
Eficiența fondurilor de investiții în capitalul IMM-urilor

Dr. Diana DUMITRESCU (dianavalentinadumitrescu@yahoo.com)
Elena BARSU

Abstract

Equity Finance este un tip de finanțare esențial pentru firmele inovative, care au potențial de creștere rapidă și sunt dispuse să accepte investitori în capitalul firmei, proveniți din afara acționarilor. Statistic, aceste firme reprezintă o minoritate, dar au potențialul să se transforme în companii mari. În general, finanțarea de tip equity este folosită de 3% din IMM-urile Europene. IMM-urile inovatoare folosesc finanțarea de tip equity mai des decât întreprinderile non-inovatoare (4% inovatoare față de 2% din întreprinderile non-inovative).

Cuvinte cheie: fonduri de investiții; întreprinderi mici și mijlocii; inovare; profit; dezvoltarea

Clasificarea JEL: O30, P12

Introducere

Absența unei culturi de investiții de capital, lipsa de transparență între informațiile dintre companii și investitori, fragmentarea pieței și costurile ridicate generate de aceste deficiențe par să fie printre principalele motive pentru existența unui nivel mai scăzut al fondurilor de capital de risc în unele state membre. Reducerea severă a activității fondurilor de private equity europene (PE) în 2008/2009 a fost urmată de o revenire parțială, deși recuperarea a dat naștere unor pierderi. În ciuda unor îmbunătățiri, nivelurile de activitate în acest domeniu sunt încă foarte scăzute.

Literature review

Opreana (2015) a prezentat o nouă perspectivă privind modelarea investițiilor la nivelul Uniunii Europene, iar Romero-Martínez et.al. (2008) au evaluat sprijinului Uniunii Europene pentru inovare, în cazul întreprinderile mici și mijlocii din Spania. De Bondt (2007) a abordat rolul monedei euro pe piețele obligațiunilor corporative din zona euro. Ebner and Bocek (2015) au elaborat un set de bune practici privind modul de sprijinire a investițiilor în active necorporale. Într-un alt articol, Moraru and Rusei (2012) au studiat incubatoarele de afaceri ca mediu favorabil dezvoltării întreprinderilor mici și mijlocii și în continuare, Mas-Verdú (2015) a reluat problema analizând rolul incubatoarelor de afaceri în supraviețuirea firmei. Okhrimenko and Manaenko

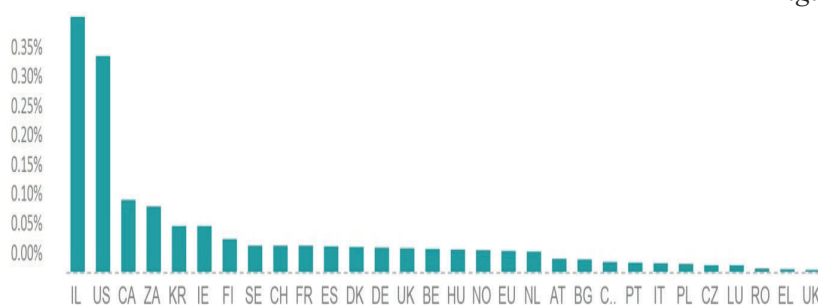
(2014) au descris principiile și mecanismele care stau la baza factorilor decisivi ai suportului investițional.

Metodologia cercetării, date, rezultate și discuții

La nivelul UE, atragerea de fonduri, investițiile și vânzările nu au atins aproape nivelul dinaintea de criză. În 2016 investițiile din fondurile de private equity în companiile europene au scăzut moderat cu 2%, până la 52,5 miliarde de euro, potrivit statisticilor Invest Europe. Pe de altă parte, investițiile de capital de risc de tip venture capital și care au o importanță deosebită pentru finanțarea companiilor tinere inovatoare cu potențial de creștere ridicat, a crescut cu 2%, până la nivelul de 4,3 miliarde de eur.

