

*Mateusz Biegajło*Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Kolegium Zarządzania i Finansów
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-1607-0022>

Charakterystyka *search funds* jako inwestorów dla firm rodzinnych w Polsce w obliczu braku sukcesji

Streszczenie

Celem artykułu jest analiza *search funds* jako nowej grupy inwestorów na rynku kapitałowym w Polsce, która stanowi jednocześnie grupę potencjalnych inwestorów dla firm rodzinnych w obliczu braku sukcesji. W części teoretycznej artykułu zaprezentowana została istotność firm rodzinnych w Polsce oraz skala problematyki braku sukcesji. Przedstawiona została również geneza powstania *search funds*, ich charakterystyka oraz cechy, które sprawiają, że w teorii ta grupa inwestorów jest niemal stworzona dla firm rodzinnych, w których brakuje rodzinnego następcy. W części empirycznej przedstawiono studium przypadku transakcji sprzedaży polskiej firmy rodzinnej na rzecz *search fund*, która do końca 2020 r. pozostawała pierwszą i jedyną transakcją *search funds* w Polsce. W wyniku przeprowadzonych analiz wykazano, że sprzedaż przedsiębiorstwa rodzinnego na rzecz *search fund* powinna na trwałe znaleźć się w katalogu możliwych form dezinvestycji właściciela firmy rodzinnej w obliczu braku sukcesji.

Słowa kluczowe: *search fund*, firma rodzinna, sukcesja

Kody klasyfikacji JEL: G32, L26, D490

1. Wprowadzenie

Firmy rodzinne to fundament polskiej gospodarki. Przedsiębiorstwa te odpowiadają za około 40% polskiego PKB i zapewniają ponad 3 mln miejsc pracy. Podmiotów takich jest niemal 1,7 mln, a zaledwie 8,1% tych firm ma sukcesora w kręgu rodzinnym. Ze względu na znaczenie firm rodzinnych dla polskiej gospodarki oraz masowy problem braku sukcesji niezwykle ważne jest poznanie oraz zrozumienie wszystkich możliwych form dezinwestycji właściciela firmy rodzinnej w obliczu braku sukcesji. Dezinwestycja oznacza w tym przypadku proces całkowitego zerwania dotychczasowych więzi właścicielskich z firmą i zaprzestanie pełnienia jakichkolwiek funkcji menedżerskich w firmie [Koładkiewicz, Wojtyra, 2016, s. 90].

W polskiej literaturze poświęconej firmom rodzinnym katalog możliwych form dezinwestycji zawiera sprzedaż biznesu inwestorowi branżowemu czy sprzedaż firmy w ramach debiutu giełdowego, jednak brakuje wskazania takiej formy dezinwestycji, jak sprzedaż spółki na rzecz *search fund*.

Celem artykułu jest analiza *search funds* oraz wykazanie, że sprzedaż przedsiębiorstwa rodzinnego na rzecz *search fund* powinna zostać uznana za jedną z kluczowych form dezinwestycji właściciela firmy rodzinnej w obliczu braku sukcesji. W związku z tym, że polski rynek *search fund* jest stosunkowo młody i niewielki oraz nie ma literatury polskiej poświęconej tej tematyce, w celu przedstawienia charakterystyki *search funds* zostanie wykorzystana wyłącznie literatura zagraniczna oraz statystyki dotyczące działalności *search funds* za granicą. Należy również zaznaczyć, że określeniom: „firma rodzinna”, „przedsiębiorstwo rodzinne”, „podmiot rodzinny” i „spółka rodzinna” nadano na potrzeby tego artykułu jednakowe znaczenie [Winnicka-Popczyk, 2016, s. 9]. W polskiej literaturze przedmiotu tego typu analiza nie była wcześniej przeprowadzana.

W punkcie drugim omówiono genezę i skalę problematyki braku sukcesji w Polsce, jak również znane w teorii i praktyce formy dezinwestycji właściciela firmy rodzinnej w obliczu braku sukcesji. W punkcie trzecim zaprezentowano *search funds* jako nową formę dezinwestycji właściciela polskiej firmy rodzinnej, cechy odróżniające tę grupę inwestorów od innych oraz aktywność tych podmiotów na polskim rynku. W punkcie czwartym przedstawiono studium przypadku sprzedaży polskiej firmy rodzinnej na rzecz *search fund*. Wnioski z przeprowadzonej analizy zostały zaprezentowane w podsumowaniu.

2. Geneza i problematyka braku sukcesji wśród polskich firm rodzinnych

Rozważania na temat firm rodzinnych i problematyki braku sukcesji należy rozpocząć od wskazania, że nie istnieje jedna ustalona definicja firmy rodzinnej. Zdefiniowanie przedsiębiorstwa rodzinnego stanowiło natomiast problem badawczy wielu autorów w ostatnich

kilkudziesięciu latach. Trudność sformułowania definicji wynika przede wszystkim z tego, że podmioty te nie są jednorodną grupą przedsiębiorstw, lecz znacznie się od siebie różnią wielkością, formą prawną, strukturą własności, celem działalności, kulturą i tłem historycznym w poszczególnych krajach [Dźwigoł-Barosz, 2018, s. 34].

Najprościej firmę rodzinną można określić jako podmiot gospodarczy prowadzony przez członków rodziny [Bernard, 1975, s. 42] lub taki, w którym prezes zarządu jest albo członkiem rodziny założyciela biznesu, albo właścicielem biznesu [McConaughy i in., 1998, s. 1–19]. Niektórzy badacze uznają również, że firma rodzinna to taka, która uważa, że jest firmą rodzinną [Frishkoff, 1995]. Istnieje wiele bardziej rozbudowanych definicji, w których autorzy uwzględniają kilka dodatkowych kryteriów selekcji firmy rodzinnej, jak kryterium własności, zarządzania lub zaangażowania rodziny w prowadzenie biznesu [Davis, 1983, s. 47; Stem, 1986, s. 21; Handler, 1989, s. 257–276; Klein, 2000, s. 157–181; Jeżak, Popczyk, Winnicka-Popczyk, 2004, s. 19; Badanie firm, 2016, s. 28; Kowalewska, 2009, s. 19; Klimek, 2016, s. 3].

Rozbieżności definicyjne prowadzą z kolei do znaczących rozbieżności statystycznych pomiędzy badaniami prowadzonymi przez różnych autorów. W zależności od przyjętych kryteriów i wybranej definicji, niektóre opracowania podają, że tylko 15% wszystkich przedsiębiorstw na świecie to firmy rodzinne [Kayser, Wallau, 2002, s. 111–115], podczas gdy inne badania wskazują, że firmy te stanowią aż 79% wszystkich przedsiębiorstw [Chrisman, Chua, Litz, 2004, s. 335–354.]. W Polsce również zauważalne są różnice w tym obszarze. Niektóre źródła podają, że aż 828 000 przedsiębiorstw działających w Polsce deklaruje, że są firmami rodzinnymi. Stanowi to 36% wszystkich przedsiębiorstw działających w Polsce. Firmy te przynoszą gospodarce aż 322 mld zł rocznie, odpowiadając za 18% PKB [Lewandowska i in., 2016, s. 27]. Inne badania wskazują, że w Polsce w sektorze MŚP działa około 1,8 mln firm, z czego około 80% to firmy rodzinne. Sektor ten odpowiada za ponad 50% PKB i 60% miejsc pracy [Zajkowski, 2018, s. 40]. Zgodnie ze statystykami Głównego Urzędu Statystycznego w Polsce działa ponad 2 mln firm rodzinnych, które generują 63–72% PKB i 8 mln miejsc pracy. Jeszcze inne statystyki podają, że w Polsce funkcjonuje 3,5 mln zarejestrowanych firm, z których 1,7 mln to aktywne przedsiębiorstwa, spośród nich ponad 1 mln to przedsiębiorstwa rodzinne [Andrzejewski, 2011, s. 27–25]. Zgodnie z danymi PARP z raportu z 2020 r., liczba przedsiębiorstw w Polsce wynosiła 2,15 mln, z czego 99,8% to spółki z sektora MŚP. Firmy z sektora MŚP odpowiadają za około 49,1% PKB Polski i zatrudnienie 3,9 mln osób [Skowrońska, Zakrzewski, 2020, s. 5–6]. Szacuje się, że w gronie MŚP 80% to firmy rodzinne. W związku z tym można założyć, że firmy rodzinne stanowią około 1,7 mln przedsiębiorstw, odpowiadają za około 40% PKB i zatrudniają około 3,1 mln osób. Mając na uwadze powyższe statystyki, należy uznać, że firmy rodzinne odgrywają kluczową rolę w polskiej gospodarce. Niezależnie od przyjętych definicji i danych statystycznych udział firm rodzinnych w liczbie przedsiębiorstw ogółem, liczba tworzonych miejsc pracy przez firmy rodzinne i udział tych firm w PKB Polski są istotne i nikt nie podważa znaczenia przedsiębiorstw rodzinnych w polskiej gospodarce.

