

Przejęci Przejęciami

Search Fundy: przedsiębiorczość poprzez akwizycję jako wschodzący model inwestycyjny w Polsce



**Barbara
Wywiał**



**Krzysztof
Janisiewicz**



**Piotr
Studniarz**



**Alex
Purchała**



**Nataniel
Wypych**



**Michał
Wolański**

Executive Summary

Search fund to unikalny model inwestycyjny, w którym jeden lub dwóch menadżerów średniego szczebla (np. kilkanaście lub kilkunastoma latami doświadczenia zawodowego, zazwyczaj pracujących wcześniej w PE, M&A lub konsultingu), zwanych dalej searcherami, pozyskuje kapitał od inwestorów w celu znalezienia, przejęcia i rozwinięcia jednej, rentownej spółki z sektora MŚP. Po akwizycji założyciel obejmuje rolę CEO i wdraża jej strategię rozwoju oraz nią zarządza. Ten model, popularny w USA, Kanadzie i Hiszpanii, coraz częściej pojawia się także w Polsce.

Raport opiera się nie tylko na analizie literatury na ten temat, ale także na wywiadach z polskimi założycielami search fundów oraz aktywnymi inwestorami. Zebrane doświadczenia pokazują, że w naszym kraju rośnie zainteresowanie tym modelem zarówno ze strony searcherów, jak i międzynarodowych inwestorów. Kluczowymi czynnikami rozwoju są: problem sukcesji w firmach rodzinnych, niedojrzały rynek kapitałowy oraz stabilne fundamenty gospodarcze Polski.

W ciągu ostatnich lat w Polsce pojawiły się pierwsze spektakularne sukcesy. Waldemar Pilch w ramach programu NCA w rekordowym czasie przejął producenta suplementów ForMeds, a Paweł Malon i Marek Jakubów, z funduszem Stability Capital dokonali akwizycji Velis Real Estate Tech (dziś Singu), przekształcając ją w skalowalny biznes SaaS o zasięgu międzynarodowym. Równolegle powstają nowe fundusze, takie jak Search Capital, Vistula Horizon Partners, Lynx Trail Capital czy Sustinere, co świadczy o szybko rosnącej dynamice rynku.

Do grona znaczących transakcji dołączył niedawno fundusz Cedo Capital, założony przez Monikę Wincel, który nabył 100 proc. udziałów w spółce Rolfroz – rodzinnej firmie z ponad 30-letnią historią w przetwórstwie i sterylizacji warzyw. To jedna z największych akwizycji typu search fund w Europie, a dzięki temu modelowi właściciele zapewнили spółce sukcesję, ciągłość działania oraz dalszy rozwój pod kierunkiem nowej prezes zarządu.

Reasumując, search fundy mają w Polsce duży potencjał. Stanowią one skuteczną odpowiedź na problem sukcesji w MŚP, oferując unikatową ścieżkę „przedsiębiorczości poprzez akwizycję”, a inwestorom atrakcyjne zwroty przy relatywnie mniejszym ryzyku niż w tradycyjnym Private Equity i Venture Capital.

Spis treści

ROZDZIAŁ 1. CHARAKTERYSTYKA MODELU SEARCH FUND	1
1.1. DEFINICJA ORAZ GENEZA MODELU SEARCH FUND	1
1.2. KRYTERIA INWESTYCYJNE I PROCES SELEKCJI PRZEDSIĘBIORSTW	1
1.3. RÓŻNICE MIĘDZY SEARCH FUND, A PRIVATE EQUITY I VENTURE CAPITAL	6
ROZDZIAŁ 2: ANALIZA RYNKU SEARCH FUNDÓW	8
2.1. SEARCH FUNDY ZA GRANICĄ	8
2.2. STATUS SEARCH FUNDÓW W POLSCE.....	9
2.3. WADY I ZALETY SEARCH FUNDU	10
ROZDZIAŁ 3. SEARCH FUNDY W POLSCE	11
3.1. PROFIL ZAŁOŹYCIELA SEARCH FUNDU	11
3.2. CHARAKTERYSTYKA POLSKIEGO RYNKU SEARCH FUNDÓW	12
3.3. KATALIZATORY WZROSTU SEARCH FUNDÓW W POLSCE.....	15
3.4. STUDIA PRZYPADKÓW NA RYNKU SEARCH FUNDÓW W POLSCE	19
BIBLIOGRAFIA:.....	22
ZAŁĄCZNIKI:.....	23
1. METODOLOGIA WYWIADÓW	23
2. BIO SEARCHERÓW, Z KTÓRYMI PRZEPROWADZILIŚMY WYWIADY	23

