

Czynniki wpływające na decyzje inwestycyjne funduszy *private equity / venture capital*

Streszczenie

Podstawowym celem referatu jest analiza istoty procesu inwestycyjnego realizowanego przez fundusze private equity jako alternatywnego w stosunku do tradycyjnych źródeł finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw innowacyjnych. Analizowane fundusze ujęte zostały jako instytucje charakteryzujące się nowoczesnym podejściem do innowacyjnych rozwiązań stanowiących zazwyczaj oferty inwestycyjne, które z zasady cechują się ponadprzeciętnym ryzykiem ich rynkowej komercjalizacji.

Zakres referatu obejmuje problematykę uwarunkowań działalności funduszy private equity stanowiących źródło finansowania dla małych i średnich firm, których aktywność gospodarcza i stosowane technologie oparte są o unikalne rozwiązania rynkowe. Fundusze PE/VC poszukując nowych projektów inwestycyjnych promują się jako wymagający i profesjonalni kapitałodawcy, których relacje z potencjalnym kapitałobiorcą oparte są o: wspólny interes prowadzonego projektu inwestycyjnego, długoterminowość współpracy owocującą stabilnym rozwojem, niebiurokratyczne postrzeganie inwestycji oraz pomoc doświadczonych zespołów w zarządzaniu.

Przeprowadzone przez autora badania tworzą jednak odmienny obraz celów inwestycyjnych funduszy venture capital i private equity. Proces decyzyjny związany z uruchomieniem finansowania przez fundusz zdominowany jest przede wszystkim przez identyfikowanie podstawowych wskaźników finansowych określających zwrot inwestycji i możliwość generowania dodatnich przepływów pieniężnych. Determinanty związane z jakością kadry menedżerskiej i stosowanych przez kapitałobiorcę technologii są sprawą drugoplanową nie odgrywającą kluczowej roli w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej w polskich realiach gospodarczych przez fundusze private equity.

¹ Adiunkt, Wydział Ekonomii i Informatyki, Wyższa Szkoła Humanistyczno – Ekonomiczna we Włocławku.

1. Wprowadzenie

Współczesne gospodarki charakteryzuje dynamiczny rozwój rynku finansowego wyrażający się w powstawaniu jego nowych segmentów ze specyficznymi dla nich instytucjami i instrumentami, ale przede wszystkim we wzroście znaczenia dla kreacji rozwoju gospodarczego. Niezbędnym warunkiem wejścia Polski na ścieżkę relatywnie szybkiego i długotrwałego wzrostu jest wspieranie gospodarki opartej na wiedzy gdzie inwestycje w transfer technologii i aplikacja osiągnięć naukowych są kluczowym czynnikiem zmieniającymi status naszego kraju z „tracącego grunt”² w kraj doganiający czołowe gospodarki Unii Europejskiej. Jednym z segmentów rynku finansowego, który poszukuje projektów inwestycyjnych o ponadprzeciętnej stopie zwrotu jest rynek funduszy private equity, w którego obszarze działają także fundusze venture capital inwestujące we wczesne stadia rozwoju spółki. Zaczął on się kształtować w zinstytucjonalizowanej postaci pod koniec lat 40-tych minionego wieku w USA i Wielkiej Brytanii. W Europie kontynentalnej pojawił się jednak znacznie później, a w krajach zaliczanych do rozwijających się z tego regionu, dopiero w ostatniej dekadzie ubiegłego wieku.

Fundusze private equity dostarczają innowacyjnym przedsiębiorstwom o ponadprzeciętnym potencjale wzrostu, finansowania głównie w postaci kapitału własnego oraz doradztwa związanego z szeroko pojętym zarządzaniem. Działalności funduszy private equity przypisuje się wiele spektakularnych sukcesów. Uczestniczyły one w tworzeniu i rozwijaniu takich firm jak: Intel, Apple, Microsoft, Adobe, Lotus, Amazon.com, Federal Express czy Gentech oraz bardzo wielu przedsięwzięć działających na małą i średnią skalę lub przejętych podmiotów przez międzynarodowe koncerny a także wykupionych przez zespoły menedżerskie.

Przedsięwzięcia finansowane przez private equity charakteryzują się stosunkowo ponadprzeciętnym potencjałem wzrostu. Należy bowiem zauważyć, że wymienione firmy w ciągu relatywnie krótkiego okresu czasu przekształciły się z małego czy też średniego innowacyjnego przedsiębiorstwa w duży koncern i znalazły się w czołówce największych podmiotów gospodarczych na świecie, cechując się wielką dynamiką dodatnich przepływów pieniężnych, kreacją wartości przedsiębiorstwa oraz dużym potencjałem tworzenia nowych miejsc pracy. Innowacyjne rozwiązania technologiczne zastosowane w tych przedsiębiorstwach zapoczątkowały nowe gałęzie przemysłu lub wyzwoliły wśród konsumentów nowe potrzeby na dotąd niespotykane produkty i usługi. Można więc przyjąć, że dzięki zestawieniu takich czynników jak: innowacyjny pomysł, produkt lub usługa, sprawnie i elastycznie działająca organizacja oraz odpowiednie źródło długoterminowego finansowania a także wiedza i doświadczenie w zarządzaniu wieloletnimi

² Patrz – H. Hollanders, A. Arundel – 2006 „Global Innovation Scoreboard”(GIS) Report, European Trend Chart on Innovation, European Commission, 2006, s.22 oraz European Innovation Scoreboard 2005 Comparative Analysis of Innovation Performance, European Trend Chart on Innovation, European Commission, 2005 s. 3-11.

projektami inwestycyjnymi, fundusze private equity będąc podmiotem odpowiednio zestawiającym wymienione czynniki, tworzą wartość dla właścicieli wniesionych kapitałów do przedsiębiorstwa, kreują nowe, stabilne miejsca pracy a w rezultacie przyczyniają się do podnoszenia konkurencyjności wielu branż gospodarki.

Private equity wypełnia lukę w finansowaniu pomiędzy powstaniem przedsiębiorstwa a momentem, gdy firma wzbudza na tyle zaufania, że może pozyskać finansowanie zewnętrzne. Istniejąca alternatywa, korzystania z zasobów funduszy private equity przyczynia się do istotnego wzbogacenia rynku finansowego oraz pozwala dokapitalizowanym przez nie podmiotom na relatywnie dynamiczny rozwój. Szczególnie małe i średnie innowacyjne przedsiębiorstwa dzięki współpracy z funduszami osiągają w krótkim czasie dotąd niespotykane poziomy wskaźników rozwoju, na które bez takiego wsparcia musiałyby pracować wiele lat a nawet dziesięcioleci.

W dotychczasowej praktyce, jak i rozważaniach teoretycznych analizuje się czynniki decydujące o uruchomieniu procesu inwestycyjnego typowego dla private equity. Bardzo popularne jest również traktowanie rynku private equity jako alternatywnego instrumentu finansowania przedsiębiorstw³. U podstaw jego wyjątkowości leży przede wszystkim nietypowy sposób traktowania danego projektu inwestycyjnego oraz nowoczesna i niestandardowa procedura prowadząca do negatywnej lub pozytywnej decyzji o zaangażowaniu kapitałowym funduszu.

Podstawowym celem niniejszego opracowania jest analiza istoty procesu inwestycyjnego realizowanego przez fundusze private equity jako alternatywnego w stosunku do tradycyjnych źródeł finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw innowacyjnych. Analizowane fundusze ujęte zostały jako instytucje charakteryzujące się nowoczesnym podejściem do innowacyjnych rozwiązań stanowiących zazwyczaj oferty inwestycyjne, które z zasady cechują się ponadprzeciętnym ryzykiem ich rynkowej komercjalizacji. W pracy zaprezentowane zostały wyniki badań przeprowadzonych na polskim rynku private equity. Zasadniczym przedmiotem rozważań jest analiza wybranych determinant oraz charakterystyk wpływających na podejmowanie decyzji inwestycyjnych przez fundusze private equity.