Wiele z firm rodzinnych w Polsce powstało na fali zmian ustrojowych, na początku lat 90. XX w. Od tego czasu minęło 30 lat i z powodów naturalnych wielu właścicieli tych przedsiębiorstw musi zdecydować, komu i w jaki sposób przekazać własność i władzę w swojej firmie. W związku z tym powstał bogaty zbiór badań i literatury dotyczącej sukcesji wewnętrznej w polskich firmach rodzinnych, rozumianej jako przekazanie własności i władzy nad biznesem przez założycieli firmy (nestorzy, seniorzy) swoim dzieciom (sukcesorom). W literaturze zdecydowanie mniej uwagi poświęcono z kolei możliwym formom dezinwestycji właściciela firmy rodzinnej w przypadku braku sukcesji wewnętrznej. Niezwykle istotny jest jednak fakt, że ten temat dotyczy niemal wszystkich przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce. Po pierwsze, jak podają statystyki, zaledwie 8,1% potencjalnych sukcesorów wyraża zainteresowanie przejęciem przedsiębiorstwa po swoich rodzicach [Lewandowska, Tylczyński, 2017, s. 20]. Po drugie należy również wziąć pod uwagę, że z tego grona części potencjalnych sukcesorów może być postrzegana przez właścicieli jako nieodpowiedni dziedzic biznesu rodzinnego lub sam proces sukcesji wewnętrznej może się skończyć niepowodzeniem. Powyższe oznacza, że tematyka innych form wyjścia właściciela z biznesu niż sukcesja wewnętrzna dotyczy w praktyce większej liczby firm rodzinnych niż tematyka sukcesji wewnętrznej. Jest to zatem niezwykle ważny temat zarówno dla wszystkich przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce, jak i dla całej gospodarki, która znalazła się w czasach masowej sukcesji i zmian właścicielskich wśród przedsiębiorstw rodzinnych. Biorąc pod uwagę statystyki PARP, zgodnie z którymi w Polsce funkcjonuje około 1,7 mln firm rodzinnych, oraz statystyki Instytutu Biznesu Rodzinnego głoszące, że zaledwie 8,1% sukcesorów chce przejąć biznes rodzinny, można wyciągnąć wniosek, że w Polsce zaledwie około 137,7 tys. firm rodzinnych posiada sukcesora zainteresowanego przejęciem biznesu po rodzicach, zaś ponad 1,5 mln firm rodzinnych nie ma sukcesora. W związku z tym skala problematyki braku sukcesji w Polsce jest ogromna i niezwykle ważne jest zrozumienie oraz poznanie innych form wyjścia właściciela z biznesu niż sukcesja wewnętrzna.

Część autorów zajmujących się szeroką tematyką firm rodzinnych i sukcesji wewnętrznej w ramach swoich opracowań wskazuje różne formy wyjścia z biznesu rodzinnego w obliczu braku sukcesji [Bednarski, 2018, s. 6; Bilicka i in., 2018, s. 398–399; Filipczak, 2018, s. 183; Lewandowska, Andrzejczak, Stradomski, 2017, s. 156; Lipman, 2018, s. 19; DeTienne, Cardon, 2012, s. 355], które można pogrupować następująco:

- sprzedaż firmy w ramach pierwszej oferty publicznej (ang. *Initial Public Offering*, IPO) na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW),
- sprzedaż firmy na rzecz inwestora branżowego,
- sprzedaż firmy na rzecz inwestora finansowego,
- sprzedaż firmy na rzecz kadry menedżerskiej / pracowników,
- likwidacja firmy.

Są to zatem formy dezinwestycji wykorzystywane przez innych uczestników rynku kapitałowego, np. fundusze *private equity* [Sosnowski, 2014, s. 237; Szelągowska, 2012, s. 197]. We wspomnianych opracowaniach brakuje jednak wskazania takiej formy dezinwestycji

właściciela firmy rodzinnej jak sprzedaż biznesu na rzecz *search fund*. Co więcej, w polskiej literaturze nie ma nadal żadnych opracowań naukowych poświęconych *search funds* zapewne dlatego, że polski rynek *search fund* jest stosunkowo młody i niewielki. Mając na uwadze dotychczasową współpracę z *search funds* w Polsce, rosnącą liczbę tych podmiotów oraz ich cechy charakterystyczne, autor postanowił przedstawić sprzedaż biznesu na rzecz *search fund* jako jedną z możliwych form dezinwestycji właściciela firmy rodzinnej w obliczu braku sukcesji w rodzinie.

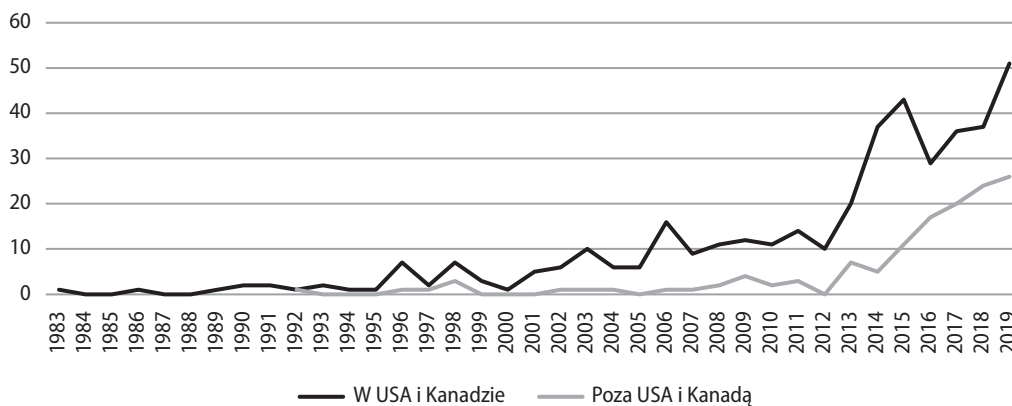
3. Charakterystyka *search fund* jako nowej formy dezinwestycji właściciela polskiej firmy rodzinnej

Search fund (pol. fundusz poszukiwawczy) to wehikuł inwestycyjny prowadzony przez jednego lub dwóch menedżerów (dalej zwanych Menedżerami), którzy nawiązują współpracę z niewielką grupą powiązanych inwestorów i mentorów w celu poszukiwania, przejęcia 100% wybranego biznesu i prowadzenia go przez okres od 6 do 10 lat, aż do przeprowadzenia procesu dezinwestycji [A Primer on Search Funds, 2013, s. 1]. W przeciwieństwie do funduszy *private equity* Menedżerowie, po przejęciu wybranego biznesu, osobiście nim zarządzają i co do zasady przeprowadzają się wraz z rodzinami w okolice siedziby głównej przejętej spółki. Jest to dla Menedżerów jedyna transakcja i jedyna spółka, którą zarządzają i rozwijają przez kolejnych kilka lat po transakcji. Udana inwestycja w modelu *search fund* jest dla Menedżerów szansą na zostanie menedżerem-właścicielem, daje szansę na atrakcyjne stopy zwrotu z inwestycji zarówno dla inwestorów, jak i Menedżerów oraz umożliwia dalszy rozwój przedsiębiorstwa i profesjonalizację zarządzania [Kelly, Heston, 2020, s. 3].

Kolebką i najbardziej rozwiniętym rynkiem *search fund* są Stany Zjednoczone i Kanada, a powstanie *search funds* jest wynikiem problematyki braku sukcesji na rynkach amerykańskich. Jak zostało już powiedziane, wiele polskich firm rodzinnych powstało w latach 90. XX w. w wyniku zmian ustrojowych w Polsce, a po 30 latach od tych wydarzeń zauważalna w polskiej gospodarce jest problematyka braku sukcesji rodzinnej. Z kolei problematyka braku sukcesji na rynku amerykańskim miała miejsce kilkadziesiąt lat wcześniej. W USA i Kanadzie wiele firm zostało założonych po II wojnie światowej i również po około 30 latach gospodarka stanęła w obliczu problematyki braku sukcesji. Dodatkowo przedsiębiorstwa te potrzebowały menedżerów, którzy umiejętnie wdrożyliby nowe technologie pojawiające się na rynkach w latach 80. i 90. Powyższe okoliczności zainteresowały studentów MBA ze Stanford Graduate School of Business, którzy zaczęli poszukiwać możliwości przejęcia biznesów borykających się z problemem braku sukcesji, wykupując te przedsiębiorstwa od założycieli ze środków pozyskanych od prywatnych inwestorów. Tak powstał model *search fund* opracowany w 1983 r. przez I. Grousbecka, wówczas profesora w Harvard Business School. Grousbeck pomagał młodym przedsiębiorcom w nabywaniu i prowadzeniu małych firm. Jednym z pierwszych uznanych przykładów *search funds* jest Nova Capital, założona

przez Jima Southerna w 1984 r. [Dennis, Laseca, 2016, s. 2.] Model *search fund* został spopularyzowany na Stanford Graduate School of Business w latach 80. i 90., a następnie stał się modelem popularnym wśród wielu przedsiębiorców i na wielu uczelniach biznesowych na całym świecie, choć nadal głównie w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie. Na tych rynkach badania na temat inwestycji *search funds* są prowadzone przez Stanford Graduate School of Business, a wyniki badań są publikowane cyklicznie co 2 lata na łamach strony internetowej tej uczelni [<https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/centers-initiatives/ces/research/search-funds>]. Z kolei badania inwestycji *search funds* poza Stanami Zjednoczonymi i Kanadą są prowadzone przez IESE Business School w porozumieniu ze Stanford Graduate School of Business, a wyniki badań publikowane są również cyklicznie co 2 lata na łamach strony internetowej IESE Business School [<https://www.iese.edu/entrepreneurship/search-funds/>]. Jak można zauważyć na rysunku 1, pierwszy *search fund* na rynku północnoamerykańskim został założony już w 1983 r., a na rynku poza USA i Kanadą w 1991 r. Dynamiczny rozwój rynku *search fund* poza USA i Kanadą oraz wzmożona aktywność *search funds* rozpoczęły się dopiero od 2013 r. Był to pierwszy rok, w którym liczba nowo powstałych *search funds* przekroczyła 5, podczas gdy na rynku w USA i Kanadzie taka sytuacja miała miejsce już w 1996 r.