Rozdział 1. Charakterystyka modelu search fund

1.1. Definicja oraz geneza modelu search fund

Definicja i opis modelu search fund

Search fund to wehikuł inwestycyjny zakładany przez jednego lub dwóch przedsiębiorców (*searcherów*). Fundusz w tym modelu jest zazwyczaj finansowany przez grupę inwestorów w celu zlokalizowania, nabycia i rozwinięcia jednej, już rentownej spółki prywatnej. Inwestorzy finansują etap poszukiwań i zwyczajowo mają prawo (nie obowiązek) do partycypacji w finansowaniu akwizycji. Zdarzają się jednak search fundy tworzone samodzielnie, gdzie to założyciel pokrywa koszty przejścia spółki. Alternatywnie, środki na działalność mogą pochodzić z programów akceleratorycznych, które w zamian obejmują udziały w przejmowanej firmie.

Historia modelu search fund

Search fund został zapoczątkowany w 1984 r. na Stanford University jako ścieżka przedsiębiorczości poprzez akwizycję (*ETA – Entrepreneurship Through Acquisition*), czyli umożliwienie relatywnie młodym przedsiębiorcom przejścia i prowadzenia firmy bez konieczności jej budowania od zera. Od połowy lat 90. Stanford GSB/CES monitoruje wyniki search fundów w USA oraz Kanadzie, IESE Business School śledzi rozwój modelu poza Ameryką Północną (Europa, Am. Łacińska, Indie). W ostatniej dekadzie model przeszedł z niszy akademickiej do uznanej alternatywy wobec PE/VC, wchodząc do programów MBA i sieci inwestorskich.

Tabela 1: Sposób funkcjonowania modelu search fund

Integracja search fundu z przejmowaną spółką	założyciel po przejściu obejmuje funkcję CEO/Prezesa i prowadzi firmę operacyjnie
Profil spółek docelowych	dojrzałe MŚP, EBITDA typowo 2–5 mln USD, powtarzalne przychody , wysoka retencja klientów, niska koncentracja odbiorców, ograniczony CAPEX
Relacje z inwestorami	inwestorzy zapewniają kapitał, wiedzę i nadzór (komitet), a searcher buduje wartość w roli właściciela-operatora
Horyzont inwestycyjny	długi horyzont , większa ciągłość dla firmy rodzinnej (rozwiązanie problemu sukcesji)
Profil założyciela	najczęściej absolwenci szkół biznesowych (np. Stanford, Harvard, INSEAD), z doświadczeniem w doradztwie strategicznym, bankowości inwestycyjnej, PE/VC lub operacjach
Wspólne cechy założycieli	silne kompetencje analityczne i sprzedażowe , odporność, zdolność do przywództwa i budowy zespołu

Źródło: Opracowanie własne

1.2. Kryteria inwestycyjne i proces selekcji przedsiębiorstw

Działalność search fundów przebiega w czterech kluczowych etapach – od pozyskania finansowania wstępnego, przez poszukiwanie i przejście spółki, aż po jej rozwój i ostateczne wyjście z inwestycji. Schemat procesu został zaprezentowany na rysunku poniżej.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Biegajło (2021)

Etap 1 – Pozyskanie kapitału na poszukiwania

Pierwszym etapem działalności search fundu jest zebranie kapitału na poszukiwania (search capital). Wielu przedsiębiorców wskazuje, że jest to najtrudniejsza część całego procesu – szczególnie poza rynkiem amerykańskim. Model search fundów zakłada dwustopniowe finansowanie:

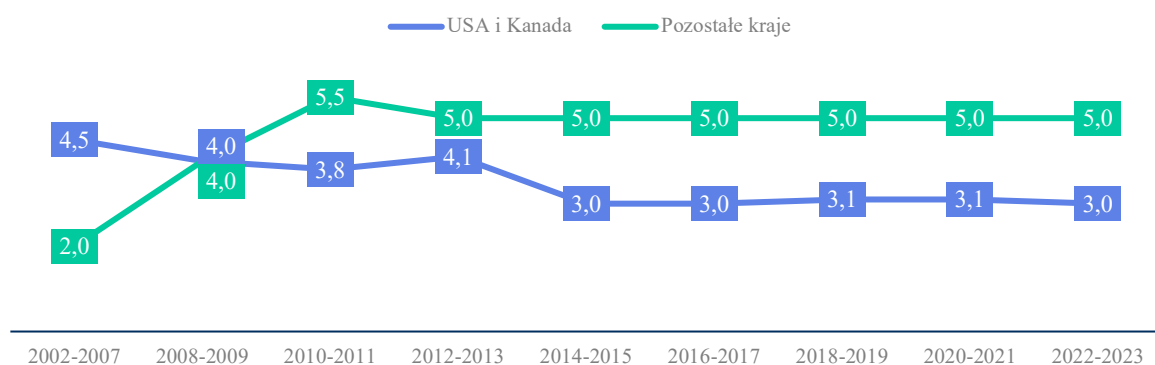
- **Kapitał na poszukiwanie (search capital)** – środki przeznaczone na pokrycie kosztów działania funduszu przez okres od kilku miesięcy do nawet kilku lat. Wydatki obejmują wynagrodzenie searcherów, koszty biura, podróży, spotkań z właścicielami firm czy obsługi doradczej.
- **Kapitał akwizycyjny (acquisition capital)** – środki potrzebne do zakupu wybranej spółki, pozyskiwane dopiero po zidentyfikowaniu celu przejęcia.

