



Jerzy Węclawski

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, jerzy.weclawski@poczta.umcs.lublin.pl

Dylematy finansowania przedsiębiorstw rodzinnych za pomocą *private equity*

Streszczenie: Przedsiębiorstwa rodzinne wykazują określoną specyfikę z punktu widzenia celów działalności. Dążenie do przetrwania i zapewnienia sukcesji powoduje zwiększoną awersję do ryzyka i ostrożność w podejmowaniu przedsięwzięć rozwojowych. Nastawienie takie prowadzi do preferowania struktury kapitałowej opartej w dużej mierze na wewnętrznych źródłach finansowania. W przypadku finansowania zewnętrznego w pierwszej kolejności stosowany jest kapitał obcy. Przedsiębiorstwa rodzinne sporadycznie korzystają z możliwości finansowania za pomocą *private equity*. Relatywnie mniejsze zagrożenie niezależności przedsiębiorstwa stwarza mezzanine capital. *Venture capital* niesie ze sobą ryzyko przejęcia przedsiębiorstwa. *Private equity* może być pomocny w przeprowadzaniu zmian własnościowych, a w szczególności sukcesji.

Słowa kluczowe: przedsiębiorstwa rodzinne, finansowanie, *private equity*

JEL: G24, G32

1. Wprowadzenie

Przedsiębiorstwa rodzinne stanowią w wielu krajach istotną część gospodarki. Większość z nich są to małe i średnie firmy napotykające na typowe dla tej grupy podmiotów problemy finansowania. Skala zapotrzebowania na środki finansowe, w tym pochodzące z zewnątrz, jest uzależniona w szczególności od planów rozwojowych przedsiębiorstwa. Część biznesów rodzinnych nastawiona jest przede wszystkim na zapewnienie dochodów przeznaczonych na utrzymanie rodziny i nie planuje ekspansji. Natomiast firmy zmierzające do rozwoju poszukują alternatywnych sposobów finansowania inwestycji i podniesienia jakości zarządzania. Należy do nich w szczególności finansowanie za pomocą *private equity*. Właściciele przedsiębiorstw rodzinnych wykazują jednak awersję do finansowania w oparciu o zewnętrzny kapitał własny w obawie o utratę kontroli nad firmą.

2. Cel i metodyka badań

Przedmiotem opracowania jest analiza finansowania przedsiębiorstw rodzinnych za pomocą *private equity*. Problem ten rozpatrywany jest w kontekście specyfiki przedsiębiorstw rodzinnych wynikającej z celów i strategii ich działania oraz struktury i hierarchii źródeł finansowania. Jako cel opracowania przyjęto identyfikację zagrożeń związanych z finansowaniem przy zastosowaniu *private equity* dla niezależności i przetrwania przedsiębiorstwa rodzinnego.

Stosunkowo krótki okres funkcjonowania przedsiębiorczości rodzinnej w Polsce (reaktywacja miała miejsce pod koniec lat 80. XX w.) i jej słabszy rozwój niż w krajach, które zachowały ciągłość gospodarki rynkowej, skłoniły do przeprowadzenia analiz porównawczych odnoszących się do gospodarek opartych na podobnej kulturze i systemach prawnych.

W odniesieniu do Polski wykorzystano wyniki własnych badań ilościowych przeprowadzonych w 2014 r. na losowo dobranej próbie 396 średnich i dużych przedsiębiorstw rodzinnych z obszaru całego kraju¹. Posłużono się metodą badań kwestionariuszowych wspomaganych komputerowo. Przedsiębiorstwa rodzinne zostały zidentyfikowane za pomocą wskaźnika SFI (Klein, 2010: 17).

¹ Opracowanie powstało w ramach projektu Narodowego Centrum Nauki (NCN 2012/07/B/HS4/00455) „Ład korporacyjny, struktura własnościowa i wyniki finansowe przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce i Austrii – analiza porównawcza”.

3. Charakter przedsiębiorstw rodzinnych i ich struktura kapitałowa

Pojęcie *przedsiębiorstwa rodzinnego* nie ma jednolitej definicji zarówno w literaturze przedmiotu, jak i regulacjach normatywnych. Jako podstawowe wyróżniki przedsiębiorstwa rodzinnego przyjmuje się najczęściej, wyrażany opisowo bądź ilościowo, udział rodziny w jego kapitale własnym, w zarządzie oraz w radzie nadzorczej (Anderson, Reeb, 2003: 1301 i nast.; Klein, 2010: 17). W przedsiębiorstwach rodzinnych dochodzi do połączenia dwóch podmiotowości (rodziny i przedsiębiorstwa), co wywiera wpływ na określenie celów i sposobów ich działalności (Simon, 2011: 9 i nast.).