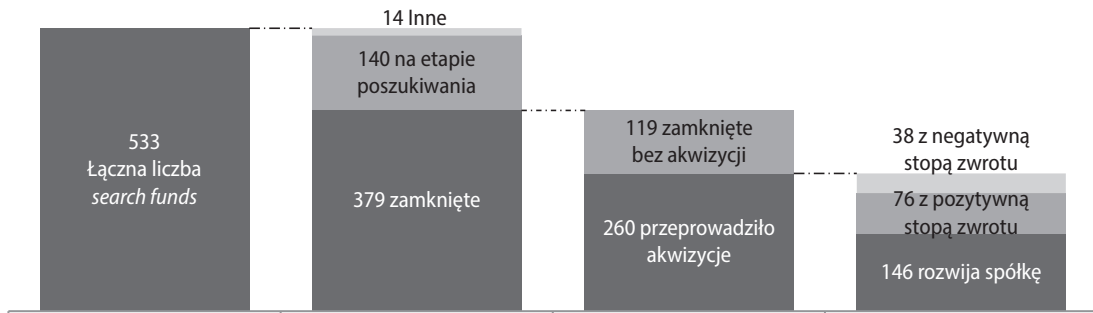
Rysunek 1. Liczba nowo powstałych *search funds* w latach 1983–2019



Źródło: opracowanie własne na podstawie [Kelly, Heston, 2020, s. 5; Kolarova i in., 2020, s. 5].

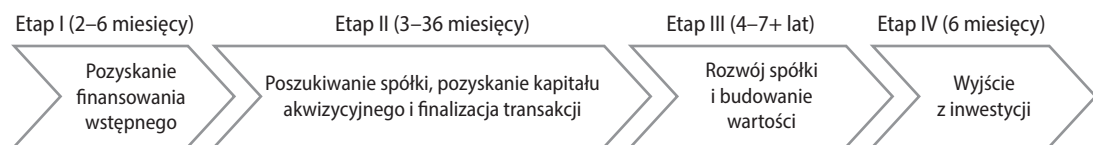
Statystyki dotyczące aktywności *search funds* na świecie zaprezentowano na rysunku 2.

Od początku działania tego modelu do 31.12.2019 r. założonych zostało łącznie 533 *search funds*, w tym 401 w USA i Kanadzie oraz 132 na pozostałych rynkach. Według stanu na 31.12.2019 r. 140 *search funds* nadal były na etapie poszukiwania spółki do przejęcia, zaś 379 *search funds* zostało już zamkniętych. Z grupy zamkniętych podmiotów, 119 *search funds* zakończyło działalność bez inwestycji, zaś 260 z nich kupiło firmę. Z grona 260 *search funds*, które dokonały przejęcia, 146 z nich rozwija spółkę, 76 dokonało dezinwestycji z pozytywną stopą zwrotu, zaś 38 dokonało dezinwestycji z negatywną stopą zwrotu.

Rysunek 2. Status *search funds* na świecie na dzień 31.12.2019 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Kelly, Heston, 2020, s. 5; Kolarova i in., 2020, s. 5].

Aby zrozumieć powyższy rysunek i poszczególne statusy działania *search funds* (w tym zamknięcie bez akwizycji, które jest bardzo rzadko spotykane wśród funduszy *private equity*), został zaprezentowany i opisany charakterystyczny proces inwestycyjny *search fund*. Jak widać na rysunku 3, proces inwestycyjny *search fund* składa się z kilku etapów, które rozpoczynają się pozyskaniem finansowania, a kończą wyjściem *search fund* z inwestycji.

Rysunek 3. Proces inwestycyjny *search fund*

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Kelly i in., 2018, s. 3].

Pierwszym etapem jest **pozyskanie finansowania wstępnego**. Wielu przedstawicieli *search funds*, zwłaszcza poza USA, uważa, że to najtrudniejszy etap całego procesu inwestycyjnego [Kolarova i in., 2020, s. 28]. Należy zaznaczyć, że w *search funds* środki pieniężne są pozyskiwane w dwóch etapach i na dwa cele, co dodatkowo utrudnia cały proces. Po pierwsze środki są niezbędne *search fund* na kilkumiesięczne poszukiwanie spółki do przejęcia. Jest to tzw. kapitał na poszukiwanie (ang. *search capital*). Kapitał ten jest używany w okresie od kilku miesięcy do kilku lat w celu pokrycia wynagrodzenia Menedżerów oraz kosztów administracyjnych związanych z prowadzeniem biura, ze spotkaniami z potencjalnymi spółkami do przejęcia itd.

Na kolejnym etapie Menedżerowie muszą pozyskać kapitał akwizycyjny na zakup spółki (ang. *acquisition capital*), co zostanie opisane w dalszej części artykułu.

Aby rozpocząć proces pozyskiwania inwestorów *search fund*, Menedżerowie sporządzają formalne Memorandum Ofertowe (ang. *Private Placement Memorandum*), które jest przekazywane potencjalnym inwestorom dla zaprezentowania możliwości inwestycyjnej i które ma na celu zainteresowanie potencjalnych inwestorów współpracą z danymi Menedżerami. Ten dokument zazwyczaj zawiera kilka sekcji, takich jak streszczenie kluczowych informacji

o *search fund*, opis modelu *search fund*, opis sposobów wyszukiwania firmy do przejęcia, w tym niezbędne zasoby do wykorzystania, potencjalne branże i/lub obszary geograficzne będące przedmiotem zainteresowania, kryteria dotyczące oceny atrakcyjności danej firmy, szczegółowy harmonogram z przewidywanymi datami zakończenia określonych działań, szczegółowy budżet wykorzystania kapitału na poszukiwanie, propozycje form inwestycji kapitału akwizycyjnego (np. dług podporządkowany i/lub kapitał własny), model finansowy pokazujący potencjalne zwroty z inwestycji w różnych scenariuszach przykładowego przejęcia, zarys potencjalnych metod dezinvestycji, podsumowanie osobistych doświadczeń założycieli *search fund* oraz podział przyszłych obowiązków [Dodson i in., 2013, s. 3].

W tym miejscu warto zaznaczyć, że Menedżerowie muszą nie tylko dobrze zaprezentować swoje doświadczenie i umiejętności, lecz także przekonać inwestorów do modelu *search fund*. W tym zakresie również dochodzi do znaczących różnic pomiędzy rynkiem w USA i Kanadzie a pozostałymi krajami. Dzięki ponad 35-letniej działalności *search funds* w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie Menedżerowie mają dostęp do baz inwestorów skoncentrowanych na inwestycjach w *search funds*, kwot kapitału instytucjonalnego skoncentrowanego na tych funduszach oraz listy odnoszących sukcesy Menedżerów *search funds*. Powyższe ma wpływ na czas niezbędny na pozyskanie kapitału na poszukiwanie. Na rynkach w USA i Kanadzie mediana liczby miesięcy, w których *search fund* pozyskał kapitał na poszukiwanie, wyniosła 3 miesiące w latach 2018–2019.

Na rynku poza USA i Kanadą Menedżerowie *search funds* muszą borykać się ze znacznie bardziej ograniczonymi zasobami finansowymi dedykowanymi temu modelowi finansowania oraz znacznie mniejszym zrozumieniem modelu *search fund* oraz różnic między *search fund* a *private equity* wśród potencjalnych inwestorów. Mediana liczby miesięcy, w których *search funds* pozyskały kapitał na poszukiwanie na rynkach poza USA i Kanadą, wyniosła 5 miesięcy w latach 2018–2019. Menedżer, który zebrał pierwszy *search fund* w Hiszpanii, opisał, że zebranie kapitału zajęło mu ponad 11 miesięcy, mimo że miał najwyższej klasy amerykańskie studia MBA i odbył staż w *search fund* w Stanach Zjednoczonych. Inwestorzy amerykańscy nie byli zaznajomieni z inwestowaniem w Hiszpanii, Menedżer musiał więc odbyć ponad 100 spotkań z lokalnymi i międzynarodowymi inwestorami, głównie jednak z Europy. W wielu przypadkach potencjalni inwestorzy nie rozumieli, do czego potrzebny jest kapitał na poszukiwanie i wskazywali, aby Menedżer wrócił do nich już z konkretną propozycją inwestycji, gdy będzie potrzebował kapitału akwizycyjnego. Potencjalni inwestorzy nie rozumieli również, czym model *search fund* różni się od tradycyjnego *private equity*. Taki scenariusz wydarzeń był powszechny wśród Menedżerów *search funds* poza USA i Kanadą, którzy opisywali konieczność poświęcenia znacznie większej ilości czasu na przekonanie inwestorów do samego modelu *search fund* niż na przekonanie ich do własnych kwalifikacji i doświadczenia. Z kolei w Indiach jeden z Menedżerów zdecydował się zamknąć swój *search fund* bez przejęcia żadnej firmy, ponieważ doszedł do wniosku, że lokalni inwestorzy szukali jedynie inwestycji w modelu *venture capital* [Kolarova i in., 2013, s. 11]. W ostatnich latach przybywa jednak inwestorów ze szczególnym nastawieniem na inwestycje w *search funds*.

