

Znaczenie charakterystyki przedsiębiorcy w decyzjach inwestycyjnych funduszy *venture capital* w Polsce*

Rafał Morawczyński**

Streszczenie: Celem artykułu jest przedstawienie wybranych wyników badania przeprowadzonego na grupie 25 funduszy *venture capital* i *private equity*, które były poświęcone znaczeniu cech przedsiębiorcy w dokonywanej przez nich ocenie okazji inwestycyjnej. Badanie przeprowadzono osobiście z użyciem kwestionariusza ankiety i projektu eksperymentu w 2015 roku. Wyniki pokazują, że przedsiębiorca stanowi ważne kryterium inwestycyjne dla funduszy, ale rozważać je trzeba razem z innymi kryteriami dotyczącymi istoty okazji inwestycyjnej.

Oryginalność/wartość – Badanie to jest pierwszym w którym udało się przeprowadzić badanie na tak licznej próbie badawczej w Polsce w sektorze funduszy inwestycyjnych rynku prywatnego.

Słowa kluczowe: *venture capital*, *private equity*, przedsiębiorca, przedsiębiorczość, decyzje inwestycyjne

Wprowadzenie

Jedną z największych barier z jaką stykają się przedsiębiorcy jest utrudniony dostęp do kapitału finansowego. Wysokie ryzyko, jakie jest typowe dla tworzonych przez nich firm, powoduje, że banki i rynek publiczny nie chcą angażować się kapitałowo szczególnie na początkowych etapach działalności takich przedsiębiorstw. Znacznie chętniej robią to fundusze inwestycyjne rynku prywatnego, które wyspecjalizowały się w ocenie i wspieraniu rozwoju tych podmiotów. Na styku rynku finansowego i przedsiębiorczości spotykają się więc dwa rodzaje kapitału: finansowy i przedsiębiorczy. To jednak przedstawiciele rynku finansowego (fundusze inwestycyjne) grają wiodącą rolę w tym spotkaniu. Jednym z najważniejszych kryteriów ich oceny jest właśnie jakość kapitału przedsiębiorczego, który jest wnoszony przez założyciela albo założycieli firm. Dlatego cechy, jakie posiadają przedsiębiorcy mogą być rozstrzygające w procesie decyzyjnym dawców kapitału.

Opracowanie poświęcone jest przedstawieniu wyników badania dotyczącego oceny niektórych cech przedsiębiorców jako kryterium inwestycyjnego funduszy podwyższonego

* Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC- 2012/05/B/HS4/04174.

** dr Rafał Morawczyński, Katedra Przedsiębiorczości i Innowacji, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, e-mail: rafal.morawczynski@uek.krakow.pl.

ryzyka w Polsce. W części teoretycznej przedstawiono istotę funduszy podwyższonego ryzyka, sposobów ich działania oraz najważniejsze wątki badawcze omawiane w literaturze. Szczególną wagę przyłożono do badań dotyczących procesu inwestycyjnego (i wężej – decyzyjnego) funduszy, w tym kryteriów branych przez nich pod uwagę w ocenie propozycji inwestycyjnej. Z uwagi na temat opracowania najwięcej miejsca poświęcono znaczeniu cech przedsiębiorców. W części empirycznej zaprezentowano wyniki badania przeprowadzonego w 2015 roku w Polsce na próbie 25 funduszy. Omówiono wyniki na podstawie całej próby i osobno uwypuklono różnice w ocenach dokonywanych przez fundusze skupione na inwestycjach w firmy znajdujące się na wczesnych bądź późniejszych etapach cyklu życia, uznając tę cechę inwestorów jako ważną egzemplifikację różnic w ich tożsamości.

1. Ogólna charakterystyka funduszy podwyższonego ryzyka na rynku prywatnym

Fundusze inwestycyjne rynku kapitałowego zajmują się inwestowaniem w przedsięwzięcia, które na ogół nie są jeszcze notowane na giełdzie papierów wartościowych (są to na ogół spółki prywatne). Choć często te instytucje są utożsamiane z jednym tylko typem funduszy, mianowicie – *venture capital*, to w rzeczywistości obejmują one znacznie szerszą klasę podmiotów, których głównym wyróżnikiem jest preferowany przedmiot ich inwestycji czyli firmy znajdujące się na różnych etapach cyklu życia. Stąd w kolejności od najwcześniejszych do późniejszych etapów faz rozwoju firm wyróżnia się fundusze: przed-zasiewowe (*pre-seed*), zasiewowe (*seed*), *venture capital*, *private equity*, MBI/MBO. Na ogół też przedmiotem ich zainteresowania jest więcej niż jeden typ firm (zgodnie z przedstawionym podziałem), jednak są one zbliżone pod względem cyklu życia spółek portfelowych. Dlatego dla zrozumienia istoty ich działalności (i dalej wniosków wynikających z badania przedstawionego w części empirycznej opracowania) wystarczający jest podział na fundusze wcześniejszych etapów (umownie – *venture capital*) i późniejszych (umownie – *private equity*). W tekście, o ile nie zaznaczono tego inaczej, dla oszczędności miejsca, szczególnie w części teoretycznej, wszystkie fundusze oznaczane będą jako VC. Warto jednak zaznaczyć, że podział oparty na etapie rozwoju firm nie wyczerpuje różnorodności funduszy, bo pokazano, że ich działalność może być determinowana również takimi charakteryzującymi je cechami, jak kraj pochodzenia kapitału, tożsamość inwestorów (Muzyka, Birley, Leleux 1996, s. 273–287).