Małe i średnie przedsiębiorstwa rodzinne stoją wobec dylematu: rozwijać się czy zadowolić dotychczasowym stanem posiadania (Scherer i in., 2012: 72). Wzrost gospodarczy związany z podejmowaniem produkcji nowych wyrobów, dokonywaniem inwestycji, wchodzeniem na nowe rynki i innymi tego typu przedsięwzięciami pozwala na powiększanie dochodów i wartości przedsiębiorstwa, ale jednocześnie prowadzi do zwiększenia ryzyka ekonomicznego. Natomiast utrzymywanie dotychczasowego rodzaju i zakresu działalności pozwala na ochronę przed zagrożeniami wynikającymi ze zmiany sytuacji rynkowej.

Badania firm rodzinnych wskazują na powiązanie dynamiki ich rozwoju z cyklem życia przedsiębiorstwa. Szybki wzrost w pierwszych kilkunastu latach istnienia przedsiębiorstwa wraz ze starzeniem się pierwszej generacji właścicieli słabnie i dopiero przekazanie biznesu kolejnemu pokoleniu może prowadzić do jego przyspieszenia (Rosenbauer, 1994: 74). Występowanie tego zjawiska potwierdzają badania przeprowadzone w 2013 r. w Austrii. Plany rozwoju miały najczęściej przedsiębiorstwa znajdujące się w posiadaniu pierwszej generacji (39%), młodsze niż 10 lat (49%) bądź w wieku 10–19 lat (39%), przedsiębiorstwa o większych obrotach i zatrudnieniu. Połowa firm wskazywała, że nie posiada planów rozwoju na najbliższe trzy lata i zamierza postępować jak dotychczas (*Familienunternehmen...*, 2013: 62). Badania własne na próbie polskich przedsiębiorstw rodzinnych wykazały, że większość z nich znajduje się jeszcze w posiadaniu pierwszej generacji (68,1%). Jednak tylko 8,4% było młodszych niż 10 lat, a większość miała już ustabilizowaną pozycję rynkową związaną z dłuższym okresem istnienia: 11–20 lat (39%) bądź powyżej 20 lat (52,6%). Ich właściciele prezentowali dość zachowawcze nastawienie, gdyż podstawowe znaczenie przypisywali utrzymaniu firmy w posiadaniu rodziny (86,5%) i brakowi udziału podmiotów trzecich w kapitale własnym (71,9%), podczas gdy cele ekonomiczne związane ze wzrostem wartości przedsiębiorstwa i jego rozmiarów (zatrudnienia) miały mniejsze znaczenie (Pernsteiner, Węclawski, 2016: 52). Problem poszukiwania sposobów finansowania rozwoju dotyczy tym samym jedynie części przedsiębiorstw rodzinnych, gdyż dla

wielu znacznie ważniejsze jest zachowanie niezależności i utrzymanie się na rynku w długiej perspektywie czasowej (Berthold, 2010: 124).

Dobór sposobów finansowania przedsiębiorstw wyjaśnia teoria hierarchii źródeł finansowania. Zakłada ona, że przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności korzystają z finansowania wewnętrznego, a dopiero gdy jest ono niewystarczające, sięgają do finansowania zewnętrznego, przy czym w ramach tego ostatniego wybierają najpierw finansowanie kapitałem obcym, a w dalszej kolejności pozyskują kapitał własny (Prym, 2011: 78). Badania wskazują, że w przedsiębiorstwach rodzinnych występuje znaczne zróżnicowanie udziału kapitału własnego w kapitale całkowitym, ale wiele z nich ma wysokie wskaźniki kapitału, co jest interpretowane jako dążenie do zachowania niezależności finansowej. W Niemczech wskaźnik kapitału własnego kształtuje się w przedsiębiorstwach rodzinnych na poziomie 45%, tj. o 5 p.p. wyższym niż w firmach nierodzinnych, a 3/4 przedsiębiorstw traktuje utrzymanie niezależności finansowej jako bardzo ważny cel działalności (Becker i in., 2015: 58, 79). Także w Austrii wskaźnik kapitału własnego jest wyższy w przedsiębiorstwach rodzinnych niż nierodzinnych, przy czym dla 30% firm rodzinnych przekracza 41%, a w odniesieniu do 60% zawiera się w granicach 11–40% (Feldbauer-Durstmüller i in., 2008: 63). Badania własne wskazały, że 18,5% polskich firm rodzinnych miało w 2013 r. wskaźnik kapitału w granicach 0–40%, 43,4% w granicach 41–99%, a w aż 38,1% wynosił on 100% (Pernsteiner, Węclawski, 2016: 78).