Fundusze inwestujące w *search funds* pojawiły się w ostatnich latach m.in. w Niemczech, Hiszpanii i Wielkiej Brytanii, ułatwiając Menedżerom pozyskiwanie kapitału.

W praktyce Menedżerowie zazwyczaj muszą korzystać z szerokiej sieci potencjalnych inwestorów, aby zebrać kapitał na poszukiwanie. Często środki na ten cel pochodzą ze środków własnych oraz są pozyskiwane od przyjaciół i rodziny, współpracowników, wykładowców szkół biznesowych, właścicieli i kierowników firm, z którymi dotychczas współpracowali oraz inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. W zamian za kapitał na poszukiwanie każdy inwestor otrzymuje:

- 1) prawo, ale nie obowiązek, do udostępnienia *search fund* kapitału akwizycyjnego proporcjonalnie do udziału w kapitale na poszukiwanie,
- 2) konwersję kapitału na poszukiwanie na kapitał akwizycyjny.

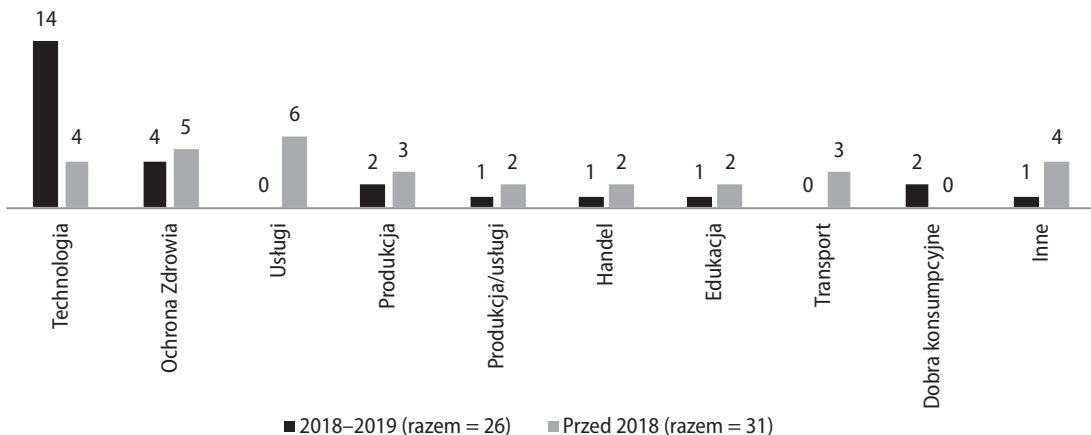
Większość Menedżerów szuka inwestorów, którzy mogą również służyć jako wysokiej jakości doradcy. Idealni inwestorzy mogą zaoferować fachowe wskazówki i porady w zakresie oceny i realizacji transakcji oraz zarządzania firmą, wspierać przedsiębiorcę podczas wzniołów i upadków procesu poszukiwań, pomagać w identyfikacji firm do przejęcia itd. W wielu przypadkach inwestorów przyciągają nie tylko potencjalne zyski finansowe z *search fund*, lecz także psychiczne korzyści wynikające z zaangażowania w pracę z młodym przedsiębiorcą.

Etapem drugim jest **poszukiwanie spółki, pozyskanie kapitału akwizycyjnego i finalizacja transakcji**. W porównaniu do pozyskiwania kapitału na poszukiwanie, poszukiwanie celu przejęcia i sfinalizowanie transakcji jest zwykle bardziej czasochłonne, a mediana liczby miesięcy przeznaczonych na ten etap wynosi 19. Znaczący wpływ na to ma otoczenie gospodarcze, charakterystyka branży, gotowość właścicieli biznesów do sprzedaży oraz kwestie regulacyjne. W zależności od złożoności transakcji może minąć od 3 do 12 miesięcy lub dłużej od momentu identyfikacji firmy do przejęcia do finalizacji transakcji. Europejskie *search funds* zwracają uwagę, że znacznie trudniej jest znaleźć odpowiednią spółkę na lokalnym, krajowym rynku danego kraju w Europie, niż np. w Stanach Zjednoczonych, ze względu na wielkość gospodarki i liczbę podmiotów gospodarczych [Kolarova i in., 2018, s. 29]. Niezwykle ważne jest duże zaangażowanie w proces poszukiwania spółki do przejęcia. Odmienne do funduszu *private equity*, *search fund* inwestuje tylko w jedną spółkę. Nie ma więc mowy o dywersyfikacji ryzyka portfelowego jak w przypadku funduszy *private equity*. Nie ma również mowy o synergiiach kosztowych czy przychodowych, które mogłyby wspomóc przejętą spółkę w szybkim rozwoju jak w przypadku inwestorów branżowych. Aby złagodzić ryzyko operacyjne i inwestycyjne, *search funds* zwykle koncentrują się na branżach, które nie podlegają szybkim zmianom technologicznym i prawnym, w których spółki prowadzą stosunkowo prostą działalność operacyjną na rozdrobnionych rynkach geograficznych i/lub produktowych. Poszukiwane są głównie firmy o stabilnej pozycji rynkowej z możliwościami dalszego rozwoju oraz o stabilnych przepływach pieniężnych, które zagwarantują odpowiedni poziom gotówki na rozwój biznesu i spłatę ewentualnego zadłużenia po transakcji [Center for Private, 2005, s. 4]. Do tych wytycznych dochodzi również duża dywersyfikacja klientów i dostawców. Kluczowym parametrem wyboru spółki przez *search fund* jest duża

powtarzalność przychodów [Kelly i in., 2016, s. 16–17]. Istotne jest jednak to, że w odróżnieniu do funduszy *private equity* i inwestorów branżowych, *search fund* nie oczekuje profesjonalnej kadry menedżerskiej w spółce przejmowanej, ponieważ to Menedżerowie po transakcji będą stanowić główne organy menedżerskie przedsiębiorstwa. Preferowane są również takie spółki, w których właściciel jest gotowy sprzedać 100% udziałów.

Warto teraz zwrócić uwagę na to, jakie branże cieszą się największym zainteresowaniem wśród *search funds*. Na rynkach w USA i Kanadzie w ostatnich latach najwięcej transakcji *search funds* przeprowadziły w branży technologicznej, ochronie zdrowia i w usługach. Z kolei, jak widać na rysunku 4, na rynku poza USA i Kanadą największym zainteresowaniem cieszy się branża technologiczna. W latach 2018–2019 ponad 60% transakcji *search funds* miało miejsce właśnie na tym rynku.

Rysunek 4. Główne branże, w jakie inwestowały *search funds* poza USA i Kanadą w latach 2018–2019 oraz przed 2018

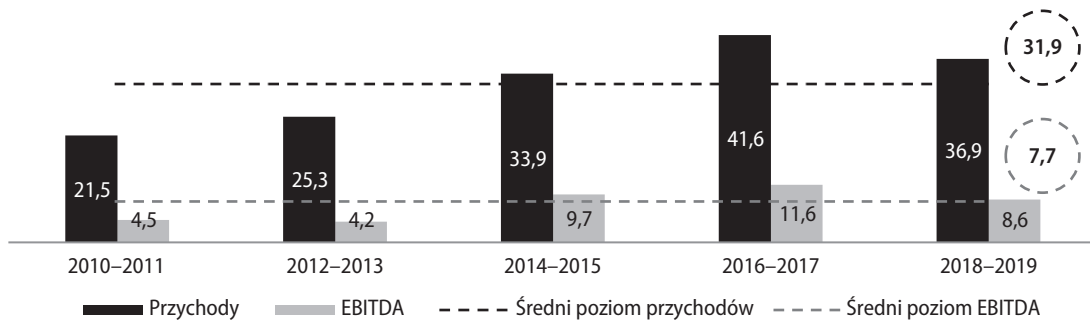


Źródło: opracowanie własne na podstawie [Kolarova i in., 2020, s. 10].