Niemal od początku lat dziewięćdziesiątych są one obecne również w Polsce, a większość skupiona jest na wcześniejszych etapach rozwoju – co najwyżej *venture capital*. Ich działalności w ostatnich latach sprzyja również wsparcie ze strony państwa. Obecność tego typu instytucji jest czynnikiem bardzo ułatwiającym budowanie pomostów między kapitałem finansowym (rynkami kapitałowymi) a kapitałem przedsiębiorczym (przedsiębiorczość). Według niektórych są one wyjątkowo ważne z powodu ograniczeń cechujących

inne dostępne dla młodych firm źródła kapitału (banki, rynek publiczny) (Gompers, Lerner 2001, s. 145–168; Black, Gilson 1998, s. 243–277).

2. Proces inwestycyjny i kryteria stosowane przez VC

Badania funduszy VC dotyczą kilku grup zagadnień, z których najważniejsze to: proces inwestycyjny, tworzenie struktury kontraktu między funduszem a przedsiębiorcą (Kaplan, Stromberg 2003), pomoc w rozwoju spółek portfelowych (Sapienza 1992, s. 9–27), sposoby wychodzenia z inwestycji (Cumming i in. 2006, s. 214–245), proces decyzyjny, w tym stosowane kryteria, czynniki sukcesu w działalności funduszy (MacMillan i in. 1987, s. 123–137), różnice międzynarodowe (Sapienza i in. 1995, s. 105–109; Sapienza i in. 1996, s. 439–469).

Istota działalności funduszy VC opiera się na dwóch głównych filarach (zadaniach): (1) wyszukiwaniu i ocenie okazji inwestycyjnych oraz (2) pomocy w rozwoju udzielanej spółkom pozytywnie zweryfikowanym w ramach tego pierwszego zadania. Drugie zadanie jest nazywane w literaturze „dodawaniem wartości” (*value adding*). Dwie role są opisywane metaforycznie jako bycie skautem lub trenerem (*coachem*) (Baum, Silverman 2004, s. 411–436). Od długiego czasu trwa dyskusja na temat relatywnej ważności tych dwóch zadań, ale obecny stan wiedzy nie pozwala na jednoznaczne rozstrzygnięcie, choć zauważa się też ich synergię (Colombo, Grilli 2010).

W badaniach dotyczących procesu inwestycyjnego zaproponowano kilka modeli, z których dużą popularność zyskała pionierska propozycja Tyebjee i Bruno (1984). Autorzy dzielili go na pięć etapów: (1) poszukiwanie okazji, (2) ocenę wstępną (*screening*), (3) ocenę właściwą (*evaluation*), (4) tworzenie struktury umowy, (5) działania poinwestycyjne. Można argumentować, że na każdym z tych etapów cechy przedsiębiorcy mogą mieć znaczenie. Prawdopodobnie największa będzie jednak ich waga na etapie oceny – zarówno wstępnej, jak i właściwej. To szczególne znaczenie cech przedsiębiorcy w fazie oceny znajduje swoje odzwierciedlenie w literaturze, która podejmując temat relacji między charakterystykami przedsiębiorców a decyzjami funduszy VC, w przeważającej większości koncentruje się na tym etapie procesu inwestycyjnego, który ma miejsce jeszcze przed podjęciem ostatecznej decyzji o zaangażowaniu kapitałowym (Fried, Hisrich 1994; Hall, Hofer 1993). W literaturze omawiane są również szczegółowe modele procesu decyzyjnego, który stanowi część bardziej ogólnego procesu inwestycyjnego (Shepherd i in. 2003).

Kryteria, jakimi kierują się menedżerowie funduszy, są jednym z najczęściej poruszanych wątków badawczych w literaturze poświęconej VC (Franke i in. 2008), tym bardziej że temat ten ma również bardzo praktyczne zastosowanie. Choć ich lista jest bardzo duża, to jednak dają się one pogrupować w kilka wspólnych klastrów. Przykładowo w jednej z pierwszych prac MacMillan, Siegel, Narashima (1985) dzieli je na: (1) osobowość przedsiębiorcy, (2) doświadczenie przedsiębiorcy, (3) produkt lub usługę, (4) rynek, (5) finansowanie, (6) zespół zarządzający. Ta lista ogólnych kryteriów była później powielana w innych

badaniach, a często też rozszerzana, np. o takie czynniki, jak: (7) strategia i konkurowanie oraz (8) warunki umowy (Muzyka, Birley, Leleux 1996).