Analiza private equity jako źródła finansowania projektów innowacyjnych dokonana została pod kątem wymagań i ograniczeń odnoszących się do procesów zakładania i rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw innowacyjnych. Większość rozważań skupia się na finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstwach innowacyjnych o profilu produkcyjnym i usługowym. Autor ma świadomość, że analiza przedstawionych w opracowaniu czynników decydujących o dofinansowaniu przez fundusz private equity projektu inwestycyjnego realizowanego w polskich warunkach rynkowych nie będzie wyczerpująca i wymaga dalszych pogłębionych interdyscyplinarnych badań z zakresu ekonomii oraz

³ Por – P. Tamowicz, Fundusze inwestycyjne typu Venture Capital, IBnGR, Gdańsk 1995 s. 12; Węclawski J., Venture Capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw, PWN, Warszawa 1997 s. 23; J.Grzywacz, A. Okońska, Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw, SGH, Warszawa 2005 s.42, M. Panfil, Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki, DIFIN, Warszawa 2006, s. 20.

finansów. Fundusze private equity stanowią relatywnie nowe zjawisko w gospodarce polskiej, pozyskiwanie informacji dotyczących tego typu podmiotów gospodarczych związane jest z występowaniem szczególnie silnych obiektywnych trudności. Przedstawiciele funduszy bardzo niechętnie zdradzają szczegóły dotyczące funkcjonowania samych funduszy oraz charakterystyki ich polityki inwestycyjnej.

2. Motywacje inwestycyjne funduszy private equity / venture capital

Przy rozpoczęciu prac nad projektowaniem niniejszych badań postawione zostały dwa zasadnicze pytania dotyczące natury i sposobów dokonywania decyzji inwestycyjnych przez fundusze inwestycyjne typu private equity działające w polskich realiach rynkowych.

1. Dlaczego inwestorzy *private equity* angażując swoje środki wybierają te, a nie inne projekty inwestycyjne?

2. Jakich kryteriów używają do oceny przyszłych inwestycji?

W trakcie spotkań i przeprowadzania wywiadów z reprezentantami tego środowiska na postawione powyżej pytania często padała odpowiedź, że decyzja inwestycyjna była podjęta w oparciu o szereg studiów i analiz dotyczących samego przedsięwzięcia jak i jego otoczenia konkurencyjnego ze szczególnym uwzględnieniem sposobów dokonania transakcji dokapitalizowania projektu inwestycyjnego oraz analizy rynkowej produktu a także badaniem profilu kompetencyjnego kadry zarządzającej. Nerozłącznie stwierdzeniom tym towarzyszyły odwołania do metod opartych na tradycyjnych modelach oceny przedsięwzięć inwestycyjnych za pomocą, których analitycy funduszy dokonywali ewaluacji trzech charakterystyk, a rezultat owej oceny ułatwiał podjęcie decyzji finansowej. Do wspomnianych czynników zaliczano najczęściej:

- a. poziom ryzyka,
- b. stopę zwrotu z inwestycji,
- c. stopień płynności inwestycji.

Prezentowane w niniejszym artykule wyniki badań dotyczą funduszy private equity, którym przedstawiono do oceny ofertę inwestycyjną, charakteryzującą nowe, technologicznie innowacyjne przedsiębiorstwa⁴. Zaprezentowany funduszom zbiór projektów inwestycyjnych opisywał przedsiębiorstwa, które nie posiadały zbyt długiej historii finansowej wymaganej do oceny ilościowej projektu inwestycyjnego, zatem potencjalne ryzyko takich inwestycji było bardzo wysokie. Poziom niepewności związany z osiągnięciem oczekiwanych efektów na rynku private equity, porównywany

⁴ W referacie wykorzystano definicję innowacji stworzoną przez S. Krajewskiego, patrz S. Krajewski, Procesy innowacyjne w przemyśle, Książka i Wiedza, Warszawa 1985. Inne definicje innowacji, które mogą mieć zastosowanie w przypadku poniższych badań to definicje stworzone przez: J. Schumpetera, Teoria rozwoju gospodarczego, PWN, Warszawa 1960, s. 101, P.F. Druckera, Schumpeter and Keynes, Forbes 1983, No.11, s. 124-128, lub P.F. Drucker, Innowacje i przedsiębiorczość, PWE, Warszawa 1992, s. 29, a także M.E. Porter, Strategia konkurencji, PWE 1992, s. 183-185., oraz P. Kotler, Marketing, Geberthner i S-ka, Warszawa 1994, s. 322.

jest niejednokrotnie do rezultatów gier hazardowych, jednak w przypadku niniejszych badań zdefiniowana została istotna różnica między inwestorem, którego reprezentantem jest fundusz inwestycyjny, a „graczem” czy spekulantem. Fundusze private equity są inwestorami, którzy starannie badają ryzyko potencjalnego przedsięwzięcia inwestycyjnego i podejmują decyzję dokapitalizowania tylko wtedy, gdy istnieje rozsądny margines bezpieczeństwa⁵. Taki margines pewności zaistnienia planowanych rezultatów inwestorzy oceniają na podstawie analizy danych historycznych, dotychczasowej kondycji przedsiębiorstwa oraz jego prognoz potencjalnego rozwoju postępując według schematu badania przedsiębiorstwa - *due diligenc*⁶. Spekulanci natomiast inwestują kapitały opierając swoje decyzje na ogólnej ocenie „klimatu” inwestycyjnego w danej branży oraz przyszłych oczekiwań innych inwestorów. Ich decyzje opierają się na różnych sygnałach rynkowych, a nie na wartości biznes planu potencjalnego projektu inwestycyjnego. Innymi słowy, spekulant opiera swoją decyzję na ogólnych przesłankach inwestycyjnych, podczas gdy inwestor wykorzystuje do tego celu zaawansowane metody analityczne. W związku z powyższym należy podkreślić, że niniejsze badania koncentrują swoją uwagę tylko i wyłącznie na działaniach inwestora w postaci funduszu private equity⁷.

Decyzja o zainwestowaniu środków przez fundusz w jakieś szczególne przedsięwzięcie jest podejmowana najczęściej w kontekście całego portfela inwestycyjnego. Przyjmując zatem założenie, że inwestorzy private equity są racjonalnymi inwestorami, można stwierdzić, iż oceniają oni potencjalne projekty na bazie korzyści z inwestycji oraz w kontekście bieżących potrzeb portfela inwestycyjnego. W konsekwencji założyć można, że istnieje wspólny zbiór czynników, które są, a niejednokrotnie muszą być ocenione przez wszystkich inwestorów dla wszystkich potencjalnych inwestycji w nowe, technologicznie innowacyjne przedsiębiorstwa. Oczekiwać jednak można, że różne wagi i znaczenie danych czynników przypisywane są różnym charakterystykom potencjalnego projektu inwestycyjnego. W ten sposób powstaje problem identyfikacji składników wspólnego zbioru czynników determinujących decyzje inwestycyjne funduszy private equity⁸.

W oparciu o analizę tekstów źródłowych mówiących, że z kilkuset projektów inwestycyjnych, które pojawiają się rocznie w funduszach private equity, mniej niż dziesięć przechodzi przez wstępną selekcję zastanowić się można, które z czynników decydują o tak rygorystycznym i wybiórczym traktowaniu projektów inwestycyjnych przedstawianych do oceny funduszom private equity. Z niewielkiej liczby, która akceptowana jest do dalszych analiz przez fundusze, nie więcej niż dwa projekty otrzymują dofinansowanie. Zazwyczaj jest to tylko jedno przedsięwzięcie. Fakt ten

⁵ K.H. Vesper, *New Venture Mechanisms*, Englewood Cliffs, New York, Prentice Hall, 1993, s.12.