Ponderea fondurilor de investiții în procent din PIB 2016

Figura 1



Sursa: Invest Europe, OECD 2016. Date interpretate de autor

În timp ce nivelul de activitate al fondurilor de investiții este încă la valori sub cele înregistrate înainte de criză, unele dintre diferențe au fost ocupate de investitorii privați – business angels. Aproximativ 90% din toți administratorii de fonduri cu capital de risc sunt concentrați în opt state membre: Regatul Unit, Germania, Suedia, Danemarca, Finlanda, Țările de Jos, Franța și Spania. În termeni relativi, ca procent din PIB, există, de asemenea diferențe semnificative între țări. Piețele de capital de risc sunt cel mai puțin dezvoltate în România, Republica Cehă și Slovacia.

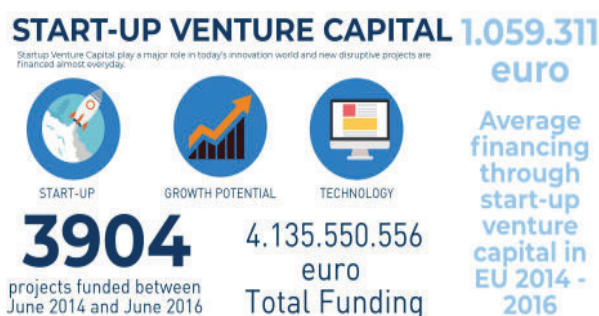
Venture Capital este o investiție de tip equity ce are ca scop sprijinirea afacerilor aflate în etapele de pre-launch, launch și early-stage. Chiar dacă este considerată a fi principala sursă de finanțare seed și early stage financing, majoritatea firmelor de venture capital intervin într-un stadiu de dezvoltare mai avansat, cu valori ale investițiilor situate între 3 și 5 milioane de euro, în timp ce piața financiară pentru etape incipiente este vizată de investitori informali cum ar fi Investitori privați.

Într-adevăr, fondurile de venture capital investesc de obicei în IMM-uri ce au accesat deja finanțări din partea Investitori privati. Ei intervin de obicei după ce o idee de afaceri sau produs au fost cu succes testate de piață și urmează să finanțeze producția și comercializarea la scară largă. Câteodată, fondurile de venture capital pot interveni și pentru finanțarea dezvoltării produselor atunci când costurile asociate sunt destul de mari, cum ar fi în cazul testelor clinice în industria biotehnologiei.

Investițiile de venture capital se realizează formal prin înființarea unui fond administrat de un Partener Principal ce are ca scop realizarea de investiții în stagiile incipiente și de expansiune a IMM-urilor cu potențial ridicat de creștere. De obicei, fondurile de venture capital strâng resurse financiare de la companii de asigurare, fonduri de pensii sau persoane fizice cu averi importante. Acești parteneri secundari plătesc Partenerului Principal comisioane de management, în general între 1-2% din suma vărsată pentru a acoperi costurile de operare și pentru angajarea de către fond a unui grup de profesioniști.

Valoarea medie a finanțării prin fonduri de investiții de tip Startup Venture Capital în Europa 2014 - 2016

Figura 2



Sursa: SMEs Access to Finance - ECSIF 2017

Portofoliul unui fond de venture capital include mai multe clase de active, cum ar fi acțiuni, obligațiuni și imobiliare. Fondurile de venture capital fac parte din grupa finanțărilor alternative cu clase de active cu risc mai ridicat, de pe urma cărora investitorii se așteaptă să încaseze venituri mai mari. Fondurile de venture capital investesc într-un portofoliu de IMM-uri știind că unele vor reuși iar altele vor eșua iar altele vor avea performanțe medii sau submedie.

De obicei viața unui fond de venture capital este de 10 ani, la capătul căreia, parteneriatul se dizolvă și își distribuie activele către parteneri.