Podobnie do rynków w USA i Kanadzie, wysoce atrakcyjnymi branżami dla *search funds* w innych krajach są również ochrona zdrowia i usługi. Z kolei odmiennie do rynku w USA i Kanadzie, *search funds* w pozostałych krajach interesują się firmami produkcyjnymi. Tylko w latach 2018–2019 *search funds* poza USA i Kanadą przejęły tyle firm produkcyjnych, co amerykańskie i kanadyjskie *search funds* w latach 2014–2019. Należy tu również zwrócić uwagę, że w latach 2018–2019 przeprowadzonych zostało 26 transakcji *search funds* poza USA i Kanadą, a w latach poprzednich tylko 31. To pokazuje znaczny rozwój rynku *search fund* na tych rynkach.

Nie bez znaczenia dla *search funds* jest również kryterium wielkości przejmowanej spółki. W tym miejscu warto skorzystać z dwóch często stosowanych parametrów finansowych, czyli przychodów i wyniku EBITDA. Mediana poziomu przychodów i EBITDA spółki przejmowanej przez *search funds* poza USA i Kanadą zostały przedstawione na rysunku 5.

Rysunek 5. Mediana poziomu przychodów i EBITDA spółki przejmowanej przez *search funds* poza USA i Kanadą w latach 2010–2019 (mln PLN)



Źródło: opracowanie własne na podstawie [Kolarova i in., 2020, s. 25].

Przede wszystkim należy pamiętać, że środki finansowe pozyskane od inwestorów *search funds* co do zasady nie są na tyle duże, aby *search funds* mogły realizować miliardowe transakcje. Średnia mediana poziomu przychodów spółek przejmowanych w latach 2010–2019 to 9,1 mln USD, zaś poziomu EBITDA to 2,2 mln USD. Przy średnich kursach USD/PLN, powyższe oznacza, że *search funds* poza USA i Kanadą interesują się podmiotami o przychodach na poziomie około 31,9 mln PLN oraz 7,7 mln PLN EBITDA. Podsumowując, można jednak wskazać, że *search funds* są zainteresowane głównie małymi podmiotami, a firmy rodzinne w Polsce są głównie małymi i średnimi przedsiębiorstwami.

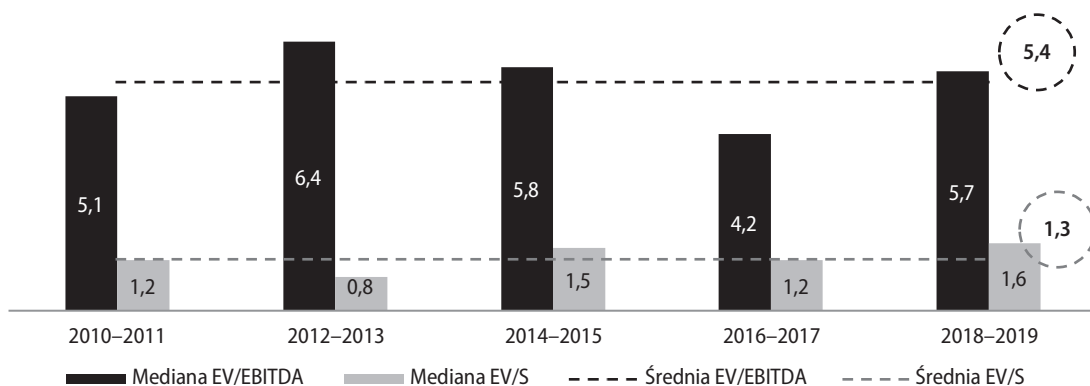
Z perspektywy *search funds* jak również sprzedających rozważających transakcję z *search fund* kluczową kwestią są wyceny transakcyjne proponowane przez tę grupę inwestorów. Na podstawie statystyk dotyczących transakcji przeprowadzonych przez *search funds* spoza USA i Kanady w latach 2010–2019 można wyciągnąć wniosek, że średni mnożnik z mediana EV/EBITDA przy transakcjach *search funds* wyniósł w analizowanym okresie 5,4, a mnożnik EV/S – 1,3, co zostało zaprezentowane na rysunku 6. Należy zaznaczyć, że wartość mnożnika EV/EBITDA jest zatem znacznie niższa niż średni mnożnik EV/EBITDA na rynku fuzji i przejęć w Polsce w latach 2010–2020, który wyniósł około 8,9¹. Z kolei wartość mnożnika EV/S jest wyższa niż średni mnożnik EV/S na rynku fuzji i przejęć w Polsce w latach 2010–2020, który wyniósł 1,0. Powyższe wnioski są jednak dużym uproszczeniem, ponieważ porównywane są dane rynku polskiego z rynkiem zagranicznym, w związku z brakiem odpowiednich danych statystycznych co do transakcji *search funds* w Polsce.

Warto zaznaczyć, że najczęściej używanym mnożnikiem w wycenach transakcyjnych jest mnożnik EV/EBITDA i na poziomie wartości tego mnożnika zauważalne są dysproporcje w wycenach biznesów przez *search funds* i innych inwestorów. Przede wszystkim wynika to z mniejszej wartości dysponowanego kapitału przez *search funds* w porównaniu do inwestorów *private equity* lub inwestorów branżowych. Po drugie fundusze *private equity* i inwestorzy

¹ Analiza własna na podstawie informacji podanych w portalu Mergermarket o transakcjach fuzji i przejęć w Polsce zrealizowanych w analizowanym okresie, w których warunki transakcji zostały ujawnione.

branżowi mają znacznie większe doświadczenie w realizacji transakcji fuzji i przejęć i są w stanie znacznie łatwiej pozyskać kapitał akwizycyjny w postaci np. długu bankowego. Po trzeciej inwestorzy branżowi często lepiej rozumieją perspektywy wzrostu biznesu i są w stanie zapłacić wyższą cenę m.in. z powodu synergii operacyjnych i kosztowych. Im większa firma i im wyższa oczekiwana wycena, tym większe prawdopodobieństwo, że zostanie ona sprzedana w ramach procesu aukcyjnego, w którym cena jest głównym parametrem wyboru inwestora i w których trudno jest konkurować *search funds* z funduszami *private equity* lub inwestorami branżowymi [A Primer on Search Funds, 2013, s. 35]. Po czwarte *search funds* są gotowe zaakceptować brak profesjonalizacji zarządzania, rozbudowanej struktury organizacyjnej czy doświadczonej kadry menedżerskiej. Ten czynnik również wpływa znacząco na niższą wycenę biznesów, ze względu na wycenę kapitału ludzkiego w przedsiębiorstwie. Często fundusze *private equity* i inwestorzy branżowi zupełnie nie będą zainteresowani przejęciem przedsiębiorstwa z brakami kadrowymi i lukami w strukturze organizacyjnej.

Rysunek 6. Mediana mnożnika EV/EBITDA i EV/S w transakcjach M&A *search funds* poza USA i Kanadą w latach 2010–2019



Źródło: opracowanie własne na podstawie [Kolarova i in., 2020, s. 25].

Kiedy cel zostanie zidentyfikowany, *search fund* powinien podjąć kolejne kroki w celu sfinalizowania transakcji; są w tym: złożenie oferty wstępnej, przeprowadzenie procesu *due diligence* spółki, organizacja finansowania dłużnego od podmiotów trzecich (np. banków), jeżeli transakcja będzie współfinansowana długiem, negocjacje struktury kapitału akwizycyjnego z inwestorami *search fund*, finalizacja struktury kapitału akwizycyjnego z uwzględnieniem wkładu Menedżerów oraz inwestorów, ustalenie terminu finalizacji transakcji oraz przejęcia zarządzania firmą przez Menedżerów. Po uzgodnieniu warunków cenowych, przeprowadzonym *due diligence* i realizacji wszystkich wskazanych powyżej kroków, dochodzi do finalizacji transakcji.

Etapem trzecim jest **rozwój spółki i budowanie wartości**. Jest to teoretycznie najdłuższy etap całego procesu inwestycyjnego i może trwać nawet do 10 lat. Po sfinalizowaniu przejęcia Menedżerowie zamykają *search fund* i tworzą nowy zarząd w przejętej firmie. Często również

przeprowadzają się wraz ze swoimi rodzinami w pobliże siedziby przejętej spółki. W ciągu pierwszych 6 do 18 miesięcy po przejęciu Menedżerowie zazwyczaj nie wprowadzają znaczących zmian w istniejącej firmie, zamiast tego koncentrują się na poznaniu jej wewnętrznych mechanizmów i szczegółów działania. Dopiero po dokładnym zapoznaniu się z codzienną działalnością spółki nowy zarząd wprowadza zmiany wedle własnego uznania. Zazwyczaj Menedżerowie tworzą strategię rozwoju przedsiębiorstwa i przeprowadzają działania zmierzające do wzrostu przychodów spółki, poprawy efektywności operacyjnej, odpowiedniego wykorzystania dźwigni finansowej, ekspansji organicznej, rozwoju przez dalsze akwizycje, inwestycje w obecną infrastrukturę, wykorzystania posiadanych kontaktów międzynarodowych w celu skalowania biznesu, profesjonalizacji zarządzania i struktury organizacyjnej firmy, profesjonalizacji działów finansowych itd. Po pomyślnej realizacji strategii rozwoju Menedżerowie mogą rozpocząć proces dezinwestycji.