Przeprowadzone w 2012 r. w Niemczech badania przedsiębiorstw sektora MSP, wśród których 95% stanowią firmy rodzinne, z których 85% jest prowadzonych przez właścicieli (*Die volkswirtschaftliche...*, 2014: 20), wskazywały następującą hierarchię preferencji źródeł finansowania: finansowanie wewnętrzne (60%), finansowanie kredytem bankowym (48%), finansowanie krótkoterminowym kapitałem obcym (15%), mezzanine capital (9%), finansowanie udziałowe (2%), *venture capital* (1%), finansowanie kapitałem własnym przez giełdę (1%), finansowanie kapitałem obcym pozyskiwanym na rynku kapitałowym (1%) (*Finanzierung...*, 2012: 24). Zbliżona struktura wykorzystania instrumentów finansowania przedsiębiorstw rodzinnych występuje w Austrii. W tym kraju najczęściej wykorzystywanymi instrumentami były kredyty bankowe (68%), zatrzymane zyski (52%) oraz podniesienie kapitału własnego (50%), rzadziej korzystano z leasingu (30%), kredytów od dostawców (12%) i publicznych programów wsparcia (5%), a pozostałe instrumenty miały incydentalne zastosowanie – finansowanie udziałowe (2%), mezzanine capital i *venture capital* (po 1%) (*Familienunternehmen...*, 2013: 66). Badania własne odnoszące się do polskich firm rodzinnych wskazują, że najczęściej korzystały one z kredytów krótkoterminowych (77%), leasingu (71%), kredytów długoterminowych (50%), kredytów preferencyjnych (13%), faktoringu (15%), pożyczek (11%), a sporadycznie z instrumentów rynku kapitałowego – emisji akcji (1%), *venture capital* (1%) oraz *mezzanine capital*

(0,8%) (Pernsteiner, Węclawski, 2016: 61). Taka struktura finansowania oznacza, że w przedsiębiorstwach rodzinnych podstawowe znaczenie w ramach finansowania zewnętrznego ma kredyt bankowy, chociaż wielokrotnie wyrażano obawy o ograniczenie jego dostępności w wyniku wprowadzania ostrzejszych regulacji ostrożnościowych wobec banków (Bettermann, 2009: 2). Wyniki badań wskazują, że zdecydowana większość przedsiębiorstw zarówno w Austrii i Niemczech, jak i Polsce nie odczuwa problemów z dostępem do kredytów bankowych (*Finanzierung...*, 2012: 15; *Dostępność...*, 2016: 27).

4. Istota finansowania za pomocą *private equity*

W literaturze przedmiotu spotykamy się z niejednoznacznym stosowaniem pojęć *venture capital* i *private equity*. Dla potrzeb niniejszego opracowania przyjęto rozumienie tych terminów w ujęciu zaproponowanym przez European Venture Capital Association (*EVCA...*, 2015: 8). Zgodnie z nim *private equity* polega na dostarczaniu kapitału udziałowego do przedsiębiorstw nie notowanych na rynku publicznym. Kapitał ten może być wykorzystywany do finansowania rozwoju nowych produktów i technologii, wzrostu rozmiarów działalności operacyjnej, przejmowania spółek, wzmocnienia bilansu przedsiębiorstwa. *Venture capital* jest odmianą *private equity* i służy do finansowania inwestycji we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstw lub ich ekspansji. *Private equity* jest też angażowany do przeprowadzania sukcesji w firmach rodzinnych i wykupu spółek przez menedżerów (buyout). Do *private equity* zalicza się także finansowanie wzrostu i restrukturyzacji przedsiębiorstw w oparciu o instrumenty hybrydowe łączące elementy kapitału obcego i własnego (*mezzanine capital*).

W literaturze przedmiotu wskazuje się na występowanie rozbieżności między perspektywą realizacji celów, do jakich zmagają się inwestorzy *private equity*, a perspektywą właścicieli przedsiębiorstw rodzinnych. Inwestorzy dążą do wzrostu wartości przedsiębiorstwa w okresie inwestycji, aby zrealizować przy wyjściu z niej oczekiwaną stopę zwrotu, natomiast jego właściciele są zainteresowani długoterminowym wzrostem wartości firmy, także w przyszłości. Długoterminowa orientacja przedsiębiorstw rodzinnych wymaga tzw. „cierpliwego kapitału”, gdy tymczasem *private equity* jest „kapitałem niecierpliwym” (Prym, 2011: 82–83).