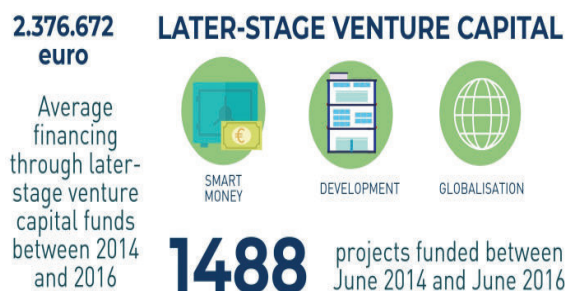
În unele cazuri, în cazul în care partenerii sunt de acord, se poate extinde perioada de funcționare a fondului până la 15-20 de ani. De obicei, investițiile în IMM-urile de tip startup se realizează în primii 3-4 ani, urmând investiții suplimentare în portofoliul companiilor în următorii ani. În general în cazul companiilor aflate în stadii timpurii de dezvoltare regula este ca runda inițială de investiții să fie urmată de investiții suplimentare. Pentru a putea realiza finanțări multiple, fondul de venture capital trebuie să aibă o anumită mărime. Pe la mijlocul vieții fondului, când deja încep să fie încasate primele rezultate ale investițiilor, Partenerul Principal poate atrage noi resurse financiare sau poate reutiliza încasările primite sau introduce noi parteneri secundari. Pentru majoritatea IMM-urilor din portofoliu ce obțin finanțare, veniturile din investiții se realizează de obicei prin ieșire în anii 4-10.

Companiile de venture capital sunt specializate pe stagii de dezvoltare (startup-uri, dezvoltarea de produse, generarea de venituri, profitabile) sau pe runde de investiții (seed, inițiale, secundare, sau târzii). De regulă cu cât runda de finanțare este mai târzie, cu atât suma investită este mai mare. În ultimii ani de viață ai fondului, acesta investește de obicei în stagii mai târzii de dezvoltare deoarece aceste companii sunt mai aproape de exit, ceea ce le permite obținerea de câștiguri potențiale mai mari mai rapid.

Selecția tranzacțiilor este critică pentru un fond de venture capital. Acestea realizează evaluări și analize minuțioase ale companiilor înainte să realizeze orice investiții utilizând date obiective, analize dar și intuiția proprie și gândirea creativă. Procedura este una extrem de selectivă fiind urmărite în special companiile ce au un ridicat potențial de creștere ce pot aduce în urma exitului venituri ridicate pe un orizont de investiții mediu - lung.

Valoarea medie a finanțării prin fonduri de investiții de tip Later-Stage Venture Capital în Europa 2014 – 2016

Figura 3



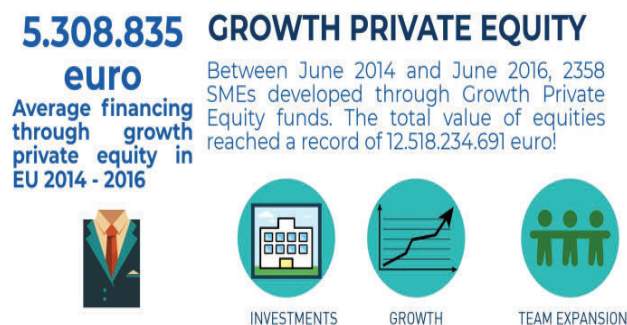
Sursa: SMEs Access to Finance - ECSIF 2017

Pe lângă finanțare, fondurile de venture capital mai aduc și expertiză managerială și tehnică și multe alte servicii cum ar fi consultanță strategică, de management, și marketing, strategii de human – resources, planing financiar, și strategii de exit precum și consultanță pentru cazurile în care afacerea dă greș. Experiența a dovedit că fondurile de venture capital au un aport determinant în profesionalizarea IMM-urilor de tip startup finanțate. De asemenea, ele pot impune un control direct asupra managementului și de multe ori pot solicita schimbări de top management.

