

Capitalul de risc si firmele românești

Asist. Giani GRADINARU

Catedra Analiza Statistica si Evaluare, A.S.E. Bucuresti

Fondurile de capital de risc sunt parteneri financiari. În mod normal, spre deosebire de investitori strategici, fondurile de capital de risc nu prezintă în portofoliul lor afaceri similare și nu operează activități similare cu cele a societăților în care investesc. Principala investiție a unui fond de capital de risc se face nu în utilaje sau produse ci în managementul firmei. Sursa câștigurilor fondului de capital de risc o reprezintă creșterea rapidă a societății în care s-a investit. La intrarea în acționariatul unei firme fondurile de capital de risc preferă cote de participare minoritare, chiar dacă o asemenea poziție minoritară face procesul de management mai dificil. Articolul va evidenția aspecte referitoare la politica fondurilor de capital de risc pe piața românească, o piață aflată într-un lung și anevoios proces de tranziție.

Cuvinte cheie: *investitor financiar, investitor strategic, capital de risc, rata de recuperare.*

Întreprinzătorii, indiferent de forma lor de organizare, aflați în căutare de finanțare, ar putea beneficia de mai multă atenție din partea investitorilor dacă ar putea conștientiza faptul că relațiile lor cu potențialii investitori nu sunt de natură "comercială". De multe ori, întreprinzătorii tind să-i abordeze pe potențialii investitori pornind de la experiența lor cu clienții firmei. În realitate, în încercarea lor de a obține capital, întreprinzătorii se adresează unei piețe, piața de capital, careia îi prezintă spre atenție un pachet de produse financiare. Pe această piață funcționează și fondurile de capital de risc care oferă finanțare firmelor mici și mijlocii fără a solicita în schimb garanții materiale.

Avantajul concurențial major al capitalului de risc față de investitorii strategici constă în maniera în care este abordat procesul de dezvoltare a societăților în care se investește. Fondurile de capital de risc sunt parteneri financiari. În mod normal, spre deosebire de investitori strategici, fondurile nu prezintă în portofoliul lor afaceri similare și nu operează activități similare cu cele a societăților în care investesc. Investitorii strategici și fondurile de capital de risc prezintă orizonturi de timp diferite în privința investiției într-o societate. Odată ce a investit într-o societate, investitorul strategic urmărește să-și mențină cota sa de participare (de cele mai multe ori este

vorba despre o cotă de participare majoritară), în mod perpetuu. Din acest punct de vedere, obiectivul fondurilor de capital de risc este exact opus, având o strategie de exit clară.

Principala investiție a unui fond de capital de risc se face nu în utilaje sau produse ci în oamenii care promovează proiectul (managementul firmei). Un studiu statistic arată că 67% dintre investitori consideră că factor prioritar, ca echipă de conducere trebuie să fie capabilă să desfășoare un efort susținut; tot 67% din investitori au apreciat drept prioritară cunoașterea pieței de către echipa de conducere; 31% din investitori consideră că pe primul loc se situează calitățile de lider ale întreprinzătorului și în mod oarecum surprinzător, doar 28% consideră drept principal factor de succes câștigurile din investiție. Pentru a-și capta interesul investitorului, întreprinzătorul trebuie să demonstreze o cunoaștere a sectorului de activitate și a operațiunilor firmei, capacitate de a prezenta afacerea în mod convingător, o cunoaștere a alternativelor de finanțare prin investiții de capital, capacitatea de a diminua percepția riscului de către investitor.

Fiecare etapă din ciclul de viață a unei firme are propriile sale criterii de finanțare. Acestea sunt adaptate de specialiștii în capital de risc, în funcție de condițiile pieței de capital de risc. Este evident că pe ma-

sura ce firma se gaseste într-un stadiu mai timpuriu, riscurile sunt mai mari. Implicit si câstigul urmarit de fond este mai mare, în acelasi sens crescând si cota de participare la capitalul social. Statisticile din tarile dezvoltate arata ca politica fondurilor de capital de risc în privinta fondurilor investite ar fi vânzarea la un pret de 10-12 ori mai mare a actiunilor dupa 5-7 ani de la investitie în cazul firmelor noi si vânzarea la un pret de 5-7 ori mai mare a actiunilor dupa 4-5 ani la firmele ceva mai mature. Dupa cum se poate constata, nivelul câstigului urmarit de un fond de capital de risc este ridicat. Acest lucru se explica prin aceea ca nu toate investitiile se dovedesc a fi la fel de profitabile. Practic fondul finanteaza si societati în care pierde întreaga suma investita. Pentru ca un fond sa fie profitabil trebuie sa se accepte ipoteza dupa care circa 50% din societatile în care s-a investit vor realiza un profit minim, alte 25% vor fi vândute sau lichidate, înregistrându-se pierderi nete, ramânând 25% din societati, din care doar jumătate vor putea fi cotate (deci din totalul portofoliului fondului doar 12,5%). Aceste "stele" trebuie sa genereze o rata compusa de recuperare de peste 60-120%. Astfel, un fond de capital de risc dintr-o tara dezvoltata trebuie sa-si propuna o rata de recuperare de 20%. În economiile aflate în proces de stabilizare, ca urmare a riscurilor mai mari, este normal ca aceasta rata de recuperare medie sa fie mai ridicata. Din multimea firmelor care solicita finantare, fondul de capital de risc este atras de firmele care demonstreaza capacitate de a genera cash si care fie dispun de o pozitie concurentiala puternica si care poate fi mentinuta, fie tintesc catre aceasta pozitie. Pe de alta parte, se pune problema tendintelor pietei si ale sectorului de activitate. Fondul va fi mai putin atras de piete mature sau în declin. Totodata, ca urmare a faptului ca oferta fondului se adreseaza firmelor aflate în crestere (care sunt de regula relativ mici), intrarea pe piata a unui concurent puternic, face proiectul mai putin atractiv. Practic, atunci când o asemenea intrare im-