Ostatni etap to **wyjście z biznesu**. Większość *search funds* jest zakładana z perspektywą długoterminową, na ogół dłuższą niż trzyletnia, a często nawet z perspektywą dziesięcioletnią. Mimo to inwestorzy i Menedżerowie w pewnym momencie chcą zrealizować zyski. W konsekwencji Menedżerowie powinni brać pod uwagę dostępne formy dezinwestycji. Po pierwsze cała firma może zostać sprzedana inwestorowi branżowemu lub inwestorowi finansowemu. Po drugie Menedżerowie mogą zechcieć wykupić udziały inwestorów i stać się wyłącznymi właścicielami biznesu. Spółkę można również wprowadzić na giełdę, gdzie w ramach IPO sprzedane zostaną akcje, np. wyłącznie inwestorów. Możliwości jest wiele, przy czym Menedżerowie powinni mieć koncepcję wyjścia z biznesu już na etapie wstępnych rozmów ze spółkami do przejęcia. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że stopy zwrotu z inwestycji *search funds* są wysokie. *Search funds* osiągnęły historycznie wskaźnik ROI na poziomie 2,8x oraz IRR powyżej 33% [Kolarova i in., 2016, s. 9].

Jak zostało wskazane wcześniej, Menedżerowie i *search fund* mają do pokonania wyjątkową drogę od momentu pozyskiwania kapitału na poszukiwanie po wyjściu z biznesu. Prezentując *search funds*, należy również zwrócić uwagę na cechy charakterystyczne tych podmiotów, które odróżniają je od innych grup inwestorów aktywnych na rynku fuzji i przejęć. Cechy te zostały przedstawione w tabeli 1.

Tabela 1. Porównanie *search funds* do innych grup inwestorów

Obszar	<i>Search fund</i>	Inwestor branżowy	<i>Private equity</i>	Wykup menedżerski
Budowanie wartości	Wzrost wartości biznesu oraz poprawa działalności operacyjnej	Integracja i synergie, w tym synergie kosztowe	Inżynieria finansowa i nadzór strategiczny	Wzrost wartości biznesu / inżynieria finansowa (w zależności od źródła finansowania)
Koncentracja	Na rozwoju i budowaniu wartości	Na przejęciu aktywów	Na maksymalizacji stopy zwrotu	Na rozwoju i budowaniu wartości / maksymalizacji stopy zwrotu (w zależności od źródła finansowania)

cd. tabeli 1

Obszar	<i>Search fund</i>	Inwestor branżowy	<i>Private equity</i>	Wykup menedżerski
Horyzont inwestycyjny	Długoterminowy (nie jest określony termin wyjścia z biznesu, ale do około 10 lat)	Różnie	3–5 lat	Nieokreślony (zależy m.in. od źródeł finansowania)
Źródło finansowania	Inwestorzy indywidualni i instytucjonalni specjalizujący się w rozwoju małych i średnich biznesów	Środki własne i publiczne	Inwestorzy instytucjonalni	Fundusze <i>private equity</i> , inwestorzy indywidualni, finansowanie dłużne
Zaangażowanie	Jedyna inwestycja: pełne zaangażowanie w zarządzanie biznesem	Jedna z wielu jednostek biznesowych	Jedna z wielu spółek portfelowych	Zazwyczaj jedna inwestycja i pełne zaangażowanie w zarządzanie
Zarządzanie biznesem	Bezpośrednio przez założycieli <i>search fund</i>	Oczekiwana kadra menedżerska w spółce przejmowanej i jej pozostanie w biznesie po transakcji lub rekrutacja menedżerów zewnętrznych	Oczekiwana kadra menedżerska w spółce przejmowanej i jej pozostanie w biznesie po transakcji lub rekrutacja menedżerów zewnętrznych	Bezpośrednio przez menedżerów realizujących wykup
Struktura transakcji	Elastyczna w zależności od oczekiwań właściciela (preferowane 100%)	Struktura zabezpieczająca ryzyko inwestora i przyszłą działalność	Uzależniona od struktury funduszu i dźwigni finansowej	Elastyczna w zależności od oczekiwań właściciela (preferowane 100%)
Czynnik czasu	Koncentracja na finalizacji pojedynczej transakcji tak szybko, jak to możliwe	Niezbędne pozyskanie zgód komitetów inwestycyjnych oraz zarządów	Zasoby zaangażowane w wiele transakcji oraz niezbędne pozyskanie zgody komitetu inwestycyjnego	Elastyczny, uzależniony od źródeł finansowania
Utrzymanie pracowników	Krytyczny aspekt strategii rozwoju biznesu	Różnie	Różnie	Istotny
Utrzymanie marki/firmy	Tak	Zależy	Tak	Tak
Rola właściciela po sprzedaży	Elastyczna: może być doradcą menedżerów lub całkowicie wycofać się z biznesu	Taka jak dotychczas lub wycofanie z biznesu	Taka jak dotychczas ze zwiększoną odpowiedzialnością oraz wymogami raportowania	Elastyczna: może być doradcą Menedżerów lub całkowicie wycofać się z biznesu

Źródło: opracowanie własne na podstawie analiz własnych oraz [<https://www.hahnbeck.com/blog/2017/7/12/what-is-a-search-fund>].

Z perspektywy właściciela firmy rodzinnej, który rozważa *search fund* za potencjalnego inwestora dla swojego biznesu, warto zwrócić uwagę na kilka specyficznych cech, które znacznie wyróżniają *search funds* na tle pozostałych inwestorów i sprawiają, że *search funds* wręcz poszukują biznesów rodzinnych.

1. Dalszy rozwój biznesu bezpośrednio przez właściciela – Menedżerowie stają się właścicielami przejętego biznesu. Jest to ich jedyny biznes i jedyna praca. Menedżerowie są zatem

wysoce zmotywowani, aby zachować stabilną sytuację firmy po przejęciu i rozwijać ją w przyszłości. Daje to poczucie komfortu sprzedającemu, że po transakcji jego biznes nie będzie małą częścią dużej korporacji, a będzie najważniejszym biznesem dla nowych właścicieli. Menedżerowie będą jednocześnie właścicielami i kluczowymi menedżerami przejętej firmy, co jest często zbieżne z sytuacją w firmach rodzinnych, w których właściciel jest zarazem głównym menedżerem.

2. Przejęcie zarządzania po transakcji przez Menedżerów – założyciele *search fund* zazwyczaj przeprowadzającą się w miejsce blisko siedziby biznesu, aby nim aktywnie zarządzać każdego dnia. Umożliwia to wycofanie się dotychczasowego właściciela z biznesu i oznacza brak oczekiwań *search fund* co do profesjonalizacji zarządzania przedsiębiorstwem i rozbudowanej struktury organizacyjnej przed transakcją. Profesjonalizacja i działania optymalizujące działalność operacyjną zostaną przeprowadzone przez Menedżerów po transakcji w ramach przygotowania spółki do późniejszej dezinwestycji.
3. Zainteresowanie przejęciem 100% biznesu – *search fund* co do zasady przejmuje 100% biznesu, umożliwia więc właścicielom jednorazowe wyjście z inwestycji.
4. Budowanie wartości – *search fund* buduje wartość biznesu przez nie tylko poprawę wyników finansowych i inwestycje, lecz także profesjonalizację procesów wewnętrznych i inne działania rozwijające organizację firmy.
5. Utrzymanie pracowników – właściciele firmy rodzinnej są członkami lokalnej społeczności, która z kolei często jest główną siłą roboczą w biznesie rodzinnym. Dla właścicieli firm rodzinnych niezwykle ważne jest, aby po transakcji pracownicy nadal mieli pracę. Dla *search funds* również niezwykle ważne jest utrzymanie pracowników po transakcji i rozwój biznesu wspólnie z nimi.
6. Utrzymanie marki – z perspektywy właściciela firmy rodzinnej, który budował markę przez wiele lat, często bardzo ważne jest zachowanie marki po sprzedaży biznesu. Dla *search funds* rozpoznawalność marki jest również bardzo ważna w celu dalszego rozwoju biznesu (przez jej dotychczasową rozpoznawalność i jej wzrost).

Na podstawie powyższych analiz można wyciągnąć wniosek, że *search fund* jest typem inwestora, który jest w stanie zaakceptować specyficzne cechy firm rodzinnych, a nawet ich poszukuje. Co więcej, *search fund* jako inwestor może spełniać szereg oczekiwań właściciela firmy rodzinnej, który chce sprzedać biznes w związku z brakiem sukcesji. Powyższe powoduje, że sprzedaż firmy rodzinnej na rzecz *search fund* można zakwalifikować do grona możliwych form dezinwestycji właścicieli firmy rodzinnej w obliczu braku sukcesji.

Mając na uwadze przedstawioną powyżej charakterystykę *search funds* oraz wysoką skalę problematyki braku sukcesji w Polsce, warto zwrócić uwagę na aktywność tego rodzaju inwestorów w Polsce oraz perspektywy tego rynku.