Pe de altă parte, antreprenorii sunt în căutarea unui partener de venture capital ce poate veni pe lângă finanțare cu experiză, experiență, contacte și reputație. Asocierea cu venture capitaliști adaugă plus valoare companiei finanțate deoarece aceasta din urmă poate avea un acces mai direct și mai rapid la informații de piață, resursă umană foarte calificată, parteneri și posibilitatea ca în momentul exit-ului să apeleze la consultanți de IPO cu experiență. Literatura de specialitate mai menționează faptul că mulți antreprenori sunt dispuși să acorde un discount mai mare evaluării întreprinderii proprii în cazul în care venture capitalistul care va acorda finanțarea este unul de renume. Astfel, se observă că pentru un venture capitalist experiența, contactele, rețelele de networking, asistența pe care este capabil să o ofere antreprenorului sunt factori importanți pentru succesul său.

Valoarea medie a finanțării prin fonduri de investitii de tip Growth Private Equity Capital în Europa 2014 – 2016

Figura 4



Sursa: SMEs Access to Finance - ECSIF 2017

Modalitatea venture capitaliștilor prin care valorifică investiția realizată într-o companie se bazează în mare parte pe exit, acesta din urmă fiind un factor determinant pentru însuși investiția inițială. De obicei, exit-ul ia forma unui IPO (Initial Public Offering), când compania vinde acțiunile sale

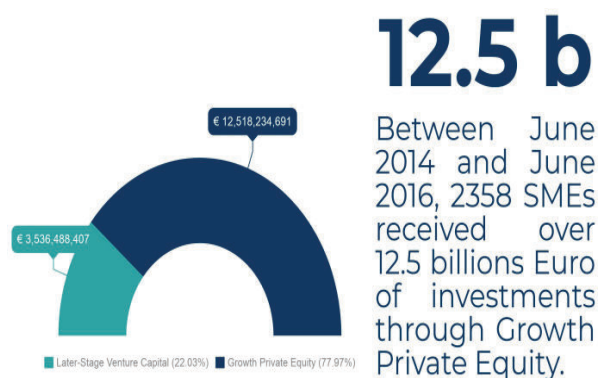
publicului larg pe piața de capital, sau prin achiziții și fuziuni când investitorii primesc acțiuni sau numerar de pe urma companiei. Achiziția implică de obicei un cumpărător strategic, cum ar fi un furnizor, distribuitor sau competitor din aceeași industrie cu a IMM-ului, și mai puțin un cumpărător financiar care realizează achiziția doar pentru valoarea de investiție. Printre cumpărătorii strategici, marile companii joacă un rol important în prospectarea pieței pentru identificarea de startup-uri prijuite de venture capitalist, cu scopul de a găsi acele noi companii ce pot aduce inovații radicale sau noi modele de business ce pot fi ulterior scalate, sau reprezintă un partener important pentru strategia deschisă de inovare.

Evoluția din zona IPO-urilor și a fuziunilor și achizițiilor au un efect important asupra industriei de venture capital, așa cum a fost cazul după criza financiară din 2008 când reducerea posibilităților de exit au descurajat mulți venture capitaliști.

Venture capitaliștii acoperă deficitul de finanțare necesar IMM-urilor inovative cauzat de asimetria informațională. Constrângerile financiare sunt de obicei mai acute pentru firmele tinere deoarece au fonduri interne limitate și capacitate slabă de prezentare a potențialului lor către investitori. Problema este sporită și de lipsa garanțiilor colaterale ce pot fi puse la dispoziție de către startup-uri și de natura extrem de riscantă a acestor inițiative antreprenoriale. Într-adevăr, lipsa colateralelor care este o problemă larg răspândită în rândul IMM-urilor din toate sectoarele de activitate este cu atât mai importantă pentru întreprinderile al căror model de business se bazează preponderent pe active intangibile, cum este cazul sectoarelor de cercetare dezvoltare și design.