Inwestorzy *private equity* z reguły zachowują niezależność przedsiębiorstwa, ale wymagają stworzenia, jeżeli dotychczas nie występowały, struktur ładu korporacyjnego oraz przejrzystych systemów informacyjnych (*Private...*, 2012: 4). Utrzymanie niezależności jest motywowane tym, że inwestorzy nie zajmują się zarządzaniem operacyjnym spółką portfelową i w motywacji oraz jakości menedżerów widzą ważne źródło jej sukcesu rynkowego. Wchodzą natomiast do organów nadzorczych, co pozwala im na kontrolę realizacji umowy inwestycyjnej.

Badania dotyczące niemieckich firm rodzinnych korzystających z finansowania *private equity* wskazują, że w spółkach osobowych i z ograniczoną odpowiedzialnością stawiany był bezwzględny wymóg powołania rady (Beirat), do której wchodził przedstawiciel inwestora (Achleitner i in., 2008: 6).

Inwestycje *venture capital* mają z założenia ograniczony horyzont czasowy i po upływie 3–7 lat inwestor wycofuje się ze spółki przez sprzedaż udziałów. Wybór formy dezinvestycji jest w decydującej mierze zdeterminowany przez stopień atrakcyjności przedsiębiorstwa dla kolejnych inwestorów. Dobre perspektywy dalszego rozwoju przedsiębiorstwa skłaniają do upublicznienia spółki i sprzedaży akcji na rynku giełdowym bądź inwestorowi strategicznemu (bez konieczności upubliczniania). Wprowadzenie akcji przedsiębiorstwa rodzinnego do obrotu giełdowego, przy odpowiednim ich rozwodnieniu, może pozwolić rodzinie na dalsze kontrolowanie spółki. Natomiast przejęcie przedsiębiorstwa przez inwestora strategicznego z reguły związane jest jego integracją z przedsiębiorstwem nabywcy, czemu towarzyszy wyjście z niego dotychczasowych współwłaścicieli. Mniej atrakcyjne wyniki finansowe, ale przy zachowaniu ich stabilności, mogą być wystarczającą zachętą dla inwestorów finansowych, a w konsekwencji mogą powodować pozostawienie dotychczasowej struktury własności. Niepowodzenie inwestycji *venture capital*, wyrażające się w niskiej rentowności przedsiębiorstwa, uniemożliwia znalezienie inwestora zewnętrznego i może prowadzić do odsprzedaży udziałów dotychczasowym współwłaścicielom bądź menedżerom. Zwłaszcza w przypadku wnoszenia udziałów mniejszościowych inwestorzy zapewniają sobie w umowie inwestycyjnej możliwość przeprowadzenia takiej operacji po z góry określonej cenie.

5. Finansowanie rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych z udziałem *private equity*

Pozyskanie inwestora *private equity* przez przedsiębiorstwo jest związane ze spełnieniem wielu wymogów, które nie występują bądź mają mniej restrykcyjny charakter, niż w przypadku finansowania dłużnego. Inwestorzy *private equity*, zwłaszcza instytucjonalni, kierują się przy konstruowaniu portfela inwestycji szeregiem założeń odnoszących się w szczególności do: etapu rozwoju przedsiębiorstwa, wielkości inwestycji, oczekiwanej stopy zwrotu, branży, lokalizacji, możliwości deziwestycji. W tym aspekcie dostępność kapitału jest ograniczona, gdyż wymaga spełnienia szeregu warunków stawianych przez inwestorów.

Jedną z kluczowych kwestii związanych z finansowaniem przedsiębiorstw rodzinnych przez inwestorów *private equity* jest wielkość wnoszonych udziałów. Przedsiębiorstwo ma do wyboru jedną z dwóch opcji: pozyskanie inwestora mniej-

szościowego, który wzmocni wkładem kapitałowym i doświadczeniem jego potencjał wzrostu bądź pozyskanie inwestora większościowego, który na koniec inwestycji przejmie je od dotychczasowych właścicieli.

Przedsiębiorstwa rodzinne, dążąc do utrzymania kontroli nad firmą, preferują pozyskiwanie mniejszościowych inwestorów *venture capital*. Jednak nawet w przypadku nabywania udziałów mniejszościowych, inwestorzy, ze względu na wysokie ryzyko inwestycji, dążą do uzyskania nie tylko szerokich uprawnień informacyjnych, ale także wpływu na podejmowanie kluczowych decyzji, zwłaszcza w sytuacji braku bądź niedostatecznej realizacji przyjętych przez przedsiębiorstwo celów. Zakres tych uprawnień jest regulowany w umowach inwestycyjnych i może obejmować szeroki zestaw działań, jak np. wyrażanie zgody na podejmowanie inwestycji, sprzedaż elementów majątku przedsiębiorstwa czy wymianę zarządu (*Venture...*, 2015: 6). Uprawnienia te nie obejmują jednak z zasady możliwości oddziaływania na bieżące zarządzanie przedsiębiorstwem. Należy jednak zauważyć, że obsada stanowisk kierowniczych przez członków rodziny nie zawsze wiąże się zapewnieniem odpowiedniego poziomu kompetencji (Wiechers, 2006: 17). Stąd wsparcie ze strony inwestorów *venture capital* może wnieść dużą wartość dodaną w postaci profesjonalizacji zarządzania, obiektywizacji decyzji, doświadczenia i know-how inwestorów.