Polski rynek *search fund* jest stosunkowo młody i niewielki, choć systematycznie się rozwija. Pierwszym *search fund* w Polsce był Nextline, założony w 2018 r. (warto w tym miejscu przypomnieć, że pierwszy *search fund* powstał w USA w 1983 r., a pierwszy *search fund* na rynku poza USA i Kanadą – w 1992 r.). Również w 2018 r. przy współpracy Nextline

na stronie „Pulsu Biznesu” pojawiła się publikacja *Search Fund rozwiązuje problem sukcesji* [<https://www.pb.pl/search-fund-rozwiazuje-problem-sukcesji-940544>]. Celem publikacji było dotarcie do szerszego grona odbiorców i przedstawienie *search fund* jako nowego podmiotu inwestycyjnego na polskim rynku kapitałowym. W 2019 r. powstał kolejny *search fund* o nazwie MWI. W następnym roku powstały już dwa *search funds* – na początku 2020 r. KCP, zaś pod koniec tego roku – Stability Capital. Można oczekiwać dalszego wzrostu liczby *search funds* w Polsce z uwagi na coraz większą podaż firm rodzinnych potencjalnie na sprzedaż z powodu braku sukcesji, a także dzięki coraz większej świadomości co do modelu *search fund* w Europie, co z kolei przekłada się na łatwiejszy dostęp do kapitału.

Z grona wymienionych *search funds* na rynku w Polsce pierwszy z nich, czyli Nextline, dokonał w 2020 r. przejęcia spółki. MWI, KCP oraz Stability są na etapie poszukiwania podmiotu do przejęcia. Rozwój rynku *search fund* w Polsce zaprezentowano w tabeli 2.

Tabela 2. Status *search funds* w Polsce na dzień 31.12.2020 r.

<i>Search fund</i>	Rok powstania	Status	Spółka portfelowa
Nextline	2018	Rozwija spółkę	VFX Motion
MWI	2019	Na etapie poszukiwania	–
KCP	2020	Na etapie poszukiwania	–
Stability	2020	Na etapie poszukiwania	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonej analizy rynku.

3.1. Profil MWI

MWI to fundusz działający w modelu *search fund*, który został założony w 2019 r. przez M. Wrzosa wspieranego przez grupę 15 inwestorów z Polski, Niemiec, Hiszpanii, Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych. Fundusz dysponuje kapitałem do 10 mln EUR. Celem MWI jest przejęcie 70–100% udziałów tylko jednego, średniej wielkości przedsiębiorstwa z siedzibą w Polsce, posiadającego unikalny produkt lub usługę, generującego powtarzalne przychody oraz posiadającego lojalną grupę klientów. Kluczowe kryteria inwestycyjne to:

- 1) od 4 do 10 mln PLN wyniku EBITDA,
- 2) dowolna branża, z preferowaniem specjalistycznych usług biznesowych lub niszowej produkcji,
- 3) niskie potrzeby związane z nakładami inwestycyjnymi i nakładami na kapitał obrotowy,
- 4) duży udział powtarzalnych przychodów i mała koncentracja klientów,
- 5) spółka nie może być we wczesnej fazie rozwoju lub wymagać restrukturyzacji.

3.2. Profil KCP

KCP został założony w 2020 r. przez M. Kołatę. Inwestorami KCP jest grupa kilkunastu przedsiębiorców, managerów i inwestorów z Polski, Niemiec, Szwajcarii, Stanów Zjednoczonych, Kanady i Hiszpanii, takich jak Istria Capital², Vonzeo Capital czy AI Global. Celem KCP jest przejęcie, zarządzanie i budowanie wartości wybranej, jednej firmy w Polsce. KCP poszukuje spółki stabilnej finansowo, która prowadzi działalność na terenie Polski oraz:

- 1) posiada wyraźną przewagę konkurencyjną i potencjał do wzrostu,
- 2) ma zdywersyfikowaną bazę klientów i wysoki udział powtarzalnych przychodów,
- 3) działa w branży perspektywicznej z punktu widzenia trendów strukturalnych i demograficznych,
- 4) generuje wynik EBITDA na poziomie między 3 a 16 mln PLN oraz marżę EBITDA nie niższą niż 10%.

3.3. Profil Stability Capital

Stability Capital został założony pod koniec 2020 r. przez P. Malon i M. Jakubówa. Fundusz poszukuje jednej spółki, którą przejmie, a jego założyciele obejmą w niej zarządzanie. Kryteria inwestycyjne funduszu to:

- 1) skala przychodów biznesu w wysokości od 30 do 200 mln PLN, zysk operacyjny na poziomie wyższym niż 10 mln PLN i rentowność zysku operacyjnego powyżej 10%;
- 2) branża wzrostowa, o niewielkiej cykliczności i z wysokimi barierami wejścia;
- 3) model biznesowy uwzględniający powtarzalne przychody od stabilnej grupy klientów; niskie nakłady kapitałowe.

4. Studium przypadku: sprzedaż firmy rodzinnej MotionVFX na rzecz *search fund*

4.1. Profil MotionVFX

MotionVFX to firma opracowująca wtyczki i szablony do oprogramowania do edycji wideo Apple macOS. Zgodnie z informacjami podanymi przez portal Mergermarket w czerwcu 2020 r., firma została założona przez S. Musiaka w 2010 r. i w ostatnich latach generowała około 5 mln USD przychodów przy wysokiej marży EBITDA. Firma zatrudniała 26 pracowników. W firmie pracowała również żona właściciela, w związku z czym MotionVFX został zakwalifikowany do grona firm rodzinnych. W 2020 r. MotionVFX rozpoczął poszukiwanie inwestora.

² Pierwszy w Unii Europejskiej fundusz inwestujący w *search funds* na całym świecie.

4.2. Profil Nextline

Nextline został założony w 2018 r. przez A. Basiukiewicza i W. Korpala. Fundusz był zainteresowany przejęciem spółki stabilnej finansowo, w branży produkcyjnej lub usługach B2B. Profil idealnej spółki opisywany przez Nextline obejmował następujące parametry:

- 1) spółka, której właściciel szuka wyjścia z biznesu i/lub odsunięcia się od codziennych obowiązków,
- 2) działalność w rosnącej i dochodowej branży z niewielką walką między konkurencją, przy czym preferowane branże to zaawansowana produkcja dóbr przemysłowych lub konsumpcyjnych, usługi B2B lub specjalistyczne, niszowe technologie,
- 3) wiodąca pozycja na rynku, dywersyfikacja klientów, możliwości dalszego rozwoju,
- 4) od 20 do 100 mln PLN przychodów i od 6 do 12 mln PLN EBITDA.

4.3. Informacje o transakcji

W ramach transakcji Nextline przejął MotionVFX od dotychczasowego właściciela. Wartość i warunki transakcji nie zostały ujawnione. Oczekiwania wcześniejszego właściciela idealnie wpisywały się z podejście *search fund* – właściciel chciał sprzedać biznes i od razu wycofać się z aktywnego zarządzania przedsiębiorstwem, co było problematyczne dla innych grup inwestorów.

5. Podsumowanie

Firmy rodzinne mają niewątpliwie olbrzymie znaczenie dla polskiej gospodarki. Odpowiadają za około 40% polskiego PKB i zapewniają ponad 3 mln miejsc pracy. Podmiotów takich jest około 1,7 mln, a zaledwie 8,1% tych firm ma sukcesora w kręgu rodzinnym. Ze względu na znaczenie firm rodzinnych dla polskiej gospodarki oraz masowy problem braku sukcesji niezwykle ważne jest poznanie oraz zrozumienie wszystkich możliwych form dezinwestycji właściciela firmy rodzinnej w obliczu braku sukcesji.

Przedstawiona w artykule charakterystyka *search funds*, geneza ich powstania oraz cechy tej grupy inwestorów pozwalają wysunąć wniosek, że teoretycznie *search funds* są inwestorami wręcz stworzonymi dla polskich firm rodzinnych, które znalazły się w obliczu braku sukcesji rodzinnej. Z kolei zaprezentowane studium przypadku, w którym pierwsza w Polsce i jedyna w 2020 r. transakcja *search funds* polegała na przejęciu firmy rodzinnej, dodatkowo potwierdza w praktyce, że *search funds* należy zaklasyfikować do grupy inwestorów zainteresowanych polskimi firmami rodzinnymi, a sprzedaż przedsiębiorstwa rodzinnego na rzecz *search fund* powinna na trwałe znaleźć się w katalogu możliwych form dezinwestycji właściciela firmy rodzinnej w obliczu braku sukcesji. Jest to informacja ważna zarówno dla

właścicieli firm rodzinnych, jak i dla badaczy zajmujących się tematyką przedsiębiorczości rodzinnej, zagadnieniem braku sukcesji czy rynku kapitałowego.

Przeprowadzone analizy wykazały również, że *search funds* proponują znacznie niższe wyceny transakcyjne na podstawie najpopularniejszego w praktyce mnożnika EV/EBITDA od średnich poziomów tego mnożnika na rynku. Z drugiej jednak strony ta grupa inwestorów akceptuje pewne parametry spółki przejmowanej, które nie są akceptowalne przez inne grupy inwestorów, np. brak profesjonalnej kadry zarządzającej. Menedżerowie *search funds* są zainteresowani przejęciem 100% wybranego biznesu, przez co stają się właścicielami przejętego przedsiębiorstwa. Jest to ich jedyna praca i jedyny biznes, który chcą rozwijać. Daje to poczucie komfortu sprzedającemu, że po transakcji jego biznes nie będzie małą częścią dużej korporacji lub konkurencji, a będzie najważniejszym biznesem dla nowych właścicieli.