⁶ E. Mączyńska, *Due diligence w ocenie wartości przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa 2003, zob www.centrumwiedzy.edu.pl.

⁷ Wykorzystane definicje w niniejszym opracowaniu dotyczące funduszy private equity zaczerpnięto z: P.A. Gompers, J. Lerner, *The venture Capital Cycle*, MIT Press 1999, s.3, M. Panfil, *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, DIFIN, Warszawa 2006, s. 18., A. Kornasiewicz, *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s.17.

⁸ Por - J.Grzywacz, A. Okońska, *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa 2005 s. 94 -97, K.Sobańska, *Jak oczarować private equity*, „Finansista” 2004, nr 6.

potwierdzają badania przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych przez B. Raya, S.P. Kotharia i J. Shankena⁹ oraz M.W. Cardullo¹⁰. Poziom aprobaty dla projektów inwestycyjnych przedstawianych do finansowania funduszom private equity jest bardzo niski gdyż zaledwie 1% z nich otrzymuje finansowanie. Wśród tego jednego procenta niewiele, gdyż maksymalnie 15% wszystkich realizowanych projektów inwestycyjnych przynosi wysoki, zadowalający zysk dla funduszu rekompensujący poniesione straty inwestycyjne, koszty operacyjne działalności funduszu i generując pożądaną przez właścicieli wskaźnik wzrostu wartości powierzonych kapitałów¹¹.

Powstaje zatem pytanie: Które z ocenianych czynników przez inwestorów przyczyniają się do tak drastycznej redukcji przyszłych inwestycji? Aby na to odpowiedzieć w bardziej precyzyjny sposób niż robią to reprezentanci funduszy private equity, zdecydowano się na zaprojektowanie instrumentu, który wykorzystywałby metody i język specjalistów z dziedziny inwestycji cechujących się ponadprzeciętnym ryzykiem. Założono, iż instrument ten powinien być skonstruowany w taki sposób, aby pomógł udzielić więcej konkretnych odpowiedzi, aniżeli otrzymywane informacje dzięki standardowym badaniom ankietowym.

Ze względu na to, że inwestorzy private equity żądają zazwyczaj biznes planu projektu inwestycyjnego jako dokumentu najbardziej reprezentatywnego, celem zapoznania się z ogólnym obrazem przyszłego przedsięwzięcia, uznano, że taki dokument byłby użytecznym narzędziem, które przyczyni się do ujawnienia przez fundusze pożądaných informacji dla celów badawczych. Aby opracować biznes plan, który przeszedłby wstępną selekcję wśród większości inwestorów, zakres potencjalnych inwestycji został ograniczony i wyraźnie zdefiniowany. Skupiono więc uwagę jedynie na opracowaniu takich planów projektów inwestycyjnych, które obejmowały nowe, innowacyjne przedsięwzięcia i mogły być materiałem wyjściowym wykorzystanym w niniejszym badaniu.

Wiele przemawiało przeciw opracowaniu pojedynczego biznes planu, który byłby skierowany do licznego grona inwestorów private equity. Dlatego zdecydowano, iż należy opracować trzy różne plany w celu zwiększenia prawdopodobieństwa, że przynajmniej jeden z nich byłby interesujący dla każdego z inwestorów¹². Ponadto, zdecydowano, że te trzy plany byłyby reprezentatywne dla trzech różnych typów innowacji technologicznych. **Pierwszy plan** obejmował opis przedsięwzięcia polegającego na wytwarzaniu dóbr na bazie istniejącej technologii i parku maszynowego dla nowego rynku. **Drugi plan** zakładał, że istniejący produkt będzie sprzedawany w innowacyjny sposób. **Trzeci plan** dotyczył wdrożenia całkowicie nowej technologii, zaś powstały dzięki niej produkt zostanie wprowadzony na rynek.

⁹ B.Ray, S.P. Kothari, J. Shanken, Problems in measuring portfolio performance: An application to contrition investment strategies, *Journal of Financial Economics* 38, 1995, s. 79-107.

¹⁰ M.W. Cardullo, *Technological Entrepreneurism. Enterprise Formation, Financing and Growth*, Research Studies Press Ltd., Philadelphia, 1999, s. 236-249.

¹¹ D. Gumpert, *Creating a Successful Business Plan*, Portable MBA in Entrepreneurship, W.D. Bygrave, New York 1993, s.325-327.

¹² Przykłady nowoczesnych rozwiązań technologicznych przedstawione w zaprezentowanych funduszom biznes planach uzyskano z bazy danych sieci europejskich instytucji działających pod wspólną nazwą Innovation Relay Centre (www.ircnet.lu).

W wyniku analiz kilku biznes planów, które uzyskały finansowanie od inwestorów private equity, można zauważyć, że pojawiało się w nich kilka powtarzających się kategorii informacji:

1. Streszczenie planu i opis zapotrzebowania na środki finansowe.
2. Opis produktu (lub produktów).
3. Opis środowiska rynkowego, razem z analizą konkurencji.
4. Szkic struktury organizacyjnej wraz z obszerniejszą informacją dotyczącą kluczowych przedstawicieli zespołu menedżerów.
5. Opisowa historia firmy.
6. Szczegółowe przedstawienie planów firmy opisujących osiągnięcie postawionych celów (plany marketingowe i produkcyjne).
7. Raporty i projekcje finansowe.
8. Przedstawienie potencjalnych zysków dla inwestora wraz z analizą przyszłych możliwości wycofania się z przedsięwzięcia.

Plany, które zostały stworzone dla potrzeb niniejszej analizy obejmowały podobny zestaw informacji o wskazanym przez przedstawicieli lub instrukcje pochodzące z materiałów informacyjnych funduszu stopniu szczegółowości. W pierwszym etapie identyfikowania, które z czynników inwestorzy private equity biorą pod uwagę przy ocenie swoich decyzji inwestycyjnych, wyżej wspomniane kategorie zostały zredukowane do trzech podstawowych charakterystyk:

- a. kwalifikacje menedżerów i poziom zaawansowania technologicznego firmy (**ludzie i technologia**),
- b. projekcje finansowe z adekwatnymi informacjami rynkowymi (**finanse**),
- c. potencjalne możliwości wyjścia z inwestycji (**wyjście**).

Wybór powyżej przytoczonych, trzech głównych, czynników został w dużej części oparty na wskazówkach inwestorów private equity uzyskanych w czasie wywiadów, dzięki którym zebrano informacje dotyczące podstawowych zagadnień poruszanych przy analizie potencjalnego projektu inwestycyjnego.

Założono ponadto, że istnieje pięć sposobów wyjścia z inwestycji (dezinwestycji):

- a. sprzedaż partnerowi / kierownictwu firmy (buy back),
- b. wprowadzenie przedsiębiorstwa na giełdę (going public),
- c. doprowadzenie do nabycia firmy przez inny podmiot np. wiodący w danej branży (inwestor strategiczny, inwestor branżowy) tzw. trade sale,
- d. sprzedaż inwestorowi finansowemu (secondary purchase),
- e. likwidacja.

Wszystkie przedstawione powyżej scenariusze wycofania kapitałów z inwestycji zakładają, że inwestor private equity będzie sprawował pewne funkcje właścicielskie w dokapitalizowanych przedsiębiorstwach.