3. Cechy przedsiębiorcy jako kryteria inwestycyjne

Charakterystyczne jest to, że dosyć szybko w badaniach zwrócono uwagę, że najważniejszym rozróżnieniem wśród tych kryteriów jest to, które dotyczy samego przedsiębiorcy bądź samej okazji (czynników innych niż przedsiębiorca). Kaplan, Sensoy i Stromberg (2009) ujęli to metaforycznie jako dylemat jeźdźca (przedsiębiorcy) i konia (okazji). Pojęcie okazji obejmuje przy tym istotę produktu, rynku, samego przedsiębiorstwa, a więc tego wszystkiego, co daje się odłączyć od przedsiębiorcy. Uwypuklenie w tym dylemacie znaczenia przedsiębiorcy wynika z tego, że w firmach będących na wczesnych etapach rozwoju to właśnie on spełnia kluczową rolę w rozwoju firm. W badaniach teorii firmy opartych na analizie jej struktury finansowej zauważono, że w pierwszych etapach istnienia osoba przedsiębiorcy stanowi nieodłączny składnik wartości szeroko rozumianego przedsiębiorstwa (Hart, Moore 1994). Ten wyjątkowy wkład przedsiębiorcy w rozwój firm został symbolicznie nazwany „kapitałem potu” (*sweat equity*) (Gimeno, Folta, Cooper, Woo 1997). W literaturze dosyć słabo zauważana jest jednak różnica między cechami samego przedsiębiorcy (założyciela) a menedżerów zarządzających firmą jako pracowników najemni. To, co ich jednak odróżnia, to właśnie forma zaangażowania – osobista i emocjonalna w przypadku przedsiębiorców oraz głównie merkantylna w przypadku menedżerów. Jednym ze źródeł takiej przewagi zarządzania przedsiębiorców we wczesnych etapach istnienia firm może być obok większego osobistego zaangażowania również szczególnie stosunek do własności, posiadania przedsiębiorstwa. W literaturze to zagadnienie łączone jest z rozwijanym na styku finansów behawioralnych i przedsiębiorczości pojęciem własności psychologicznej (Pierce, Kostova, Dirks 2001). Wskazuje się, że wniesienie dużej ilości osobistego, także emocjonalnego zaangażowania, powoduje, że wartość przedsiębiorstwa postrzegana subiektywnie przez założycieli może znacznie przekraczać to, na co wskazują standardowe metody wyceny stosowane w finansach, a więc w praktyce również przez fundusze podwyższonego ryzyka. Własność psychologiczna może mieć pozytywne znaczenie dla funkcjonowania firmy, ponieważ podtrzymuje ona ponadprzeciętne zaangażowanie samych przedsiębiorców i ich determinację w utrzymaniu firm. Może ona jednak powodować także negatywne następstwa, w tym opór przed dopuszczeniem inwestorów do finansowania przedsiębiorstwa z powodu odmiennej oceny wartości potencjalnie sprzedawanych udziałów, a także traktowaniem firmy jako wartości osobistej, niepodlegającej transakcjom rynkowym.

Cechy przedsiębiorców są ważne dla funduszy inwestycyjnych z kilku powodów. Po pierwsze założyciele dostarczają kapitał ludzki (kapitał przedsiębiorczy) do prowadzonych przedsięwzięć i jak wspomiano wcześniej, stanowi on kluczowe aktywum szczególnie dla firm na wczesnych etapach rozwoju. Kapitał ten może mieć postać ogólną

(wyszkolenie), jak i specyficzną, wymaganą w kontekście, w jakim działa przedsiębiorca (doświadczenie przedsiębiorcze i branżowe) (Smart 1999). Po drugie zaś, obawa przed ryzykiem agencji powoduje, że fundusze szukają przedsiębiorców którym można ufać, cenią więc uczciwość (Sapienza, Gupta 1994). Teoria agencji jest często stosowaną perspektywą służącą tłumaczeniu natury relacji między VC (pryncypał) a przedsiębiorcą (agent). Zauważa się jednak, że osobiste zaangażowanie przedsiębiorcy („kapitał potu”) i jego szczególny stosunek do przedsięwzięcia („własność psychologiczna”) powodują, że w tym kontekście właściwa może być konkurencyjna wobec koncepcji agencji teoria dobrego gospodarza (Arthurs, Busenitz 2003). Po trzecie, osobista natura relacji między przedsiębiorcami a menedżerami funduszy, jaka rozwija się w trakcie trwania inwestycji powoduje, że lepiej się ocenia osoby, z którymi łatwiej wchodzi się w interakcję. Literatura opisuje to metaforycznie jako rodzaj „chemii” (Zacharakis, Meyer 1998). Używanie w tym kontekście tak niejednoznaczno pojęcia wynika z ulotności i niejednoznaczności takiej relacji.