Aby zainteresować potencjalnych inwestorów, menedżerowie przygotowują Memorandum Ofertowe (Private Placement Memorandum). Dokument ten nie tylko prezentuje sam model search fundu, ale także stanowi wizytówkę zespołu. Obejmuje m.in.:

- streszczenie najważniejszych informacji o funduszu,
- opis procesu poszukiwania spółki i potencjalnych sektorów,
- kryteria oceny atrakcyjności firm,
- szczegółowy harmonogram i budżet,
- model finansowy ze scenariuszami zwrotu z inwestycji,
- propozycje struktury finansowania,
- opis doświadczeń menedżerów i podział ról.

Na rynkach takich jak USA i Kanada proces ten jest ułatwiony – istnieje rozwinięta sieć inwestorów instytucjonalnych i prywatnych skoncentrowanych na inwestycjach w search fundy, a także bogata historia udanych transakcji, co buduje zaufanie do całego modelu. W efekcie pozyskanie search capital zajmuje tam średnio zaledwie 3 miesiące. Poza Ameryką Północną etap ten jest zazwyczaj bardziej czasochłonny i wymaga większego wysiłku w budowaniu relacji (5 miesięcy).

Wykres 1. Średni czas zdobywania kapitału na search fund (miesiące)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Kowalewski i in. (2024) oraz Kelly i Heston (2024)

Kapitał na poszukiwania zwykle pochodzi z wielu źródeł – od oszczędności menedżerów, przez rodzinę i przyjaciół, osoby prywatne (HNWIs), family offices, po profesorów szkół biznesowych, byłych współpracowników, przedsiębiorców czy inwestorów instytucjonalnych. W zamian inwestorzy uzyskują:

1. prawo (choć nie obowiązek) uczestniczenia w finansowaniu przejęcia proporcjonalnie do swojego wkładu,
2. konwersję udziału w search capital na udział w acquisition capital.

Idealni inwestorzy nie ograniczają się jednak do wniesienia środków finansowych. Często pełnią również rolę mentorów doradzając w procesie poszukiwań, pomagają oceniać potencjalne cele, wspierają menedżerów w wyzwaniach operacyjnych i strategicznych. Wielu z nich angażuje się także ze względu na satysfakcję płynącą ze wspierania młodych przedsiębiorców.

Etap 2 – Poszukiwanie spółki i finalizacja transakcji

Drugi etap obejmuje znalezienie odpowiedniej spółki, zebranie kapitału akwizycyjnego i przeprowadzenie przejęcia. Jest on zazwyczaj dłuższy i bardziej wymagający niż pozyskiwanie search capital. Mediana czasu trwania tego etapu to około 19 miesięcy, choć w praktyce proces może trwać od kilkunastu do ponad 24 miesięcy, a w niektórych przypadkach nawet do 72 miesięcy. Na tempo wpływają m.in. sytuacja gospodarcza, specyfika branży, regulacje czy gotowość właścicieli do sprzedaży.

Kryteria wyboru spółki

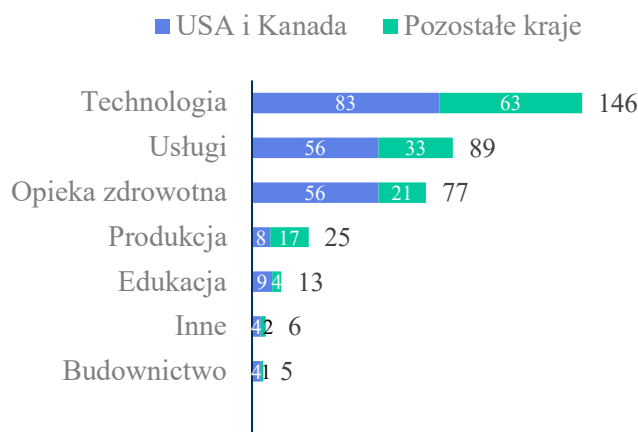
Search fundy zazwyczaj poszukują firm:

- działających w stabilnych branżach, odpornych na gwałtowne zmiany technologiczne i regulacyjne,
- o prostej działalności operacyjnej,
- na rozdrobnionych rynkach, gdzie istnieje potencjał konsolidacji,
- z przewidywalnymi przepływami pieniężnymi, które pozwolą na obsługę długu i dalszy rozwój.