W niniejszym badaniu wzięły udział trzy hipotetyczne propozycje, które były konkurencyjne w stosunku do rzeczywistych ofert, pojawiających się na biurkach inwestorów private equity. Wszystkie z trzech przedstawionych propozycji miały oparcie w realiach rynkowych, gdyż pewien prototyp danego produktu, usługi czy technologii opisanej w biznes planie już istniał w literaturze specjalistycznej lub na innym rynku, jednak żadne z podobnych przedsiębiorstw nie istniało na rynku polskim. Wszystkie trzy propozycje zawierały wcześniej wspomniane osiem kategorii informacji żądanych przez inwestorów.

Pierwsza propozycja - Best Business Solutions (BBS), przedstawiała istniejącą technologię przemysłową, która ma być wdrożona po raz pierwszy na rynku dóbr konsumpcyjnych. **Druga propozycja - Ocula Trading (OT)**, przedstawiała istniejący produkt technologiczny, który ma być ponownie wdrożony na rynku dóbr konsumpcyjnych za pomocą nowego podejścia marketingowego. **Trzecia propozycja - Implant Group (IG)** przedstawiała nowo opracowaną technologię, która ma być wprowadzona na rynek. Wszystkie trzy propozycje różniły się od siebie zarówno pod względem technologicznym jak i rynkowym.

W celu uzyskania odpowiednich informacji od funduszy private equity, każdy z trzech czynników - **ludzie i technologia, finanse, wyjście** - został przedstawiony w biznes planach jako - „obecny” lub „nieobecny”, nie każda informacja o danym czynniku była eliminowana całkowicie, wiele informacji jednak zostało usuniętych tak, aby propozycja stała się bardziej ryzykowna. Uznano, że jeżeli nie udostępni się całej informacji o danym czynniku, propozycja nie zostałaby uznana za poważną i w rezultacie fundusz mógłby ją odrzucić na samym początku procesu ewaluacyjnego.

Każdy inwestor private equity uczestniczący w tym badaniu otrzymał kopię trzech biznes planów wcześniej wspomnianych hipotetycznych firm. Każda propozycja była napisana w siedmiu wersjach, w zależności od obecności lub braku, któregoś z czynników (patrz tablica 1.1.)

Tablica 1.1. Zestawienie różnych wersji propozycji inwestycyjnych (biznes planów)

Numer wersji	Ludzie i technologia	Czynniki finansowe	Wyjście
1	+	+	+
2	+	-	-
3	+	+	-
4	+	-	+
5	-	+	+
6	-	+	-
7	-	-	+

gdzie: + = obecny; - = nieobecny

Źródło: Opracowanie własne

W celu wykorzystania informacji, którą uzyskano dzięki wyodrębnieniu czynników podstawowych, utworzono zbiór pożądaných wariantów biznes planów, który przedstawiony jest w tablicy 1.2.

Tablica 1.2. Ilustracja wariantów biznes planów

Numer inwestora private equity	Rodzaj czynnik	Sposób przedstawienia czynników w biznes planie		
		BBS	OT	IG
1	Ludzie i technologia	A	B	C
2	finanse	B	C	A
3	wyjście	C	A	B

Źródło: Opracowanie własne

gdzie: A = jeden z czynników jest obecny (wskazany obecny)

B = dwa czynniki są obecne (wskazany nieobecny)

C = wszystkie trzy czynniki są obecne

Przypadek, gdy wszystkie trzy czynniki na tym samym poziomie są obecne we wszystkich trzech propozycjach przedłożonych każdemu inwestorowi został wyeliminowany, gdyż w rzeczywistości taką informację można uzyskać dzięki analizie danych. Ze względu na to, że do każdego funduszu dostarczono trzy propozycje biznes planów, projekt wymagał uczestnictwa trzydziestu sześciu inwestorów private equity.

Po przygotowaniu dokumentów, pakiet trzech propozycji (jedna wersja dla każdej z firm BBS, OT i IG) został wysłany do każdego z uczestniczących w projekcie inwestorów private equity.

Inwestorzy mieli za zadanie rozważenie trzech propozycji niezależnie oraz w kontekście potrzeb portfela inwestycyjnego, ograniczeń w płynności oraz bieżącej oceny rynku i alternatywnych inwestycji. Byli oni również poproszeni o opinię na temat czy rozpatrywaliby daną propozycję w dalszych etapach studiów przedinwestycyjnych, bez wyraźnych sugestii czy zdecydowałiby się na podjęcie decyzji o finansowaniu projektu. Ta ważna różnica pochodziła stąd, że ze strony żadnego inwestora

private equity nie można było oczekiwać zobowiązań finansowych względem hipotetycznego projektu inwestycyjnego bez znajomości osób odpowiedzialnych za zarządzanie całym przedsięwzięciem oraz bez zapoznania się z produktem i warunkami produkcji.

Z uczestnikami badań przeprowadzono w ich biurach wywiady. W trakcie spotkań dyskutowano nad dwiema głównymi kwestiami dotyczącymi funduszy. Po pierwsze, zapoznano się z filozofią działania każdego z funduszu private equity. Po drugie, wymieniono poglądy dotyczące reakcji inwestora na każdą z trzech propozycji inwestycyjnych w kategoriach trzech czynników podstawowych (ludzie i technologia, finanse, wyjście) i ich relacją w stosunku do generowanego przez projekt ryzyka, zwrotu z inwestycji i płynności. Ponadto poproszono inwestorów o uszeregowanie propozycji we wzajemnej relacji do siebie bez względu na potrzeby portfelowe inwestora. W trakcie wywiadu uporządkowano także propozycje w kategoriach atrakcyjności dla danego funduszu private equity ze względu na dostosowanie do potrzeb portfelowych. Drugie uporządkowanie ofert było odmienne od pierwszego, gdyż inwestor mógł odrzucić wszystkie trzy propozycje.

Zaplanowano także, aby komentarze przedstawicieli funduszy dotyczyły możliwości oszacowania prawdopodobieństwa finansowania projektu oraz generalnej oceny projektu. W celu uporządkowania odpowiedzi stworzono trójstopniową wagę oceniającą każdą z informacji, którą zdefiniowano jako ocena: wysoka, średnia i niska. Dzięki uszeregowaniu odpowiedzi, proces nadania określeniom jakościowym wartości liczbowych został ułatwiony.

Wywiad dotyczący badania procesu inwestycyjnego i stosunku funduszu do projektu inwestycyjnego posiadał strukturę stworzoną z zagadnień ogólnych, które dotyczyły przede wszystkim:

- a. personelu,
- b. produktu oraz technologii produkcji,
- c. możliwość dezinvestycji,
- d. problemów dotyczących dokapitalizowania przedsięwzięcia,
- e. przedziału czasowego inwestycji,
- f. poziomu marży brutto.

Wszystkie powyższe dziedziny analizowane były w kontekście: ryzyka, zwrotu z inwestycji i płynności. W poszczególnych propozycjach, istota każdego z zagadnienia została tak przedstawiona, aby odróżniała się od innych propozycji. Oczekiwano, że dzięki wywiadowi i ocenie poszczególnych kryteriów, zamierzone różnice biznes planów pomogą odsłonić skłonności faworyzowania przez fundusze jednych czynników nad drugimi.

Podstawą do wyboru wyżej przedstawionych sześciu determinant był model symulacyjny analiz decyzyjnych podobny do modelu siedmiu zmiennych zaprojektowanego przez D.B. Hertza¹³. W modelu tym, siedem zmiennych było pogrupowanych w trzech zbiorach (patrz tablica 1.3.).

Tablica 1.3. Obszary analiz sporządzanych przez fundusz oraz zmienne opisujące

Obszar	Rodzaje zmiennych
analiz rynkowych	rozmiar rynku i jego stopa wzrostu ceny sprzedaży udział w rynku danej firmy
analiz kosztów inwestycyjnych	charakterystyka kosztów operacyjnych analiza czynników technologicznych długości trwania inwestycji
analizy kosztów operacyjnych i stałych	informacje o funkcji produkcji firmy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie D.B. Hertz, Risk Analysis in Capital Investments, Harvard Business Review, 42(January-February 1964), s. 98.