Badania kryteriów decyzyjnych VC przeszły znaczną ewolucję. Początkowo skupiano się na wskazaniu relatywnej ważności poszczególnych kryteriów, a metodologia oparta była o dosyć naiwne techniki – np. ankiety z listą parametrów propozycji inwestycyjnej, która powinna być uporządkowana przez badanych (Gorman, Sahlman 1986). Później jednak w miarę uświadamiania sobie, że proces decyzyjny może podlegać „wypaczeniom” wskazywanym przez teorię ograniczonej racjonalności (*bounded rationality*), sięgano do bardziej wyrafinowanych metod badawczych, starając się bardziej dogłębnie wniknąć w sposób myślenia decydentów. Służyć miały temu bardziej zaawansowane narzędzia, takie jak protokoły głośnego myślenia (Hall, Hofer 1993), analiza dokumentacji funduszy (Petty, Gruber 2011) czy też analiza *conjoint* (Riquelme, Rickards 1992). Wyniki badań z użyciem tych metod pokazały, że proces decyzyjny menedżerów VC jest bardziej skomplikowany niż wcześniej się wydawało i rzeczywiście podlega wielu „skrzywieniom”. Wskazano więc na wpływ błędów poznawczych, heurystyk (Franke i in. 2006) i innych czynników, np. problemu podwójnej agencji (Casamatta 2003). Niektórzy badacze skłaniają się więc nawet ku nieco kontrowersyjnemu stwierdzeniu, że sami menedżerowie VC mogą nie rozumieć, jak właściwie podejmować takie, a nie inne decyzje inwestycyjne (Zacharakis, Meyer 1998).

4. Badania VC w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej

Badania dotyczące VC, w tym studia nad kryteriami, są słabo rozwinięte w Europie Środkowej i Wschodniej, także w Polsce (Klonowski 2007; Bliss 1999). W ramach tych nielicznych badań wskazuje się na różnice istniejące na rynkach krajów Europy Środkowej i Wschodniej w porównaniu z USA i Zachodem Europy. Proces inwestycyjny jest w tym regionie świata bardziej złożony z powodu konieczności uzupełniania przez fundusze słabości systemu instytucjonalnego (Klonowski 2007). Również wewnątrz samego regionu zauważa się różnice między poszczególnymi krajami. Karsai, Wright, Dudziński i Morovic (1998) zauważali, że o ile na Słowacji i Węgrzech większe znaczenie przykłada się do samej

okazji, to w Polsce relatywnie ważniejsze są cechy przedsiębiorców. Badania potwierdzają też duże problemy z kształtowaniem struktury kontraktów między funduszami a przedsiębiorcami z powodu nieprzystawiania systemów prawnych do wymagań takich umów (Kłownikowski 2007; Bliss 1999; Farag i in. 2005).

Mimo dosyć dobrego rozpoznania tematyki w krajach lepiej rozwiniętych (USA, Kanada, Europa Zachodnia) specyfika działalności VC wymaga, aby badania uwzględniały kontekst lokalny, do czego zwraca wielu badaczy tej problematyki (Bruton i in. 2002; Shane, Cable 2002). Badania prowadzone dotąd w Polsce ciągle nie zamykają tej luki poznawczej.

5. Cel i uzasadnienie badania

Zważywszy na wagę, jaką w literaturze przykłada się do cechy przedsiębiorców jako kryterium inwestycyjnego funduszy VC z kilku wymienionych wcześniej powodów, małej ilości podobnych badań w Polsce i toczącej się wciąż dyskusji teoretycznej na temat faktycznego znaczenia tychże cech, w badaniu empirycznym sprawdzono, jaka jest relatywna waga ośmiu wybranych charakterystyk. Jak wskazano wcześniej, charakterystyka samego funduszu może mieć wpływ na to, jaka jest waga różnych cech przedsiębiorcy, dlatego sprawdzono również różnice w ocenach inwestorów funduszy specjalizujących się w inwestycjach na wcześniejszych etapach cyklu życia firm (VC – *venture capital*) albo późniejszych (PE – *private equity*). Choć oczywiście nie wyczerpuje to źródeł potencjalnej wariacji w takich ocenach, to jednak ta cecha funduszy może być szczególnie ważna zważywszy na różną rolę graną przez przedsiębiorcę w kolejnych fazach rozwoju firm.

6. Metoda

Badanie przeprowadzono w okresie od stycznia do sierpnia 2015 roku w Polsce. Na list przewodni i propozycję spotkania skierowaną drogą pocztową do wszystkich znanych autorowi funduszy rynku prywatnego działających w Polsce odpowiedziało 25 z nich, tj. ok. 25%. Wynik ten należy uznać za bardzo dobry z uwagi na duże problemy z pozyskaniem danych zgłaszane przez innych autorów próbujących przeprowadzać badania rynku VC w Europie Środkowej i Wschodniej. Badanie polegało między innymi na wypełnieniu kwestionariusza ankiety i udzieleniu odpowiedzi na pytania autora tego opracowania.

7. Wyniki badania

Poproszono badanych o uszeregowanie ośmiu cech przedsiębiorców istotnych z punktu widzenia decyzji inwestycyjnych funduszu w kolejności od najważniejszych do najmniej ważnych. Wyniki odpowiedzi na to zadanie zawarto w tabeli 1. W kolumnie drugiej zebrano ranking ogólny dla wszystkich badanych funduszy, a w kolumnach trzeciej i czwartej

liczone osobno wyniki dla funduszy typu VC (wczesnych faz) i PE (późniejszych faz). Cechy przedsiębiorcy zdefiniowano w niektórych przypadkach w sposób bardziej rozbudowany z powodu ich niejednoznaczności – tak zrobiono w opisie uczciwości i pasji.