Wnoszenie udziałów większościowych stwarza większe ryzyko dla inwestora i nakłada na niego odpowiedzialność za rozwój przedsiębiorstwa. Znajduje to swój wyraz w przejściu kontroli nad spółką i zarządzaniu operacyjnym. Sprzedaż większościowych udziałów w przedsiębiorstwie rodzinnym może mieć miejsce, gdy dotychczasowi właściciele godzą się ze zmianą stosunków własnościowych, np. w wyniku występujących pomiędzy nimi konfliktów, braku możliwości bądź chęci dalszego sprawowania kontroli nad firmą (Simon, 2011: 200 i nast.).

Nabywanie udziałów większościowych przez inwestorów *venture capital* związane jest z reguły z ustalaniem struktury finansowania obejmującej kapitał własny, *mezzanine capital* oraz pożyczki i kredyty bankowe. Natomiast objęcie udziałów mniejszościowych skutkuje dostarczaniem samego kapitału własnego, ewentualnie wspomaganego kapitałem dłużnym pochodzącym od inwestora (*Private...*, 2012: 18).

Alternatywnym instrumentem stosowanym do finansowania rozwoju i restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw jest *mezzanine capital*. Nie ma on jednolitej definicji i obejmuje instrumenty łączące w różnych proporcjach elementy kapitału własnego i obcego, co wpływa na elastyczność i możliwość dostosowania do indywidualnych potrzeb przedsiębiorstw (Röthel i in., 2015: 2). *Mezzanine capital* dostępny jest w formie wielu produktów finansowych, zarówno na publicznym, jak i niepublicznym rynku kapitałowym. Ich wspólną cechą jest to, że w przypadku niewypłacalności przedsiębiorstwa, roszczenia wierzycieli zaspokajane są po zaspokojeniu roszczeń dłużników kapitału obcego, a przed

roszczeniami dawców kapitału własnego. Dla przedsiębiorstw rodzinnych istotne jest to, że uzyskują one finansowanie bez utraty wpływu właścicieli na przedsiębiorstwo przez oddanie praw głosu kapitałodawcom (Kalss, Probst, 2013: 508). Ważne jest także to, że w odniesieniu do mezzanine capital istnieje możliwość przesuwania kosztów obsługi inwestorów na koniec okresu finansowania (skumulowane odsetki, udział w zysku, opcje na udziały i akcje), co powoduje odciążenie bieżącej płynności i pozwala na koncentrację środków na realizacji planów rozwoju.

6. Finansowanie przekształceń własnościowych przedsiębiorstw rodzinnych za pomocą *private equity*

Przedsiębiorstwa rodzinne charakteryzuje nastawienie do przetrwania w perspektywie wielu pokoleń. Tym samym jednym z podstawowych wyzwań, przed jakimi stają, jest przeprowadzenie sukcesji. W Niemczech w posiadaniu rodziny w drugiej generacji pozostaje 67%, w trzeciej generacji 32%, a w czwartej jedynie 16% przedsiębiorstw (Leible, Windthorst, 2014: 19). W momencie, gdy zachodzi konieczność przekazania przedsiębiorstw następnej generacji, są one szczególnie podatne na wystąpienie sytuacji kryzysowej, która zagraża ich dalszemu funkcjonowaniu. Związana jest ona przede wszystkim ze znalezieniem odpowiedniego kandydata do przejścia firmy i sfinansowania transakcji. Badania odnoszące się do Austrii wskazują, że sukcesję w następnych kilku latach zamierza przeprowadzić 9% przedsiębiorstw rodzinnych (*Familienunternehmen...*, 2013: 53), w Niemczech 16% (Schalast, Barten, 2008: 10), a w Polsce, według powoływanych tu badań własnych, 17% firm (Pernsteiner, Węclawski, 2016: 143). Nawet w gospodarkach o długiej tradycji funkcjonowania przedsiębiorstw rodzinnych zapewnienie sukcesji jest poważnym problemem. Przykładowo w Niemczech w ostatnich latach w wyniku sukcesji 49,9% przedsiębiorstw pozostawało we własności i zarządzie rodziny, 8,9% pozostawało własnością rodziny, ale zatrudniano menedżerów spoza niej, 7% sprzedawano menedżerom dotychczas zatrudnionym w przedsiębiorstwie (MBO) bądź pochodzącym z zewnątrz (MBI), 21,6% było sprzedawanych innym przedsiębiorstwom, 4,4% podlegało likwidacji, w odniesieniu do pozostałych 8,2% sytuacja była niewyjaśniona (Leible, Windthorst, 2014: 36). W ponad połowie przypadków powstawało przy tym zapotrzebowanie na finansowanie zmian własnościowych w oparciu o kapitał zewnętrzny, oferowany w szczególności przez fundusze *private equity* (Schalast, Barten, 2008: 10). Fundusze te wspomagają finansowo i organizacyjne transakcje wykupów menedżerskich oraz fuzji i przejęć w przypadku braku dostatecznego kapitału bądź doświadczenia ze strony podmiotów przejmujących.