D.B. Hertz realizując swoje badania stwierdził, że istnieje brak niezależności pomiędzy wieloma wymienionymi wyżej zmiennymi.

Innym modelem wykorzystanym do niniejszych analiz był model strukturalny F.M. Sherera¹⁴. Autor określał go jako „Model analizy organizacji przemysłowej”¹⁵. Za pomocą tego modelu próbowano zidentyfikować zbiór cech lub zmiennych, które wpływają na wyniki ekonomiczne przedsiębiorstw i zbudować teorie uwzględniającą istotę powiązań pomiędzy tymi zmiennymi, a wynikami końcowymi¹⁶. Reasumując należy nadmienić, iż model ilustruje relacje pomiędzy wynikami rynkowymi firm, zachowaniem się sprzedawcy/nabywcy na rynku, odpowiednimi strukturami rynkowymi i podstawowymi uwarunkowaniami podaży i popytu¹⁷.

¹³ D.B. Hertz, *Risk Analysis in Capital Investments*, Harvard Business Review, 42 (January-February 1964), s. 95-106.

¹⁴ F.M. Sherer, *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Rand McNally and Company, Chicago 1970, .s.167-214.

¹⁵ A Model of Industrial Organization Analysis.

¹⁶ F.M. Sherer, *Industrial Market Structure...op.cit.*, s.6.

¹⁷ Do właściwego zaprojektowania badań przeprowadzono także studia literaturowe nad kryteriami oceny inwestycji stosowanymi przez fundusze private equity. Wykorzystano między innymi prace: A.W. Wells, *Venture capital Decision-Making*, Carnegie-Mellon University, Pittsburgh, 1988; E.A. Poindexter, *The efficiency of financial Markets: The Venture capital Case*, New York University, NY, 1986; T.T. Tyebjee, AV. Bruno, *A Model of Venture capital Investment Activity*, Management Science 1994; R. Premus, *Venture capital and Innovation*, Studia przygotowane dla Kongresu Stanów Zjednoczonych, Washington U.S. Government Printing Office, 1989.

Po przeprowadzeniu wywiadów, stworzono 21 kategorii czynników mających wpływ na decyzje inwestycyjne co przedstawia tablica 1.4. Prezentowane zestawienie pomogło w usystematyzowaniu odpowiedzi inwestorów, wykorzystując dwa wspomniane modele jako wytyczne.

Tablica 1.4. Zbiór czynników mających wpływ na decyzje inwestycyjne funduszy private equity

Lp.	Rodzaj czynnika	Opis
1.	<i>Wartość dla rynku</i>	użyteczność produktu, jego zdolność do zaspakajania potrzeb jako odpowiedź na pojawiającą się potrzebę
2.	<i>Wzrost popytu</i>	wielkość popytu rynkowego na dany produkt, stopa wzrostu popytu na ten produkt
3.	<i>Dostępność substytutów</i>	liczba istniejących produktów substytucyjnych, wysokość popytu na dobra substytucyjne
4.	<i>Elastyczność cenowa</i>	wielkość reakcji popytu na zmianę ceny produktu
5.	<i>Właściwości technologiczne</i>	trwałość produktu, nowoczesność składników technologicznych, cechy fizyczne produktu, proces produkcyjny, substytucyjność procesu produkcji lub jego części
6.	<i>Strategie marketingowe i reklamowe</i>	plany i zobowiązania dla dostarczenia produktu na rynek, koszty działań marketingowych
7.	<i>Wiarygodność produktu</i>	wysokość potencjalnego ryzyka dla użytkownika, koszt odpowiedniego ubezpieczenia
8.	<i>Regulacje rządowe</i>	stopień od którego działalność przedsiębiorstwa i jego produkty podlegają kontroli i regulacji rządowej, czas i koszty związane z dostosowaniami
9.	<i>Zaangażowanie się w działalność badawczo-rozwojową</i>	ilość środków Finansowych jako odsetek zysku brutto przeznaczana na działalność B+R, stosunek wydatków na badania i rozwój do wartości całego przedsięwzięcia
10.	<i>Wielkość rynku</i>	wielkość rynku w kategoriach liczby uczestniczących w nim podmiotów oraz całkowitych obrotów w złotych
11.	<i>System dystrybucji</i>	metoda, za pomocą której produkty opuszczają proces produkcji i są dostarczane na rynek
12.	<i>Marże</i>	wielkość i adekwatność marż brutto i netto
13.	<i>Liczba lat do osiągnięcia dojrzałości</i>	ilość i akceptowalność oczekiwanej liczby lat, w ciągu których firma osiągnie dojrzałość
14.	<i>Zapotrzebowanie kapitałowe</i>	wielkość i właściwość zapotrzebowania kapitałowego
15.	<i>Udział w rynku</i>	rzeczywista i potencjalna pozycja na odpowiednim rynku
16.	<i>Potencjał wyjścia</i>	przyszła dostępność zadowalających szans na osiągnięcie płynności, horyzont czasowy dla uzyskania takich szans
17.	<i>Bariery rynkowe</i>	zdolność do odniesienia sukcesu na rynku, rozmiar konkurencji rynkowej, możliwość opatentowania produktu
18.	<i>Doświadczenia z sukcesami i porażkami</i>	stosowne doświadczenia w odnoszeniu sukcesów i niepowodzeń głównego menedżera lub całego zespołu zarządzającego
19.	<i>Wiedza techniczna</i>	odpowiednia wiedza techniczna głównych menedżerów
20.	<i>Zaangażowanie menedżerów</i>	stopień, w jakim menedżerowie są personalnie i finansowo zaangażowani w nowe przedsięwzięcie
21.	<i>Doświadczenia zespołu menedżerów</i>	ogólne doświadczenia każdego członka zarządu, adekwatność jego doświadczeń, ogólny szkic zespołu menedżerów w kategoriach doświadczenia

Źródło: Opracowanie własne na podstawie - F.M. Sherer, *Industrial Market Structure and Economic Performances*. Chicago: Rand McNally and Company, 1970 oraz D. B. Hertz, *Risk Analysis in Capital Investments*, *Harvard Business Review*, 42(January-February 1964).

Dla celów analitycznych każdemu z wyżej wspomnianych czynników przypisano jedną ze zmiennych w postaci: ryzyka, zwrotu z inwestycji, płynności.

Zmienne - ryzyko, zwrot z inwestycji i płynność - są zależne. Z tego powodu przypisanie tylko jednej z nich do każdej z 21 kategorii można uważać za sprawę dyskusyjną. Dokonując przyporządkowania przyjęto jednak założenie, że chociaż zachodzą związki między zmiennymi, to głównym problemem pojawiającym się w trakcie prac projektowych było to, czy te kategorie są w stanie wyjaśnić różnice w ocenianiu przez inwestorów trzech projektów - BBS, OT i IG. W przypadku niniejszych badań, ryzyko implikuje istnienie potencjalnych kosztów wywołanych niepewnością. W literaturze wyróżnia się *zazwyczaj* dwa główne typy ryzyka: ryzyko rynkowe i ryzyko finansowe¹⁸. Ryzyko rynkowe dotyczy samego produktu i wielkości czy też pojemności jego rynku, natomiast ryzyko finansowe wynika z posiadania niedostatecznych środków pieniężnych do wywiązania się ze zobowiązań. Ryzyko finansowe wpływa na poziom dochodu netto. Mając na uwadze powyższe definicje obydwie typy ryzyka zostały uwzględnione w zmiennej **ryzyko**.