Tabela 1

Waga cech przedsiębiorcy w ocenie menedżerów funduszy podwyższonego ryzyka
(w nawiasie: miejsce w rankingu)

Cechy przedsiębiorcy	Razem	VC	PE
Uczciwość, poczucie że tę osobę można darzyć zaufaniem	6,32 (1)	6,00 (2)	7,14 (1)
Zaangażowanie w prowadzoną działalność: pasja i entuzjazm	6,08 (2)	6,61 (1)	4,71 (4)
Doświadczenie przedsiębiorcze: wcześniejsze tworzenie i prowadzenie biznesu (poza obecnym projektem)	5,68 (3)	5,78 (3)	5,43 (3)
Doświadczenie zawodowe w branży w której teraz działa firma tego przedsiębiorcy	5,04 (4)	5,28 (4)	4,43 (5)
Umiejętność rozpoznawania ryzyka i radzenia sobie z nim	4,88 (5)	4,39 (5)	6,14 (2)
Doświadczenie menedżerskie (wcześniejsze zarządzanie w dojrzałej firmie)	3,72 (6)	3,67 (6)	3,86 (6)
Wykształcenie: poziom i zgodność ze specyfiką branży	2,24 (7)	2,22 (7)	2,29 (7)
Przekonanie, że jest to osoba, którą można osobiście polubić	2,04 (8)	2,06 (8)	2,00 (8)

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania.

Ponieważ cechy szeregowano w kolejności od najważniejszej, dlatego w tabeli zawarto wyniki oparte na punktacji liczonej w ten sposób, że do poszczególnych kryteriów przyporządkowano wartości od 1 do 8, to znaczy pozycja wskazana jako pierwsza uzyskiwała 8 punktów, aż do 1 przy najmniej ważnej, a następnie wyniki uśredniono (tab. 1).

Najważniejszą cechą w opinii badanych okazała się uczciwość przedsiębiorcy i wynikające stąd przekonanie, że można go darzyć zaufaniem (średnia 6,32). Znaczenie tej cechy wynika z natury relacji między funduszem a przedsiębiorcą. Potencjalny problem agencji stanowi duże zagrożenie dla opłacalności inwestycji, dlatego mimo stosowania rozbudowanych kontraktów zabezpieczających przed możliwością zdefraudowania albo zmarnowania kapitału, fundusze muszą liczyć na dobrą wolę przedsiębiorców. Stąd możliwość darzenia zaufaniem jest ważnym kryterium inwestycyjnym. Warto w tym miejscu zauważyć, że zaufanie łatwo jest stracić w trakcie całego procesu inwestycyjnego, a odbudowanie go jest trudne, szczególnie w tak żmudnej i obciążonej dużą niepewnością procedurze.

Drugim w kolejności ważności czynnikiem jest pasja, osobiste zaangażowanie i entuzjazm (średnia ocena 6,08). Pasja przedsiębiorcy zwiększa szanse, że będzie on inwestował więcej „kapitału potu”, a w trudnych dla przedsiębiorstwa momentach nie podda się. Jak wskazują na to badania psychologiczne, przejawianie pasji jest sygnałem o dużej zawartości „ładunku” emocjonalnego, trudnego do naśladowania albo udawania. Dlatego decydenci mogą przywiązywać dużą wagę do tej cechy, traktując ją też jako potwierdzenie omawianej wcześniej uczciwości.