plica o firma deosebit de puternica, fondul renunta imediat la proiectul respectiv. Pe de alta parte, fondul poate analiza si finanta firme aflate în stadiu de proiect, cu conditia ca acestea sa fie promovate de întreprinzatori cu experienta în domeniu. Evident, în acest caz întreprinzatorii trebuie sa convinga pe investitor ca au dorinta si posibilitatea de a investi ei însisi în proiect. În functie de atractivitatea proiectului, fondul poate investi si în întreprinderi mature. Fondul este interesat în pastrarea cotei sale de participare o perioada limitata de timp, dupa care iese din structura actionariatului. Câstigurile fondului provin din diferenta între pretul de vânzare al actiunilor sale, realizat la iesire si pretul de intrare care este platit de fond în momentul în care finanteaza societatea.

Fiecare fond își defineste perioada de participare în societatile în care a investit. În anumite cazuri, iesirea se poate realiza mai devreme sau mai târziu fata de termenul planificat. De cele mai multe ori se iese mai devreme în cazul în care apar oportunitati neasteptate privind vânzarea actiunilor detinute de fond în cazul în care pretul este bun. Se mai poate decide iesirea "prematura" din structura actionariatului atunci când se constata ca nu este posibil sa se realizeze parametrii planului de afaceri, în acest ultim caz pretul de vânzare putând fi chiar mai mic decât cel de achizitie. Amânarea iesirii fondului dintr-o afacere poate fi consecinta faptului ca mediul de afaceri a emis semnale pozitive privind potentialul de crestere în continuare a sectorului de activitate sau a firmei în care s-a investit. Desigur, o asemenea întârziere poate fi determinata si de faptul ca la momentul respectiv nu au fost identificati cumparatori care sa ofere un pret convenabil. În ambele situatii, fondul amâna decizia de iesire în speranta obtinerii unui pret semnificativ mai mare.

De fapt, sursa câstigurilor fondului o reprezinta cresterea rapida a societatii. Fondul de capital de risc este un investitor activ, implicat în procesul de adaugare de valoare firmei. Aceasta se realizeaza prin participa-

rea sistematica la procesul de management strategic si prin facilitarea programelor de instruire a personalului si a activitatilor de consultanta în favoarea firmei.

De cele mai multe ori, capitalul de risc este remunerat prin câstigul obtinut prin valorificarea actiunilor detinute. În acest fel, fondurile sunt motivate sa sprijine procesele de crestere a firmelor în care investesc pentru simplul motiv ca aceasta crestere este reflectata în valoarea firmei la momentul exit-ului. În plus, pentru protejarea intereselor sale, un fond de capital de risc nu va investi în societati concurente, cu toate ca o asemenea actiune ar putea fi recomandabila în sensul concentrării "masei critice" care anticipeaza o fuziune.

Fondurile de capital de risc prefera cote de participare minoritare, chiar daca o asemenea pozitie minoritara, face procesul de management mai dificil, în sensul ca investitorii financiari nu detin puterea de vot necesara pentru a dicta în privinta pozitiiilor majore. Cei mai multi investitori financiari încearca sa se asigure de cooperarea altor actionari importanti, astfel încât controlul asupra societatii sa fie exercitat pe baza unor asemenea aliante. În cadrul unor asemenea aliante, fiecare participant are propria sa contributie la cresterea si succesul firmei în care s-a investit. Daca, prin definitie, investitorii financiari adauga valoare societatii, partenerii lor tehnici sunt de fapt acei care creeaza valoare. De fapt, conform acestei filozofii, pare perfect logic ca fondurile de capital de risc sa-si asocieze eforturile si banii cu investitorii strategici chiar de la început. Aceasta filozofie a "responsabilitatii partajate" este derivata din faptul ca, în general, fondurile de capital de risc nu au structura si competenta solicitata de managementul unei afaceri non-financiare. În realitate, orice fond de capital de risc își doreste sa fie "remorcat" de întreprinzatori spre succesul afacerii comune.

Investitiile directe în societati românești sunt în general profitabile, aceasta explicându-se prin preturile de intrare atractive pentru investitori. Explicatia consta în faptul ca societatile românești care se adreseaza investitorilor financiari au de regula lipsa de capital, fie pentru ca la unele societati procesul de crestere a nivelului de activitate este prea rapid, fie pentru ca la alte societati actionarii au adoptat o politica excesiva în privinta dividendelor, conducând la decapitalizare. Desigur, vorbim aici despre societatile care au perspective bune de crestere, au echipe de conducere performante, salariatii bine calificati, precum si un bun istoric de profitabilitate, chiar în conditii de recesiune prelungita.

Bibliografie:

1. Francisc Victor Bodo – "Evaluarea întreprinderii", Bucuresti, 1999
2. Francisc Victor Bodo, Giani Gradinaru – "Model financiar pentru evaluarea întreprinderii, Editura ASE, Bucuresti, 2000
3. Francisc Victor Bodo, Giani Gradinaru – "În conditiile actuale sunt fondurile de capital o afacere", *Economistul* nr. 539/16.02.2000
4. Francisc Victor Bodo, Giani Gradinaru – „Riscul de a investi în societati românești”, *Economistul* nr. 577/10.04.2000
5. Francisc Victor Bodo, Giani Gradinaru – „Fondurile de capital de risc – element viabil în dezvoltarea economiei românești”, *Economistul* nr. 580/13.04.2000”