Valoarea finanțărilor later stage venture capital vs growth private equity în EU 2014 - 2016

Figura 5



Sursa: SMEs Access to Finance - ECSIF 2017

Fondurile de venture capital urmăresc acel grup restrâns de IMM-uri cu potențial ridicat de creștere ce au capacitatea de a genera venituri ridicate într-un timp scurt. Industria de venture capital este extrem de selectivă și concentrată pe sectoarele cu potențial de creștere ridicat ce generează afaceri inovative scalabile și modele de business disruptive. Doar câteva IMM-uri pot atrage atenția venture capitals și doar unele dintre ele vor putea atrage finanțarea solicitată.

De obicei, IMM-urile finanțate de venture capitals impun un angajament ferm din partea antreprenorului pentru investirea propriului capital alături de finanțatorul extern. Aceste IMM-uri se caracterizează de obicei printr-un potențial de piață ridicat, previziuni de venituri mari realizate într-un interval scurt de timp, aproximativ (35-40% IRR), cheltuieli importante în zona de cercetare-dezvoltare, o echipă de management puternică și experimentată, și acceptul antreprenorului de a ceda o parte importantă a capitalului său social.

Din aceste motive, fondurile de venture capital se concentrează de obicei doar pe câteva industrii: economia digitală (TIC, internet, electronice), sectorul de sănătate (biotech, tehnologii medicale, științele vieții). În domeniul TIC, softwareul s-a ridicat la 70% din finanțările de venture capital. Preferința venture capitals pentru serviciile de consum și TIC poate fi explicată prin contactul imediat și direct cu consumatorul, ceea ce permite obținerea unui feed-back rapid cu privire la posibilitatea ca investiția să aibă rezultate rapide. De asemenea, domeniul medical este unul foarte popular în piețele mai mature, cum este cazul Americii și al Europei, unde populația mai în vârstă și mai înstărită reprezintă o sursă de venituri.

IMM-urile foarte inovative sunt de obicei spin-off-uri din institute de cercetare și sunt foarte apropiate de mediul academic, ceea ce le permite să comercializeze acele rezultate inovative. Companii cu potențial ridicat de creștere pot fi întâlnite și în cazul spin-off-urilor din companii mai mari ce utilizează cunoștințele tehnologice și de piață a companiilor mamă pentru a lansa afaceri.

Contează foarte mult dimensiunea sectorială și tehnologică a oportunităților inovative pentru dezvoltarea finanțărilor de tip venture capital. De fapt, industria de venture capital nu se poate dezvolta decât atunci când există un flux constant de oportunități de business ce prezintă potențial ridicat de creștere. Din statistici rezultă că domeniul TIC a oferit de-a lungul timpului cele mai multe oportunități ceea ce justifică concentrația mare de investiții de venture capital în acest domeniu.

În România se estimează că investițiile de private equity (PE) / venture capital (VC) s-au ridicat la 70 milioane de euro în cursul anului 2013. În ceea ce privește ponderea investițiilor PE / VC în PIB, un indicator de

benchmarking important în industrie, România continuă să se prezinte destul de slab, cu doar 0,049%, față de 0,253% la nivel european, în timp ce alte țări din Europa Centrală și de Est prezintă rezultate de 1,5 – 2 ori mai bună pe același indicator (Polonia 0,098%, Republica Cehă 0,090%, țările baltice 0,071%, Ungaria 0,058%). România are, cu toate acestea, un indicator mai bun decât Bulgaria (0,028%).

Situația este cu atât mai puțin avantajoasă pentru piața românească atunci când se analizează numai investițiile de capital de risc. În cazul României, se prezintă un total de 0,002% din PIB, comparativ cu o medie de 0,024% din PIB la nivelul Uniunii Europene. Similar cu Europa și în concordanță cu anii anteriori, activitatea de investiții de tip PE și VC pentru anul 2013 în România, a fost de asemenea dominată de investiții de tip buyout.