Wśród trzech typów doświadczenia (przedsiębiorczego, branżowego i menedżerskiego) fundusze najbardziej cenią doświadczenie przedsiębiorcze (znalazło się ono na trzecim miejscu w rankingu ze średnią oceną 5,68). Wynik ten nie dziwi zważywszy na fakt, że właśnie umiejętności rozwoju firmy oczekuje się od jej założycieli. Funkcje menedżerskie mogą być realizowane przez profesjonalistów zatrudnionych przez przedsiębiorcę. Na czwartym miejscu w rankingu znalazło się doświadczenie branżowe (średnia 5,04). Większe znaczenie przykładane przez fundusze do doświadczenia przedsiębiorczego niż branżowego może nieco zaskakiwać, ale z rozmów prowadzonych przez autora już po zakończeniu badania wynikało, że menedżerowie VC zauważają, iż w warunkach szybko zmieniających się branż, doświadczenia tam zdobywane i tak się dezaktualizuje, a można je zdobyć dzięki praktyce. Doświadczenie przedsiębiorcze zaś jest związane z nieco innymi kompetencjami, często niedostępnymi dla ludzi dobrze znających specyfikę działalności w danej branży. Znacznie mniej cenione jest za to doświadczenie menedżerskie, które jest na szóstym miejscu (średnia 3,76). Ten fakt jest zgodny z wynikami badań innych autorów i wynika z co najmniej dwóch powodów. Po pierwsze, w badanej próbie dominowały fundusze VC, a znacznie mniej było tych, które skupiają się na bardziej zaawansowanych etapach rozwoju firm (PE). W takich – początkujących firmach ważniejsze są właśnie umiejętności i doświadczenie wymagane na wczesnych etapach działania. Jak wynika z koncepcji zarządzania przedsiębiorczego i zarządzania menedżerskiego, te dwa rodzaje umiejętności związane są z innymi kompetencjami. Stąd większą wartość dla funduszy mają te rodzaje doświadczenia, które dotyczą przedsiębiorczości. Po drugie zaś w rozwijających się firmach funkcje związane z zarządzaniem realizowane są „obok funkcji przedsiębiorczych. Te pierwsze są raczej domeną menedżerów, zatrudnianych dla realizacji różnych szczegółowych funkcji w rozwijającej się organizacji. Jak zaznaczono to wcześniej, konieczność rozróżnienia między kompetencjami przedsiębiorców i menedżerów w spółkach portfelowych VC jest ciągle stosunkowo słabo rozpoznana w literaturze, choć ostatnio świadomość różnic między nimi rośnie, również dzięki włączeniu się do badań autorów zajmujących się w przedsiębiorczością. Jak jednak wynika z wyników badania, praktycy branży VC dostrzegają wyraźnie ten niuans, wyżej ceniąc doświadczenie przedsiębiorcze. Dodatkowo w warunkach polskich bardzo dużo inwestycji VC ma miejsce w firmach tworzonych przez młodych ludzi (*start-upy*), a od nich trudno jest wymagać doświadczenia menedżerskiego. Fundusze liczą się więc z koniecznością uzupełniania luk w personelu na wysokim szczeblu zarządzania i ta funkcja uważana jest też za jeden z najważniejszych składników tak zwanego „dodawania wartości” (VC jako *coach*).

Piąty na liście czynnik – radzenie sobie z ryzykiem, w tym umiejętność jego rozpoznawania – oceniony został średnio na 4,88 w zaproponowanej tutaj skali. Przedsiębiorcze firmy niemal z definicji działają w warunkach podwyższonego ryzyka, a nawet niepewności. Umiejętność rozpoznawania ryzyka i zarządzania nim jest jedną z wiodących cech (także kompetencji) wskazywanych jako kluczowe dla sukcesu przedsiębiorców. Np. ustalono, że ani za małe, ani też nadmierne ryzykowanie, ale raczej umiarkowane, dostosowane

do potrzeb danej sytuacji podejmowanie ryzyka, odróżnia skutecznych od nieskutecznych przedsiębiorców. Jak pokazują badania, niektórzy przedsiębiorcy wykazują ponadprzeciętną skłonność do ryzyka, co w konsekwencji może prowadzić nawet do upadku firm (Forlani, Mullins 2000). Po trzecie zaś, przeprowadzono kilka badań w których udokumentowano, że fundusze zdają się na przedsiębiorców w celu redukcji drugiego najważniejszego (obok problemu agencji) źródła ryzyka rynkowego. Jedyną możliwością radzenia sobie z nim jest dla nich dywersyfikacja portfela i próba aktywnej pomocy w zarządzaniu. Wspomóc te wysiłki może właśnie przedsiębiorca umiejący rozpoznawać ryzyko i radzić sobie z nim (Fiet 1995).

Dwa najniżej ocenione kryteria związane z przedsiębiorcą to jego wykształcenie i możliwość polubienia go jako osoby. Kwestia tak niskiej oceny znaczenia wykształcenia może dziwić. Wykształcenie jest ważnym składnikiem kapitału ludzkiego. Z rozmów prowadzonych przez autora z badanymi menedżerami wynika, że podobnie jak w przypadku doświadczenia branżowego, liczą oni na możliwość szybkiego nabywania wiedzy w trakcie rozwoju przedsiębiorstw. Może to wynikać również ze specyfiki inwestycji VC, czyli bardzo częstego inwestowania w branżach nowych technologii, a tam firmy są tworzone także przez pasjonatów, niekoniecznie posiadających formalne wykształcenie kierunkowe. Jednak niska ocena nadana możliwości lubienia przedsiębiorcy jest pewną niespodzianką, bowiem jak dokumentowano to w kilku źródłach zagranicznych – menedżerowie VC cenią sobie możliwość stworzenia bliskich relacji interpersonalnych z przedsiębiorcami, co ułatwia im nie tylko komunikację z nimi już po rozpoczęciu inwestycji („dodawania wartości”), ale też jest sposobem na redukcję problemu agencji (Fiet 1995; Arthurs, Busenitz 2003). Po trzecie zaś, jak pokazało to badanie niemieckie, dla oceny przedsiębiorcy znaczenie ma działanie heurystyki podobieństwa. Znaczy to, że menedżerowie VC (w znacznej mierze nieświadomie) wyżej oceniają propozycje zgłaszane przez osoby do nich podobne (Fanke i in. 2006).

W tabeli 1 w dwóch ostatnich kolumnach zebrano również wyniki porównania dwóch typów funduszy – wczesnego etapu (VC) i późnego etapu (PE). Choć hierarchie ważności poszczególnych kryteriów są w zasadzie bardzo podobne w obu badanych grupach, to jednak daje się zauważyć pewne, nieznaczne różnice.