Mimo że rynek *search fund* w Polsce jest jeszcze młody i niewielki, to, mając na uwadze skalę problematyki braku sukcesji w Polsce, należy podkreślić, że rynek ten ma znaczny potencjał dalszego rozwoju. Z perspektywy badań nad rynkiem *search fund* w Polsce ciekawe wydaje się prowadzenie analiz na wzór badań prowadzonych przez zagranicznych autorów, które skoncentrowane byłyby na liczbie *search funds* w Polsce, ich źródłach finansowania, branżach, w jakie inwestują, w tym z perspektywy przejęć firm rodzinnych, wycen transakcyjnych oraz realizowanych form dezinwestycji w przyszłości.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte i artykuły prasowe

1. Andrzejewski M. [2011], *Ryzyko w zarządzaniu firmą rodzinną*, w: *Firmy rodzinne – determinanty funkcjonowania i rozwoju. Współczesne aspekty zarządzania*, red. Ł. Sułkowski, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi, Łódź.
2. *A Primer on Search Funds, A Practical Guide to Entrepreneurs Embarking on a Search Fund* [2013], Stanford Graduate School of Business, Stanford.
3. *Badanie firm rodzinnych 2016, firmy rodzinne w obliczu zmian* [2016], PWC i Instytut Biznesu Rodzinnego, <https://www.pwc.pl/pl/pdf/firmy-rodzinne-raport-pwc-2016.pdf>
4. Bednarski D. [2018], *Przyszłość mojej firmy*, Kunkle Poligrafia, Poznań.
5. Bernard B. [1975], *The Development of Organization Structure in the Family Firm*, „Journal of General Management”, vol. 3.
6. Bilicka M., Ratajczyk M., Szymkowiak R., Walczak D. [2018], *Zmiana warty, Praktycznie o sukcesji w Twojej firmie*, PragmatIQ, Poznań.
7. Center for Private Equity and Entrepreneurship [2005], *Note on Search Fund*, Tuck School of Business at Dartmouth.
8. Chrisman J.J., Chua J.H., Litz R.A. [2004], *Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence*, „Entrepreneurship Theory and Practice”, vol. 28 iss. 4.

9. Davis M.H. [1983], *Measuring Individual Differences in Empathy: Evidence for a Multidimensional Approach*, „Journal of Personality and Social Psychology”, 44(1).
10. Dennis J., Laseca E. [2016], *The Evolution of Entrepreneurship through Acquisition*, University of Chicago Booth School of Business. Chicago.
11. DeTienne D., Cardon M. [2012], *Impact of Founder Experience on Exit Intentions*, „Small Business Economics”, t. 28, nr 4.
12. Dodson D., Kelly P., Grousbeck H.I., Luther J., Rosenthal S. [2013], *Search Funds – 2013: Selected Observations*, Stanford Graduate School of Business, Stanford.
13. Dźwigoł-Barosz M. [2019], *Specyfika przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce*, „Studia i Prace Wydziału Ekonomii, Finansów i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 52/1.
14. Filipczak S. [2018], *Giełda dla firm rodzinnych: Pozyskiwanie kapitału i zarządzanie majątkiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
15. Frishkoff P.A. [1995], *Understanding Family Business: What is a Family Business?*, Oregon State University, Family Business Program.
16. Handler W.C. [1989], *Methodological Issues and Considerations in Studying Family Businesses*, „Family Business Review”, nr 2.
17. Jeżak J., Popczyk W., Winnicka-Popczyk A. [2004], *Przedsiębiorstwo rodzinne, funkcjonowanie i rozwój*, Difin, Warszawa.
18. Kayser G., Wallau F. [2002], *Industrial Family Businesses in Germany-situation and Future*, „Family Business Review”, vol. 15, iss. 2.
19. Kelly P., Dodson D., Grousbeck H.I., Pohlmeier S., Rosenthal S. [2016], *2016 Search Fund Study: Selected Observations*, Stanford Graduate School of Business, Stanford.
20. Kelly P., Grousbeck H.I., Yoder A., Rosenthal S. [2018], *2018 Search Fund Study: Selected Observation*, Stanford Graduate School of Business, Stanford.
21. Kelly P., Heston S. [2020], *2020 Search Fund Study: Selected Observations*, Stanford Graduate School of Business, Stanford.
22. Klein S.B. [2000], *Family Business in Germany: Significance and Structure*, „Family Business Review”, t. 13, nr 3.
23. Klimek J. [2016], *Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie przedsiębiorstw rodzinnych w Europie jako źródła ponownego wzrostu gospodarczego i lepszych miejsc pracy*, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej.
24. Kolarova L., Kelly P., Dávila A., Johnson R. [2020], *International Search Funds – 2020: Selected Observations*, IESE Business School, <https://media.iese.edu/research/pdfs/ST-0603-E.pdf>
25. Kolarova L., Kelly P., Dávila A., Johnson R. [2018], *International Search Funds – 2018: Selected Observations*, IESE Business School, <https://awaytolearn.iese.edu/wp-content/uploads/2018/09/2018-Intl-Search-Fund-Study.pdf>
26. Kolarova L., Kelly P., Dávila A., Johnson R. [2016], *International Search Funds – 2016: Selected Observations*, IESE Business School, <https://media.iese.edu/research/pdfs/ST-0415-E.pdf>
27. Kolarova L., Kelly P., Dávila A., Johnson R. [2013], *International Search Funds – 2013: Selected Observations*, IESE Business School, <https://media.iese.edu/research/pdfs/ST-0342-E.pdf>
28. Kołodkiewicz I., Wojtyra M. [2016], *Entrepreneurial Exit: Research Perspectives and Challenges*, „Problemy Zarządzania”, vol. 14, nr 3(62), t. 2.

29. Kowalewska A. [2009], *Firmy rodzinne w polskiej gospodarce – szanse i wyzwania*, PARP, Warszawa.
30. Lewandowska A., Andrzejczak P., Stradomski M. [2017], *Narodziny firmy rodzinnej. Jak mądrze zaplanować sukcesję i przekazać biznes następcom*, Instytut Biznesu Rodzinnego, Poznań.
31. Lewandowska A., Tylczyński Ł. [2017], *Barometr sukcesyjny – ścieżki kariery pokolenia Next Generation w polskich firmach rodzinnych*, Instytut Biznesu Rodzinnego, Poznań.
32. Lewandowska A., Węcek-Janka E., Hadyś-Nowak A., Wojewoda M., Tylczyński Ł. [2016], *Firma rodzinna to marka*, Instytut Biznesu Rodzinnego, Poznań.
33. Lipman F. [2018], *Business Exit Strategy. Family-Owned and Other Business*, World Scientific Publishing, New Jersey.
34. McConaughy D.L., Walker M.C., Henderson Jr. G.V., Mishra C.S. [1998], *Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value*, „Review of Financial Economics”, t. 7.
35. Skowrońska A., Zakrzewski R. [2020], *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, PARP, Warszawa.
36. Sosnowski T. [2014], *Dezynwestycje funduszy Private Equity metodą IPO*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
37. Stem M.H. [1986], *Inside the Family-Held Business*, Harcourt Brace Jovanovich, New York.
38. Szelańska A. [2012], *Współczesna bankowość inwestycyjna*, CeDeWu, Warszawa.
39. Winnicka-Popczyk A. [2016], *Finansowanie innowacji w polskich firmach rodzinnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
40. Zajkowski R. [2018], *Transfery władzy, własności i wartości w przedsiębiorstwach rodzinnych. Efekt drugiego pokolenia*, C.H. Beck, Warszawa.

Materiały internetowe

1. <https://mwi.com.pl/pl/index.html>
2. <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/centers-initiatives/ces/research/search-funds>
3. <https://www.iese.edu/entrepreneurship/search-funds/>
4. <https://www.kcapital.pl/>
5. <https://www.pb.pl/search-fund-rozwiazuje-problem-sukcesji-940544>
6. <https://www.stability.pl/>

The Profile of Search Funds as Investors for Family Businesses in the Face of Succession Crisis in Poland

Summary

The paper aims to analyze *search funds*, a new group of investors in the capital market in Poland which, at the same time, is a group of potential investors for family businesses facing succession crisis. The theoretical section of the paper discusses the relevance of family businesses for the Polish economy and the scale of succession issues. The origin of an investment vehicle such as a *search fund* is discussed together with its profile which, in theory, makes this group of investors an almost ideal match for family businesses where there is no family succession. The empirical part is a case study that explores the act of selling a Polish family company to a *search fund*, the first and the only one transaction of this kind in Poland reported by the end of 2020. Findings from conducted analyses have demonstrated that selling a family company to a *search fund* should become a permanently available option and an acceptable form of disinvestment in the face of succession crisis.

Keywords: search fund, family business, succession