Printre cele mai mari investiții realizate în România, în anul 2013 se numără:

- Emerging Europe Accession Fund, administrat de Axxess Capital, a achiziționat de la fondul de PE Advent International, firma Deutek SA, o companie ce activează în domeniul fabricării și comercializării de coloranți decorativi și vopsele;
- Fondul de investiții american Francisco Partners a cumpărat întregul pachet de acțiuni al furnizorului de soluții de e-commerce Avangate, parte a grupului GeCAD, deținut de omul de afaceri român Radu Georgescu și Fondul 3TS Cisco;
- Fondul JEREMIE 3TS Catalyst România a investit în Intelligo Media, proprietarul portalului Avocatnet și dezvoltator al site-ului juridic soluții www.superlege.ro;
- Achiziționarea centrului de fitness WorldClass de către Resource Partners (2013 – 2014);
- Achiziționarea de la DHL a firmei de curierat Cargus (de către Abris Capital Partner).
- La începutul anului 2014, s-au mai anunțat următoarele tranzacții locale:
- Investiția realizată de fondul JEREMIE 3TS Catalyst România în dezvoltatorul local de soluții de telefonie mobilă Simartis;
- Early Bird și iEurope Capital au investit în firma de recrutare online Tjobs;
- Achiziționarea Fan Courier de către Abris Capital Partner;
- Emerging Europe Accession Fund, administrat de Axxess Capital, a cumpărat un pachet în Star Storage, furnizor de soluții de arhivare a datelor.

Concluzii

Venture capitaliștii acoperă deficitul de finanțare necesar IMM-urilor inovative cauzat de asimetria informațională. Constrângerile financiare sunt de obicei mai acute pentru firmele tinere deoarece au fonduri interne limitate și capacitate slabă de prezentare a potențialului lor către investitori. Problema este sporită și de lipsa garanțiilor colaterale ce pot fi puse la dispoziție de către startupuri și de natura extrem de riscantă a acestor inițiative antreprenoriale. Într-adevăr, lipsa colateralelor care este o problemă larg răspândită în rândul IMM-urilor din toate sectoarele de activitate este cu atât mai importantă pentru întreprinderile al căror model de business se bazează preponderent pe active intangibile, cum este cazul sectoarelor de cercetare dezvoltare și design.

Referințe bibliografice:

1. De Bondt, G. (2007). The role of the euro on the corporate bond markets in the Euro Area. *Journal of Financial Transformation*, 19, 14-19
2. Ebner, A., Bocek, F. (2015). *Best Practices as to How to Support Investment in Intangible Assets*, WWWforEurope in its series WWWforEurope Working Papers series with number 101
3. Mas-Verdú, F. (2015). Firm survival: The role of incubators and business characteristics. *Journal of Business Research*, 68 (4), 793-796
4. Moraru, C., Rusei, A. (2012). Business Incubators – Favorable Environment for Small and Medium Enterprises Development. *Theoretical and Applied Economics*, XVIII (5) (570), 142-150
5. Okhrimenko, O., Manaenko, I. (2014). Determinants Of Investment Support: Principles, Mechanisms, Efficiency. *Economics of Development*, 69 (1), 34-40
6. Opreana, A. (2015). A New Perspective of Investment Modelling at the European Union Level. *Expert Journal of Economics*, 3 (2), 143-148
7. Peicuti, C. (2013). Securitization and the subprime mortgage crisis, *Journal of Post Keynesian Economics*, 35 (3), 443-456
8. Petrasek, L. (2012). Multimarket trading and corporate bond liquidity. *Journal of Banking & Finance*, 36 (7), 2110-2121
9. Romero-Martínez, A.M. et.al. (2008). Evaluating European Union support for innovation in Spanish small and medium enterprises. *The Service Industries Journal*, 30 (5), 671-683