Po pierwsze, uczciwość jest zdecydowanie najważniejszą cechą dla funduszy PE (miejsce 1, średnia 7,14) podczas gdy dla VC nieco ważniejsza jest pasja (miejsce 1, średnia 6,61). Ten wynik jest zgodny z teorią cyklu życia firm, w której zauważa się większą rolę osobistego zaangażowania przedsiębiorców na wcześniejszych etapach rozwoju (ważne dla VC) (Hart, Moore 1994). Później, wraz z dojrzewaniem przedsiębiorstw, stają się one „biurokracjami”, to znaczy budowa struktury uniezależnia ich istnienie od założycieli, stąd nieco mniejsza waga tej cechy dla PE. Dlatego pasja znalazła się dopiero na czwartym miejscu w klasyfikacji opartej na odpowiedziach menedżerów PE (średnia 4,71). Podobny może być powód, dla którego menedżerowie VC jako nieco ważniejsze (średnia 5,28) w porównaniu z tym, na co wskazali przedstawiciele PE (średnia 4,43), uznali doświadczenie zdobyte w branży. Różnica w ocenie tego kryterium jest większa (wynosi 0,85) niż w przypadku

doświadczenia przedsiębiorczego (5,78 i 5,43, różnica 0,35) i menedżerskiego (3,67 i 3,86, różnica 0,19). Można to interpretować w kategoriach oceny specyficznego kapitału ludzkiego, który jest szczególnie poszukiwany przez fundusze inwestujące na wczesnych etapach istnienia firm.

Omawiając tak dużą wagę uczciwości przedsiębiorcy w ocenie PE, trzeba zauważyć, że założyciele są na ogół dalej obecni w firmach i z powodu dojrzewania struktury spada znaczenie ich kapitału ludzkiego, to uczciwość może być brana pod uwagę przez fundusze PE. Wynik ten można interpretować zgodnie z obserwacjami badaczy rynku VC/PE w krajach gospodarek wyłaniających się (*emerging markets*), którzy zauważają, że takie właśnie cechy jak uczciwość są szczególnie pożądane w środowiskach, w których ład instytucjonalny (w tym kształt rozwiązań prawnych i możliwość ich skutecznej sądowej egzekucji) jest gorszej jakości niż na „wzorcowym” rynku – amerykańskim (Li, Zahra 2012). Dla funduszy VC cecha ta może mieć zaś nieco mniejsze znaczenie. Jest tak po pierwsze dlatego, że o wiele ważniejsze jest dla nich zaangażowanie przedsiębiorców w rozwój firm, a po drugie, na ogół fundusze te inwestują znacznie mniejsze kwoty i w dodatku stosują częściej mechanizm porcjowania kapitału w miarę osiągania przez przedsięwzięcie kolejnych etapów rozwoju („kamieni milowych”), a to ogranicza oportunistów przedsiębiorców.

Uwagi końcowe

Dzięki przeprowadzonemu badaniu udało się dowieść, że fundusze podwyższonego ryzyka różnicują znaczenie cech przedsiębiorców w czasie dokonywania oceny propozycji inwestycyjnych. Najważniejsze są dla nich pasja i uczciwość założycieli, ponieważ te cechy zwiększają zaangażowanie w trakcie rozwijania firm oraz podnoszą bezpieczeństwo inwestycji. Nieco mniejsze znaczenie mają trzy omawiane formy doświadczenia, z których jednak najbardziej cenione jest to związane z tworzeniem firm, nieco mniej branżowe, a najmniej menedżerskie. Znacznie mniej ważne są zaś dla decydentów w funduszach wykształcenie i możliwość lubienia przedsiębiorców. Różnice w ocenach, jakie zauważono w porównaniu funduszy VC i PE można przypisać po pierwsze konsekwencjom teorii cyklu życia firmy i w nieco mniejszym stopniu teorii agencji.

Literatura

- Arthurs J.D., Busenitz, L.W. (2003). The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capitalist/entrepreneur relationship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28 (2), 145–163.
- Baum J., Silverman B. (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, 19, 411–436.
- Black B.S., Gilson, R.J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47, 243–277.
- Bliss R.T. (1999). A venture capital model for transitioning economies: the case of Poland. *Venture Capital*, 1 (3), 241–257.