7. Rynki *private equity* w wybranych krajach

Rynek *private equity* w ujęciu wartości dokonywanych inwestycji jest rynkiem stosunkowo małym i podatnym na zmiany koniunktury gospodarczej. W objętych w tym opracowaniu badaniami krajach, o systemach finansowych zorientowanych bankowo, relacja wartości inwestycji *private equity* do PKB była w 2014 r. niższa od średniej europejskiej (0,278%) i wynosiła w Austrii 0,032%, w Niemczech 0,201%, a w Polsce 0,082% (EVCA..., 2015: 44). Stosunkowo najlepiej rozwinięty jest niemiecki rynek *private equity* i w związku z tym będzie przedmiotem szerszej analizy.

Niemiecki rynek *private equity* przeżywa, po okresie załamania w czasie ostatniego kryzysu finansowego, okres ożywionego rozwoju. Wartość inwestycji wynosząca 8,0 mld euro w 2007 r. spadła do 2,6 mld w 2009 r., aby w 2014 r. wzrosnąć do 5,8 mld euro (w tym 607,3 mln stanowiły inwestycje *venture capital*, a 4,8 mld buyout) (European..., 2015, tab. 50). Atrakcyjność niemieckich małych i średnich przedsiębiorstw dla inwestorów *private equity* wynika z ich ponadprzeciętnej innowacyjności: 57% z nich w latach 2008–2010 wprowadziło na rynek innowację produktową bądź technologiczną, podczas gdy średnia dla Europy wynosiła 38,4% (German..., 2014: 12). Przedsiębiorstwa rodzinne preferują przyjmowanie udziałów mniejszościowych, co pozwala im na poprawę struktury kapitałowej i profesjonalizację zarządzania, przy zachowaniu kontroli nad firmą. Badania wskazują, że 41,2% firm jest skłonnych sprzedać inwestorom *private equity* nie więcej niż 24% udziałów, dalsze 23,5% do 49%, gdyż nie chce tracić decydującego wpływu na przedsiębiorstwo, a pozostałe uzależniają to od konkretnej sytuacji (Schalast, Barten, 2008: 16). Część przedsiębiorstw traktuje inwestycje *venture capital* jako przygotowanie do wejścia na giełdę bądź poszerzenie kręgu współwłaścicieli o neutralnych współników (Achleitner i in., 2008: 5). Na rynku niemieckim inwestycje *venture capital* dokonywane są najczęściej w przedsiębiorstwach we wczesnych fazach rozwoju z tradycyjnych sektorów przemysłu, ale o wysokim poziomie zaawansowania technologicznego, jak budowa maszyn i urządzeń oraz motoryzacja, w których udział firm rodzinnych wynosi ok. 80% (Die volkswirtschaftliche..., 2014: 30). Szczególnie atrakcyjna dla inwestorów *venture capital* jest grupa ok. 1.200 średnich firm będących światowymi liderami w swojej dziedzinie, określanych jako „Hidden Champions” (Heß, 2008: 3). Charakterystyczne jest przy tym, że przy dużym zainteresowaniu niemieckimi przedsiębiorstwami ze strony inwestorów, w tym zagranicznych, najczęściej obejmują oni udziały mniejszościowe (85% inwestycji *venture capital* i 63% przekształceń własnościowych). Przedsiębiorstwa oczekują przy tym nie tylko kapitału finansowego, ale także wsparcia w zarządzaniu (Chancen..., 2014: 5 i nast.). Jednocześnie występuje wyraźna koncentracja regionalna inwestycji (Bawaria, Badenia-Wirtembergia, Nadrenia Północna-Westfalia), co oznacza ograniczenie w ujęciu terytorialnym

dostępu do finansowania. W Niemczech najczęstszym powodem korzystania przez przedsiębiorstwa rodzinne z finansowania *private equity* jest rozwiązanie problemów sukcesji (56% wskazań), a na drugim miejscu dążenie do wzrostu działalności operacyjnej przedsiębiorstwa (49%) (Röthel i in., 2015: 8).