Zmienna - **zwrot z inwestycji**, obejmuje *zazwyczaj* dwa składniki. Pierwszy składnik jest miarą względnej efektywności, z jaką firma wytwarza i sprzedaje dany produkt. Drugi składnik to wskaźnik obrotów firmy, który mierzy względną efektywność przedsiębiorstwa i wykorzystania aktywów. Ostatecznie, zwrot z inwestycji powinien być stosunkiem zysków do wartości netto¹⁹.

Zmienna – **płynność** definiowana w niniejszych badaniach, obejmowała trzy składniki. Pierwszy składnik - ramy czasowe, dotyczy określenia jak długo inwestor będzie musiał pozostawić swoje środki w przedsiębiorstwie. Drugi składnik - zadowalająca stopa zwrotu, określa zwrot z inwestycji, który byłby satysfakcjonujący dla inwestora w badanym okresie. Trzeci składnik - dostępność możliwości wyjścia - określa potencjalne mechanizmy uwolnienia kapitału inwestora i wykorzystania go w innych projektach inwestycyjnych²⁰.

¹⁸ A.G. Puxty, J.C. Dodds, Financial Management, Chapman&Hall, London, New York 1991, s. 140-163; R. Brealey, S. Myers, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, 1984, s.117-136.

¹⁹ M. Sierpińska, T. Jachna, Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych, PWN, W-wa, s. 189-243.

²⁰ P.A. Gompers, J. Lerner, What Drives Venture capital Fundraising?, NBER Working Paper Series nr 6906, Cambridge 1999, s.23.

3. Analiza danych

Ze względu na dużą liczbę informacji, które zdobyto podczas przeprowadzonych wywiadów, pojawiło się wiele interesujących kwestii związanych z działalnością zamkniętych funduszy private equity na polskim rynku. Niniejsze badanie było przede wszystkim zaprojektowane w ten sposób, aby zidentyfikować kluczowe zmienne decyzyjne, które bierze pod uwagę fundusz private equity przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

W pierwszym etapie badań 35 funduszy inwestycyjnych typu private equity określiła, jakimi zmiennymi kierują się oceniając przyszłą inwestycję we wczesne stadia rozwoju przedsiębiorstwa. Zwykle wskazywali na **ryzyko**, **stopę zwrotu**, **płynność** oraz **potrzeby portfelowe**, jako kryteria leżące u podłoża decyzji inwestycyjnej. Następnie zadano im pytania mające na celu sprawdzenie czy kryteria związane z oceną kadry zarządzającej przedsiębiorstwem oraz poziom stosowanej techniki w firmie determinują analizę konkretnej inwestycji. Zastosowano dwa różne mierniki dla porównania oceny ogólnej stanowiska inwestora w stosunku do przedstawionych propozycji inwestycyjnych (BBS, OT, IG) oraz w stosunku do oceny przez niego konkretnych czynników decyzyjnych wynikających z wcześniejszych założeń (patrz tablica 1.4.).

Stanowisko wybranych do badań private equity wobec trzech projektów było szacowane dwoma miarami stworzonymi specjalnie do przeprowadzenia niniejszych badań. Pierwszą miarę nazwano - „**Oceną ogólną**”, natomiast drugą - „**Ryzyko -Zwrot**”. Miara dotycząca oceny preferencji funduszu zwana dla potrzeb badań „**Ocena ogólna**” oparta została na skali pięciopunktowej, która zdefiniowana została w sposób przedstawiony w tablicy 1.5.

Tablica 1.5. Opis wag nadawanych wskaźnikowi - Ocena ogólna

Liczba punktów	Opis
1	propozycja nie byłaby w ogóle rozpatrywana
2	propozycja byłaby warta przeczytania
3	propozycja byłaby bardziej dokładnie rozpatrzona
4	propozycja byłaby postrzegana jako poważna możliwość dokonania inwestycji
5	propozycja prawdopodobnie zostałaby sfinansowana

Źródło: Opracowanie własne

Ocena ogólna o wartości „5” oznaczała, że inwestor był silnie zainteresowany propozycją mimo zaistnienia prawdopodobieństwa różnorodnych problemów, mógłby znaleźć wspólną płaszczyznę współpracy z przedsiębiorcą zanim otrzyma ono środki finansowe. Tablica 1.6. przedstawia rozkład ocen nadawanych przez fundusze konkretnym projektom. Skala waha się od 1 do 5 i ujawnia stanowisko inwestora w odniesieniu do bieżącej struktury jego portfela inwestycyjnego i preferencji.

Tablica 1.6. Wskaźnik „Oceny ogólnej” dla trzech propozycji inwestycyjnych (skala od 1 do 5)

Ocena	Wszystkie propozycje	Wszystkie	BBS		OT		IG	
			Liczba funduszy*	%	Liczba funduszy	%	Liczba funduszy	%
1	48	45,7	27	77,1	14	40,0	7	20,0
2	17	16,2	3	8,6	7	20,0	7	20,0
3	9	8,6	1	2,9	6	17,1	2	5,7
4	12	11,4	0	0,0	6	17,1	6	17,1
5	19	18,1	4	11,4	2	5,7	13	37,1
Ogółem	105	100,0	35	100,0	35	100,0	35	100,0

Źródło: Opracowanie własne

* do badań zaproszono 36 inwestorów, lecz jeden wywiad nie został przeprowadzony; uczestniczyło zatem 35 inwestorów.

Z powyższej tablicy wynika, że propozycje o nazwie BBS oraz OT nie spotkały się z uznaniem większości pytanym inwestorów. Jedynie w przypadku projektu IG, 37% inwestorów najprawdopodobniej byłoby gotowych do zaangażowania kapitałowego. Inwestorzy, pytani o przyczynę określonego stosunku do konkretnej propozycji inwestycyjnej (BBS, OT i IG) w większości przypadków wskazywali na swoje preferencje branżowe (22 fundusze).

3.1. Analiza preferencji inwestycyjnych funduszu względem różnych propozycji inwestycyjnych

W celu dalszego zrozumienia różnic w ocenie trzech przedstawionych funduszy propozycji inwestycyjnych, odpowiedzi dotyczące poszczególnych projektów zostały dokładnie zbadane. W rezultacie powstał kolejny miernik, którym jest trójwymiarowa skala skonstruowana na podstawie uwag badanych inwestorów private equity. Skala opiera się na trzech przyjętych w metodologii zmiennych: **Ryzyku**, **Stopie Zwrotu** i **Płynności**. Każda z tych zmiennych została zredukowana do średniej wartości z dwudziestu jeden kategorii wyodrębnionych w tablicy 1.4.

Celem uproszczenia rozważań, uwzględniono jedynie zmienne - **Ryzyko** i **Stopę Zwrotu** bez zmiennej **Płynność**. Powodem takiego założenia stała się analiza danych dotyczących wszystkich trzech propozycji jednocześnie. Zmienne „**Ryzyko**” i „**Zwrot**” są silnie skorelowane z „**Oceną ogólną**”, natomiast zmienna „**Płynność**” charakteryzuje się słabą korelacją z „**Oceną ogólną**”. W celu ewaluacji istotności współczynników korelacji postawiono hipotezę zerową zakładającą, że współczynnik korelacji jest nieistotny statystycznie i zapisano ją następujący sposób:

$$H_0 : E(r_{xy}) = 0$$

Sformułowano także hipotezę alternatywną, gdzie przyjęto, że współczynnik korelacji jest istotny statystycznie:

$$H_1 : E(r_{xy}) \neq 0$$

Weryfikując hipotezę zerową zastosowano statystykę o następującej postaci:

$$u = \frac{r_{xy}}{\sqrt{\frac{1-r_{xy}^2}{n-2}}} \quad \text{o rozkładzie } N(0,1) \text{ standaryzowanym}^{21}.$$

Wyniki otrzymane dzięki weryfikacji hipotez wskazały iż, zmienne **Ryzyko**, **Zwrot** oraz **Ocena ogólna** są istotnie statystycznie skorelowane ze sobą gdyż $p < 0,05$ ²².

