pozwalają potwierdzić, iż zasadniczą przyczyną niezadowalającego poziomu rozwoju rynku *private equity* w Polsce, jest nieznajomość tego źródła finansowania przez przedsiębiorców.

Przedsiębiorstwa korzystające ze wsparcia funduszy potwierdzają doniosłość roli jaką pełni ta grupa inwestorów w rozwoju przedsiębiorstw. Uważają, iż w finansowaniu przedsięwzięć o wysokim poziomie ryzyka, jest to jedyne dostępne źródło kapitału. Przedsiębiorcy potwierdzają wysokie kompetencje menedżerów funduszy i jakość ich wkładu doradczego w rozwój przedsiębiorstw.

Statystyki potwierdzają rosnącą rolę sektora *private equity* w gospodarkach wielu krajów świata. Mimo, iż inwestycje kierowane przez fundusze *private equity* na nasz rynek są największe w regionie Europy Środkowej i Wschodniej, to przewaga ta może zostać wkrótce w znacznym stopniu zniwelowana, z uwagi na dynamiczny wzrost tego rynku w krajach od niedawna znajdujących się w Unii Europejskiej (tj. w Rumunii i Bułgarii). Utrzymanie tej przewagi zależy od samych inwestorów, ale także od zaangażowania państwa w sferze tworzenia warunków dla rozwoju tego rynku. Na podkreślenie zasługuje fakt, iż nie tylko wielkość kapitału, ale także potencjał wzrostu re-

alizowanych przy jego użyciu inwestycji, mają wpływ na tempo budowania nowoczesnej gospodarki. Stale pogarszająca się pozycja konkurencyjna i innowacyjna Polski w międzynarodowych rankingach, wyraźnie wskazuje na konieczność realizowania przedsięwzięć o dużym potencjale wzrostu, obarczonych bardzo wysokim ryzykiem. Z uwagi na poziom ryzyka takich projektów, żaden prywatny, zwłaszcza zagraniczny inwestor, nie zechce angażować kapitału w przedsięwzięcia, z których średnio 9 na 10 kończy się niepowodzeniem. Obserwowane tendencje potwierdzają słuszność tezy P. Druckera, że „*innowator musi być rozważny*”. Mimo wyższej skłonności do finansowania ryzykownych przedsięwzięć wśród funduszy *private equity*, charakteryzują się one dużą rozważnością w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Na polskim rynku ta „ostrożna” postawa przejawiała się w 2004 roku w sposób skrajny - fundusze nie dokonały ani jednej inwestycji w przedsięwzięcia znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju. Przy dopiero formułującym się rynku aniołów biznesu, powoduje to narastanie luki kapitałowej na innowacyjne przedsięwzięcia. Brak interwencji ze strony państwa rodzi zagrożenie pozbawienia polskiego rynku młodych, dynamicznie się rozwijających przedsiębiorstw.

Działania państwa powinny być ukierunkowane na powiększenie akumulacji kapitału przez krajowych inwestorów prywatnych i instytucjonalnych, co umożliwi dokonywanie inwestycji za pośrednictwem efektywnie działającego i zliberalizowanego rynku kapitałowego.

Skierowanie zakumulowanych oszczędności na inwestycje typu *private equity*, będzie możliwe jeśli w Polsce (na wzór krajów zachodnich), wprowadzony zostanie system ulg zwalniających z podatku dochody osiągnięte na inwestycjach w prywatne przedsięwzięcia.

Państwo powinno inicjować realizację tego rodzaju inwestycji, chociażby poprzez ideę partnerstwa publiczno-prywatnego. Szybkie i skuteczne działanie powinno zmierzać przede wszystkim ku wsparciu prywatnych funduszy załączkowych, finansujących najwcześniejsze fazy rozwoju przedsięwzięć. Efektywna polityka państwa zmierzająca, poprzez gruntowną reformę finansów publicznych, do ograniczenia zakresu redystrybucji produktu krajowego brutto, powinna pobudzać wydatki podmiotów gospodarczych i osób prywatnych poprzez sferę regulacyjną. Konieczne jest wprowadzenie przepisów (jakie w Stanach Zjednoczo-

nych obowiązują już od przełomu lat 70. i 80. ubiegłego wieku), które uwolniłyby kapitał zakumulowany w Otwartych Funduszach Emerytalnych i stworzyły im atrakcyjne możliwości inwestycyjne na rynku krajowym, powstrzymując odpływ kapitału za granicę.

Likwidacja luki informacyjnej poprzez edukację społeczeństwa oraz wykreowanie odpowiedniego klimatu łamiącego narosłe od pokoleń bariery mentalne, znajdzie przełożenie na wzrost inwestycji *private equity* z rodzimych źródeł, zapewniając stabilny rozwój tego rynku w Polsce.

Nastanie nowej ery w biznesie, zainicjowanej pojawieniem się nowych technologii, wyzwala szansę wykreowania nowego przedsiębiorcy intelektualnego, umiejącego wyzbyć się swego przywiązania do stworzonej przez siebie firmy. Takiego, który czerpiąc korzyści z nadarzających się okazji, będzie lepiej potrafił kierować się rachunkiem ekonomicznym. Konieczne jest dokonanie zmian w mentalności przedsiębiorców, które wywołają procesy tworzenia przedsiębiorstw na sprzedaż, co wykreuje rozwój różnego rodzaju nowych hybrydowych form finansowania. Nowoczesny przedsiębiorca musi bowiem umiejętnie poruszać się w zdominowanym przez chaos otoczeniu i nie unikać, lecz wykorzystywać wszechobecne ryzyko chwytając nadarzające się okazje. Aktywność ta powinna przejawiać się także w poszukiwaniu niekonwencjonalnych źródeł finansowania.