W Austrii na przestrzeni ostatnich lat wartość inwestycji *private equity* w skali roku zawierała się w granicach 50–75 mln euro i odnosiła się do 60–70 przedsiębiorstw w fazie start-up i wzrostu, które otrzymywały wsparcie w wysokości 200 tys. do 2 mln euro. W odniesieniu do rynku nieformalnych inwestorów *venture capital* brak jest pełnych danych statystycznych, ale skala inwestycji i w tym przypadku jest dość mała, skoro największa sieć aniołów biznesu skupia 175 członków, którzy dokonują rocznie kilku inwestycji (*Angels...*, 2015: 9). Wąski zakres finansowania w oparciu o *private equity* tłumaczony jest silną pozycją banków oraz łatwością dostępu do kredytu bankowego (*Risikokapital...*, 2012: 101).

Polski rynek *private equity* należy do największych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. W 2011 r. wartość dokonanych na nim inwestycji osiągnęła rekordową wartość 679 mln euro, ale w 2014 r. spadła do 251 mln euro. Liczba finansowanych przedsiębiorstw wynosiła odpowiednio 89 i 78. Na inwestycje *venture capital* przypadało w tym ostatnim roku niecałe 9%, a dominowały wykupy (*buyout*) z udziałem 64,1% i finansowanie wzrostu (25,9%). W ramach dezinvestycji przeważała sprzedaż inwestorom strategicznym (29,8%), a na dalszych miejscach była sprzedaż instytucjom finansowym (26,7%) i innym funduszom *private equity* (21,4%) (*Central...*, 2015: 11 i nast.). Taki potencjał i struktura rynku *private equity* nie sprzyjały finansowaniu firm rodzinnych. Przywołane powyżej wyniki badań własnych wskazują, że finansowanie tego typu stosowane jest w Polsce incydentalnie.

8. Podsumowanie

Wyniki badań zaprezentowane w opracowaniu prowadzą do sformułowania kilku wniosków. Wskazują one, że rozwój finansowania za pomocą *private equity* zależy od czynników znajdujących się po obydwu stronach rynku. Po pierwsze, można stwierdzić, że kapitał tego typu napływa do stabilnych gospodarek o dobrych perspektywach wzrostu, o infrastrukturze instytucjonalnej i regulacjach normatywnych sprzyjających dokonywaniu inwestycji kapitałowych. W Polsce słabość infrastruktury rynku kapitałowego i brak stabilnych regulacji prawnych w zakresie inwestycji kapitałowych spowodowały, że ich wielkość i struktura odbiegały od występujących w rozwiniętych gospodarkach. Po drugie, przykład Niemiec wskazuje, że przedmiotem finansowania przez inwestorów *private equity* mogą być nie tylko projekty o wysokim poziomie innowacyjności, ale także spółki o dobrych perspektywach wzrostu z branż tradycyjnych. Po trzecie, zakres korzystania

z *private equity* zależy w dużym stopniu od nastawienia przedsiębiorstw. Sprawda się to w szczególności w odniesieniu do przedsiębiorstw rodzinnych, które przyjmując inwestorów zewnętrznych, narażają się na utratę niezależności i kontroli nad firmą. Stają one wobec dylematu utrzymywania dotychczasowego stanu posiadania i ograniczonego wzrostu w oparciu o własne zasoby finansowe i kapitał dłużny bądź rozproszenia własności i przyspieszenia ekspansji z wykorzystaniem potencjału rynku kapitałowego.

Jako wniosek końcowy można sformułować wskazanie, że przyjęcie przez przedsiębiorstwo rodzinne inwestora *private equity* stwarza szanse na przyspieszenie jego rozwoju i nie musi skazywać go z góry na utratę rodzinnego charakteru. Inwestycje *private equity* oferują bowiem szereg alternatywnych możliwości (udziały mniejszościowe, kapitał hybrydowy, opcje odkupu przez dotychczasowych właścicieli) pozwalających na zachowanie wpływu rodziny na przedsiębiorstwo. Z drugiej strony, inwestorzy *private equity* wspierają przedsiębiorstwa rodzinne w rozwiązywaniu problemów sukcesji.