Poziom istotności statystycznej współczynnika korelacji udowodnił, że uwzględnienie kategorii **Płynności**, wpływając może w niewielkim stopniu na wyjaśnienie związku pomiędzy **Oceną ogólną** projektu inwestycyjnego dokonaną (w skali 1-5) przez inwestorów, a uwagami inwestorów, poczynionymi w trakcie przeprowadzania wywiadu, na temat podstawowych czynników decyzyjnych charakterystycznych dla poszczególnych propozycji. Powyższe analizy doprowadziły do konkluzji, że pominięcie wskaźnika oceny definiowanej jako **Płynność** nie wpłynie drastycznie na wynik badań i pozwoli na dokładniejszą i przejrzystsza analizę pozostałych związków.

Następnym etapem prowadzonych badań było przeanalizowanie wyników opisujących związku między **Ryzykiem** a **Zwrotem** w odniesieniu do poszczególnych propozycji, jak również w odniesieniu do wszystkich łącznie. Założono, iż najlepszy wynik dla konkretnej propozycji inwestycyjnej będzie miał miejsce wtedy, gdy zarówno **Ryzyko** jak i **Zwrot** otrzymają po dwa punkty. W takiej sytuacji **Ryzyko** będzie najmniejsze a **Zwrot** z inwestycji największy.

Analiza funkcji regresji w postaci $\text{Ryzyko} = 0,0583 + 0,5042X$ dla projektu BBS ujawniła, że większość ocen propozycji w kontekście kryteriów **Ryzyko - Zwrot** leży w obszarze wartości od -2 do 0, gdzie **Ryzyko** i **Zwrot** mają najniższą wartość. Wszystkie wartości wskaźnika **Oceny ogólnej** dotyczące projektu BBS w omawianym przedziale (-2,0) mają wartość 1 lub 2 z jednym wyjątkiem, gdzie fundusz ocenił przyszłą inwestycje na 3 punkty. Wszystkich ocen sprzyjających projektowi BBS jest niewiele. Zbyt niski zwrot z inwestycji oraz duże ryzyko spowodowało, że projekt został odrzucony przez istotną większość funduszy private equity.

Sytuacja projektu OT określona funkcją regresji w postaci $\text{Ryzyko} = 0,5459 + 0,6581X$ w dużej mierze podobna jest do przypadku BBS. OT zostało nisko ocenione na skali **Zwrotu**, lecz lepiej niż BBS na skali **Ryzyka**. Pojawiło się także dziewięciu inwestorów, czyli o wiele więcej niż w przypadku BBS, którzy ocenili projekt OT jako propozycję generującą mniejsze ryzyko, co jednak nie jest wystarczające do podjęcia pozytywnej decyzji. Zbyt mały zwrot z inwestycji jest podstawową przeszkodą dla akceptacji przez inwestorów projektu OT.

²¹ D. Witkowska (red.), Metody Statystyczne w Zarządzaniu, Seria Wydawnictw Dydaktycznych Wydział Organizacji i Zarządzania Politechniki Łódzkiej, Łódź 2001, s.170-174.

²² A.D. Aczel, Statystyka w zarządzaniu. Pełny wykład, PWN Warszawa 2000, s. 307.

Wyniki przedstawiające pozycję projektu IG ($Ryzyko = -0,1741 + 0,6095X$) obrazują daleko inną sytuację niż w dwóch wcześniejszych przypadkach. Propozycja nie tylko została lepiej oceniona przez fundusze private equity na skali **Ryzyka**, ale również na skali **Zwrotu**. Spośród trzydziestu pięciu inwestorów private equity siedemnastu umieściło oceny kryteriów **Ryzyko – Zwrot (R-Z)** w zbiorze wartości odpowiadającym przedziałowi od 0 do 2. Wśród tych siedemnastu, trzynastu oceniło propozycję na 3, 4 lub 5 w skali wskaźnika - **Ocena ogólna**. Wzrost wartości wskaźników opartych na fundamentalnej analizie przedsiębiorstwa powoduje istotne ożywienie zainteresowaniem daną propozycją wśród analizowanych inwestorów private equity. Mimo, iż w projekcie inwestycyjnym IG informacje dotyczące kadry menedżerskiej były niepełne a opisywana technologia bardzo ryzykowna i uzależniona od doświadczenia specjalistów, większość inwestorów bazując na ocenie finansowej podjęłaby pozytywną decyzję inwestycyjną.

4. Podsumowanie

Podstawowym celem mniejszych badań było zidentyfikowanie zespołu czynników wpływających na decyzje inwestycyjne funduszy private equity finansujących rozwój innowacyjnego przedsiębiorstwa. Mimo dużej bariery informacyjnej związanej z badaniami tego rodzaju instytucji finansowych, zauważony i przeanalizowany został związek między poziomem oceny podstawowych wskaźników ewaluacji projektu inwestycyjnego a podjęciem decyzji o finansowaniu danej oferty inwestycyjnej. Powszechnie dominuje opinia na temat sposobu podejmowania decyzji o zaangażowaniu finansowym przez fundusze zarządzające kapitałami udziałowymi, iż najważniejszą kategorią oceny jest ewaluacja zespołu zarządzającego przedsięwzięciem oraz uplasowanie danego projektu inwestycyjnego w obszarze działalności zwanym zaawansowanymi lub wysokimi technologiami. Badania jednak wykazały, iż te właśnie czynniki pełnią jednak drugorzędą rolę w warunkach rynku polskiego.

Zaprezentowane wyniki badań nad funduszami wykluczają w dużej części sugerowane na początku niniejszego opracowania stanowisko, iż decyzja private equity dotycząca konkretnej oferty inwestycyjnej opiera się wyłącznie na „przecuciu” i istnieniu dobrego „klimatu” inwestycyjnego dla konkretnej branży czy produktu. Określone elementy danej decyzji mogą odwoływać się jednak do czynników innych niż wynika to z fundamentalnej analizy finansowej. Generalnie należy stwierdzić, że właśnie wyniki analiz finansowych mają kluczowy wpływ na podjęcie decyzji inwestycyjnej.

Wnioskiem zasadniczym, który można sformułować na podstawie powyższych badań jest to, że gdy dany projekt inwestycyjny oceniany był przez fundusz private equity jako interesujący z punktu widzenia zespołu nim zarządzającego czy stosowanej technologii (czyli stosując miarę **Oceny ogólnej**) nie zawsze można było się spodziewać, iż fundamentalne wskaźniki analizy

finansowej inwestycji (miara **Ryzyko - Zwrot**) również będą zadowalające dla funduszu. Następnie badania udowodniły, że gdy inwestor private equity ocenił pozytywnie propozycję, jeśli chodzi o warunki finansowe (wysoko ocenił za pomocą wskaźnika **R-Z**) to w większości przypadków oceniał dodatnio używając do tego celu wskaźnika **Oceny ogólnej**, bez względu, jakiej to propozycji inwestycyjnej dotyczyło. Jednocześnie okazało się w wyjątkowych sytuacjach, że brak akceptacji warunków finansowych nie musi oznaczać niskiego poziomu wskaźnika **Oceny ogólnej**. W tym przypadku odpowiedź udzielona w związku z analizą projektu o nazwie IG okazała się odmienna niż w przypadku projektów OT oraz BBS.