- Bruton G.D., Ahlstrom D., Singh K. (2002). The impact of the institutional environment on the venture capital industry in Singapore. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4, 197–218.
- Casamatta C. (2003). Financing and advising: Optimal financial contracts with venture capitalists. *Journal of Finance*, 58, 2059–2086.
- Colombo M.G., Grilli L. (2005). Founders' human capital and the growth of new technology based firms: a competence-based view. *Research Policy*, 34, 795–816.
- Cumming D., Flemming G., Schwienbacher A. (2006). Legality and venture capital exits. *Journal of Corporate Finance*, 12, 214–45.
- Farag H., Hommel U., Witt P., Wright M. (2005). Contracting, monitoring, and exiting venture investments in transitioning economies: a comparative analysis of Eastern European and German markets. *Venture Capital*, 6, 257–82.
- Fiet J. (1995). Risk avoidance strategies in venture capital markets. *Journal of Management Studies*, 32, 551–575.
- Forlani D., Mullins J.W. (2000). Perceived Risk and Choices in Entrepreneurs' New Venture Decisions. *Journal of Business Venturing*, 15, 305–322.
- Franke N., Gruber M., Harhoff D., Henkel J. (2006). What you are is what you like – similarity biases in venture capitalists' evaluations of start-up teams. *Journal of Business Venturing*, 21 (6), 802–826.
- Fried V.H., Hisrich, R.H. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management*, 23 (3), 28–37.
- Gimeno J., Folta T., Cooper A., Woo C. (1997). Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms. *Administrative Science Quarterly*, 42, 750–783.
- Gompers P., Lerner J. (2001). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), 145–168.
- Hall J., Hofer C.W. (1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of Business Venturing*, 8 (1), 25–42.
- Hart O., Moore J. (1994). A theory of debt based on the inalienability of human capital. *Quarterly Journal of Economics*, 109, 841–879.
- Kaplan S., Sensoy B., Stromberg P. (2009). Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. *The Journal of Finance*, 66 (1), 5–115.
- Kaplan S., Stromberg P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *Review of Economic Studies*, 70, 281–315.
- Karsai J., Wright M., Dudzinski Z., Morovic, J. (1998). Screening and valuing venture capital investments: evidence from Hungary, Poland, and Slovakia. *Entrepreneurship & Regional Development*, 10, 203–204.
- Klonowski D. (2007). The venture capital investment process in emerging markets. Evidence from Central and Eastern Europe. *International Journal of Emerging Markets*, 2 (4), 361–282.
- Li Y., Zahra S.A. (2012). Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis. *Journal of Business Venturing*, 27, 95–111.
- MacMillan I.C., Siegel R., Narasimha S. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Venture Capital*, 1, 119–128.
- MacMillan I.C., Zemann L., Narasimha S. (1987). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing*, 2 (2), 123–137.
- Muzyka D., Birley S., Leleux B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European Venture Capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11 (4), 273–287.
- Petty J., Gruber M. (2011). In pursuit of the real deal. A longitudinal study of VC decision making. *Journal of Business Venturing*, 26, 172–188.
- Pierce J.L., Kostova T., Dirks K.T. (2001). Toward a theory of psychological ownership in organizations. *Academy of Management Review*, 26 (2), 298–310.
- Sapienza H. (1992). When do venture capitalists add value? *Journal of Business Venturing*, 7, 9–27.
- Sapienza H., Manigart S., Vermeir, W. (1995). A comparison of venture capitalist governance and value-added in the US and Western Europe. *Academy of Management Journal Papers*, 38, 105–109.
- Sapienza H., Manigart S., Vermeir W. (1996). Venture capital governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11, 439–469.
- Sapienza H., Gupta, A. (1994). The impact of agency risks and task uncertainty on venture Capitalist – CEO interaction. *Academy of Management Journal*, 37 (5), 1618–1632.
- Shane S., Cable D. (2002). Network ties, reputation, and the financing of new ventures. *Management Science*, 48 (3), 364–381.
- Shepherd D.A., Zacharakis A., Baron R.A. (2003). VCs' decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better. *Journal of Business Venturing*, 18, 381–401.

- Smart G.H. (1999). Management assessment methods in venture capital: an empirical analysis of human capital valuation. *Venture Capital*, 1 (1), 59–82.
- Riquelme H., Rickards T. (1992). Hybrid conjoint analysis: an estimation probe in new venture decisions. *Journal of Business Venturing*, 7, s. 505–518.
- Tyebjee T., Bruno A. (1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science*, 30 (9), 1051–1066.
- Zacharakis A., Meyer D. (1998). A Lack of Insight: Do Venture Capitalists Really Understand Their own Decision Process? *Journal of Business Venturing*, 13 (1), 57–76.

**IMPORTANCE OF CHARACTERISTICS OF THE ENTREPRENEUR
FOR THE INVESTMENT DECISION TAKEN BY VENTURE CAPITAL FUNDS IN POLAND.
SELECTED RESULTS OF THE STUDY**

Abstract: Aim of the article is to present selected results of the research carried out on the group of 25 venture capital and private equity funds. The research was dedicated to the importance of characteristics of the entrepreneur in the decision process of private market funds.

The study was conducted personally by the author who used questionnaire and experiment design in 2015 in Poland.

The results of the study prove that characteristics of the entrepreneur create a very important decision criteria for investment funds but they should be taken into consideration together with other criteria that describe the investment opportunity.

This research is the first out carried out in Poland on such a relatively large sample of private market investment funds.

Keywords: venture capital; private equity; entrepreneur; entrepreneurship; investment decisions

Cytowanie

- Morawczyński R. (2016). Znaczenie charakterystyki przedsiębiorcy w decyzjach inwestycyjnych funduszy *venture capital* w Polsce. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2), 527–538. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-46.