Bibliografia

- Achleitner A.-K. i in. (2008), *Private Equity in Familienunternehmen. Erfahrungen mit Minderheitsbeteiligung*, Stiftung Familienunternehmen, München.
- Anderson R.C., Reeb M. (2003), *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, „The Journal of Finance”, vol. 58, no. 3, s. 1301–1327, <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00567>.
- Angels, VC & Co. *Alternative Finanzierungen abseits von Banken und Förderungen* (2015), Wirtschaftskammer Österreich, Wien.
- Becker W. i in. (2015), *Finanzierung im Mittelstand*, Springer Gabler, Wiesbaden.
- Berthold F. (2010), *Familienunternehmen im Spannungsfeld zwischen Wachstum und Finanzierung*, Josef Eul Verlag, Köln.
- Bettermann C. (2009), *Finanzierung von Familiengesellschaften nach Basel II und IFRS*, Peter Lang GmbH, Frankfurt am Main.
- Central and Eastern Europe Statistics 2014* (2015), EVCA, Brussels, August.
- Chancen ergreifen. Die deutsche Beteiligungsbranche 2014* (2014), Rödl & Partner, München.
- Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen* (2014), Stiftung Familienunternehmen, München.
- Dostępność finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce* (2016), NBP, Warszawa.
- Eilers S., Rödding A., Schmalenbach D. (2014), *Unternehmensfinanzierung – Gesellschaftsrecht, Steuerrecht, Rechnungslegung*, Verlag C.H. Beck, München.
- EVCA 2014 European Private Equity Activity* (2015), Brussels.
- Familienunternehmen in Österreich. Status quo 2013* (2013), KMU Forschung Austria, Wien, August.
- Feldbauer-Durstmüller B. i in. (2008), *Familienunternehmen*, Linde Verlag, Wien.
- Finanzierung im Mittelstand* (2012), Deloitte, Dezember.
- German Mittelstand: Motor der deutschen Wirtschaft* (2014), Bundesministerium für Wirtschaft und Energie.
- Heß W. (2008), *Familienunternehmen – Hoffnungsträger einer soliden Wirtschaftsentwicklung*, Allianz Dresdner Economic Research, Working Paper No. 121.


- Kalss S., Probst S. (2013), *Familienunternehmen. Gesellschafts- und zivilrechtliche Fragen*, Manz-sche Verlags- und Universitätsbuchhandlung, Wien.
- Klein S.B. (2010), *Familienunternehmen. Theoretische und empirische Grundlagen*, Josef Eul Verlag, Köln.
- Leible S., Windthorst K. (Hrsg.) (2014), *Nachfolgeplanung in Familienunternehmen*, JWV, Bay-reuth.
- Pernsteiner H., Węclawski J. (red.) (2016), *Finansowanie i corporate governance w przedsiębiorstwach rodzinnych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Private equity. Ein Leitfaden für Familienunternehmen und Mittelstand* (2012), KPMG, Berlin.
- Prym Ch. (2011), *Familienunternehmen und Beteiligungskapital*, Josef Eul Verlag, Köln.
- Risikokapital in Österreich Angebots- und Nachfrageseitige Erklärungsfaktoren für die geringe Ausprägung* (2012), Wien, November.
- Rosenbauer C. (1994), *Strategische Erfolgsfaktoren des Familienunternehmens im Rahmen des Lebenszyklus*, Diss., St. Gallen.
- Röthel A. i in. (2015), *Familienunternehmen im Wandel*, Verlag C.H. Beck, München.
- Schalast Ch., Barten B. (2008), *Private Equity und Familienunternehmen – eine Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung deutscher Maschinen- und Anlagenbauunternehmen*, Frankfurt School – Working Paper Series No. 107.
- Scherer S. i in. (2012), *Familienunternehmen*, Deutscher Fachverlag GmbH, Frankfurt.
- Simon F.B. (red.) (2011), *Die Familie des Familienunternehmens. Ein System zwischen Gefühl und Geschäft*, Carl-Auer Verlag, Heidelberg.
- Venture Capital in Deutschland. VC Deal Term Report 2015* (2015), Pinsent Masons Germany, München.
- Wiechers R. (2006), *Familienmanagement zwischen Unternehmen und Familie*, Carl-Auer Verlag, Heidelberg.

Dilemmas of family businesses financing by private equity

Summary: Purposes of conducting family businesses are specific. Striving for survival and ensuring succession causes an aversion to risk and caution when undertaking development projects. Such an attitude is associated with capital structure that prefers internal financing sources. In the event of external financing foreign capital would be used in the first place. Family businesses rarely use private equity financing. A relatively lower risk for their independence is related to mezzanine capital. *Venture capital* constitutes a threat of takeover. Private equity is convenient for ownership changes, especially for succession.

Keywords: family firms, financing, private equity

JEL: G24, G32

	<p>© by the author, licensee Łódź University – Łódź University Press, Łódź, Poland. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license CC-BY (http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/)</p>
	<p>Received: 2016-08-14; verified: 2016-11-28. Accepted: 2017-02-15</p>