Przytoczone powyżej wnioski są potwierdzeniem dla istniejącej kolejności procedur podejmowania decyzji inwestycyjnych przez zamknięte fundusze kapitałowe działające w polskich warunkach rynkowych. Zaobserwowana na podstawie niniejszych badań prawidłowość wskazuje, że w pierwszym etapie każdy z funduszy, bez względu na zainteresowanie branżą, jakością kadry zarządzającej, stopniem rozwoju przedsięwzięcia, rozpatruje wszystkie propozycje inwestycyjne oddzielnie, szacując i klasyfikując podstawowe wskaźniki finansowe. Realizując niniejszy etap procesu inwestycyjnego wykorzystuje w tym celu różnorodne modele wyceny, adekwatne dla odpowiedniego projektu inwestycyjnego. Kolejnym krokiem czynionym przez badane fundusze jest rozważenie propozycji inwestycyjnej pod względem preferencji danego inwestora, odnoszących się głównie do odpowiedniej branży, stopnia zaawansowania technologicznego oraz do posiadanych w portfelu inwestycyjnym projektów. Badania dowiodły, iż wysoka ocena danego projektu inwestycyjnego za pomocą wskaźnika **Ryzyko-Zwrot** determinuje całkowicie podjęcie pozytywnej decyzji o finansowaniu. Jeśli projekt inwestycyjny otrzymał wysoką notę za pomocą wskaźnika **Ryzyko-Zwrot** to bez względu na ocenę kadry nim zarządzającą, poziom technologiczny a także preferencje i politykę odnośnie całego portfela, fundusze działające w Polsce podejmą w większości przypadków pozytywną decyzję o dokapitalizowaniu danego przedsięwzięcia.

Dysponując wynikami przeprowadzonych analiz można postawić tezę, iż fundusze nie biorą praktycznie pod uwagę wytycznych dotyczących preferencji inwestycyjnych oraz założeń związanych z budową zdywersyfikowanej struktury portfela inwestycyjnego. Konstatując można podkreślić, iż praktycznie każdy fundusz działający w warunkach polskiej gospodarki inwestuje swoje środki w każde przedsięwzięcie, które generować będzie maksymalną do uzyskania stopę zwrotu oraz minimalizować będzie istniejące ryzyko przy wcześniej założonych, akceptowalnych poziomach. Przedstawione wyniki badań podważają zatem powszechnie akceptowaną i powielaną opinię, w której fundusze private equity są przedstawiane jako nieodzowne narzędzie wspierające i rozwijające przedsiębiorstwa, których działalność bazuje na zaawansowanych czy wysokich technologiach.

Mimo jednak zaobserwowanej prawidłowości podczas badań wykazano, że w nielicznych przypadkach otrzymanie niskiej noty wynikającej z analiz finansowych nie wpłynęło zasadniczo na odrzucenie propozycji inwestycyjnej, wręcz przeciwnie. Mimo niskiego sklasyfikowania oferty przy pomocy wskaźnika **Ryzyko-Zwrot**, kilka funduszy wysoko oceniło daną ofertę wskaźnikiem **Oceny ogólnej**, opisującym preferencje funduszu względem zarządu, poziomu zaawansowania technologicznego oraz jego politykę portfelową. Podczas przeprowadzania wywiadów z reprezentantami funduszy zauważono, iż istnieje jeden podstawowy powód funkcjonowania tego typu przypadków. Związany jest on z poczynionymi w niektórych funduszach założeniami dotyczącymi priorytetów decyzyjnych, według których w określonym czasie fundusz powinien zmienić lub zmodernizować strukturę portfela posiadanych inwestycji.

Z dokonanych analiz czynników jakościowych i ilościowych wynika, że istnieje związek pomiędzy preferencjami inwestora a czynnikami, które rzeczywiście bierze pod uwagę podejmując decyzję inwestycyjną. Jest to zapewne wynikiem racjonalnego podejścia do ofert i proponowanych warunków finansowych. Znaczenie tzw. „przecucia”, związanego z oceną jakościową analizowanego projektu zostało wyraźnie pomniejszone, lecz nie wyeliminowane.

Bibliografia

POZYCJE ZWARTE

1. Aczel A.D., Statystyka w zarządzaniu. Pełny wykład, PWN Warszawa 2000.
2. Brealey R., Myers S., Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, 1984.
3. Cardullo M.W., Technological Entrepreneurism. Enterprise Formation, Financing and Growth, Research Studies Press Ltd., Philadelphia, 1999.
4. Drucker P.F., Innowacje i przedsiębiorczość, PWE, Warszawa 1992.
5. Gompers P.A., Lerner J., The Venture Capital Cycle, MIT Press 1999.
6. Grzywacz J., Okońska A., Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw, SGH, Warszawa 2005.
7. Gumpert D., Creating a Successful Business Plan, Portable MBA in Entrepreneurship, W.D. Bygrave, New York 1993.
8. Komasięwicz A., Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce, CeDeWu, Warszawa 2004.
9. Kotler P., Marketing, Geberthner i S-ka, Warszawa 1994.
10. Krajewski S., Procesy innowacyjne w przemyśle, Książka i Wiedza, Warszawa 1985.
11. Panfil M., Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki, DIFIN, Warszawa 2006.
12. Poindexter E.A., The efficiency of financial Markets: The Venture capital Case, New York University, NY, 1986.
13. Porter M.E., Strategia konkurencji, PWE, Warszawa 1992.
14. Puxty A.G., Dodds J.C., Financial Management, Chapman&Hall, London, New York 1991.
15. Schumpeter J., Teoria rozwoju gospodarczego, PWN, Warszawa 1960.
16. Sherer F.M., *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Rand McNally and Company, Chicago 1970.
17. Sierpińska M., Jachna T., Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych, PWN, Warszawa 1997.
18. Tamowicz P., Fundusze inwestycyjne typu Venture Capital, IBnGR, Gdańsk 1995.
19. Vesper K.H., New Venture Mechanisms, Englewood Cliffs, New York, Prentice Hall, 1993.
20. Wells A.W., Venture capital Decision-Making, Carnegie-Mellon University, Pittsburgh, 1988.
21. Węclawski J., Venture Capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw, PWN, Warszawa 1997.
22. Witkowska D. (red.), Metody Statystyczne w Zarządzaniu, Seria Wydawnictw Dydaktycznych Wydział Organizacji i Zarządzania Politechniki Łódzkiej, Łódź 2001.

ARTYKUŁY I OPRACOWANIA PUBLIKOWANE

1. Drucker P.F., *Schumpeter and Keynes*, Forbes, Vol 11, 1983.
2. Hertz D.B. *Risk Analysis in Capital Investments*, Harvard Business Review, 42(January-February 1964).
3. Ray B., Kothari S.P., Shanken J., *Problems in measuring portfolio performance: An application to contrition investment strategies*, Journal of Financial Economics, Vol 38, 1995.
4. Sobańska K., *Jak oczarować private equity*, Finansista 2004, nr 6.
5. Tyebjee T.T., Bruno AV., *A Model of Venture capital Investment Activity*, Management Science, Vol 4, 1994.

MATERIAŁY I OPRACOWANIA NIEPUBLIKOWANE

1. Gompers P.A., Lerner J., *What Drives Venture Capital Fundraising?*, NBER Working Paper Series nr 6906, Cambridge 1999.
2. *European Innovation Scoreboard 2005 Comparative Analysis of Innovation Performance*, European Trend Chart on Innovation, European Commission, 2005.
3. Hollanders H., Arundel A.– 2006 „Global Innovation Scoreboard”(GIS) Report, European Trend Chart on Innovation, European Commission, 2006.
4. R. Premus, *Venture capital and Innovation*, Washington D.C., U.S. Government Printing Office, 1989.

ZASOBY INTERNETOWE

1. Mączyńska E., *Due diligence w ocenie wartości przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa 2003, www.centrumwiedzy.edu.pl.

STRONY INTERNETOWE

1. www.ircnet.lu - Innovation Relay Centre.