Branże zainteresowania

Na rynkach amerykańskich dominują przejęcia w sektorze technologii, ochrony zdrowia i usług. Najwięcej transakcji realizowanych jest w branży technologicznej – łącznie 146 akwizycji w tym sektorze.

Wykres 2. Branże przejmowanych spółek przez search fundy



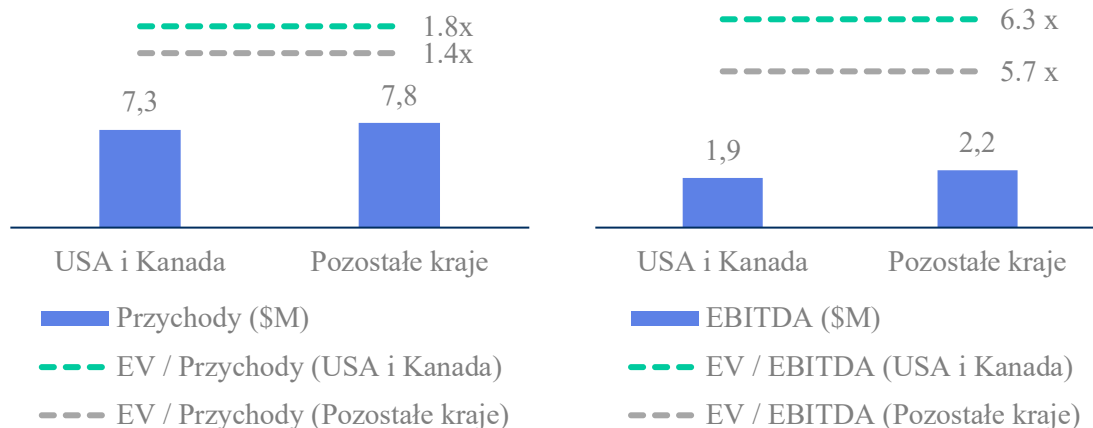
Źródło: Opracowanie własne na podstawie Kowalewski i in. (2024) oraz Kelly i Heston (2024)

Wielkość przejmowanych firm

Ze względu na ograniczoną skalę kapitału, search fundy koncentrują się na małych i średnich przedsiębiorstwach. Najczęściej stosowane kryteria to przychody i EBITDA:

- mediana przychodów spółek przejmowanych wynosiła 7.3 mln USD,
- mediana EBITDA wynosiła 1.9 mln USD.

Wykres 3. Przychody i EBITDA (mediana) spółek przejmowanych przez search fundy



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Kowalewski i in. (2024) oraz Kelly i Heston (2024)

Struktura transakcji

Po wyborze spółki kolejne etapy obejmują:

- złożenie oferty wstępnej,
- przeprowadzenie due diligence,
- organizację finansowania dłużnego (np. bankowego),
- negocjacje struktury akwizycyjnej z inwestorami,
- finalizację transakcji i przejęcie zarządzania przez menedżerów.

Etap 3 – Rozwój spółki i budowanie wartości

Po zamknięciu transakcji search fund zostaje rozwiązany, a menedżerowie obejmują zarząd w przejętej firmie. Nierzadko przeprowadzają się w pobliże jej siedziby.

Pierwsze 6–18 miesięcy to zazwyczaj okres stabilizacji – nowi menedżerowie koncentrują się na poznaniu działalności spółki i jej kultury organizacyjnej. Dopiero później wdrażają działania rozwojowe, które obejmują m.in.:

- wzrost przychodów i poprawę rentowności,
- ekspansję organiczną i akwizycje kolejnych podmiotów,
- profesjonalizację zarządzania i procesów finansowych,
- inwestycje w infrastrukturę i technologie,
- skalowanie działalności dzięki sieci międzynarodowych kontaktów.

Średni czas zarządzania spółką w USA i Kanadzie wyniósł 5.9 roku, zaś w pozostałych krajach 4.8 roku.

Celem jest stopniowe zwiększanie wartości przedsiębiorstwa, co w perspektywie kilku lat ma umożliwić korzystną dezinwestycję.

Etap 4 – Wyjście z inwestycji

Ostatnim etapem jest wyjście z inwestycji. Choć search fundy zakładane są z myślą o długoterminowej perspektywie (7–10 lat), w końcu przychodzi moment realizacji zysków przez inwestorów i menedżerów.

Najczęściej stosowane formy wyjścia to:

- sprzedaż spółki inwestorowi branżowemu,
- sprzedaż inwestorowi finansowemu (np. funduszowi Private Equity).

Wybór sposobu wyjścia zależy od atrakcyjności spółki, warunków rynkowych i oczekiwań inwestorów.

Zwroty

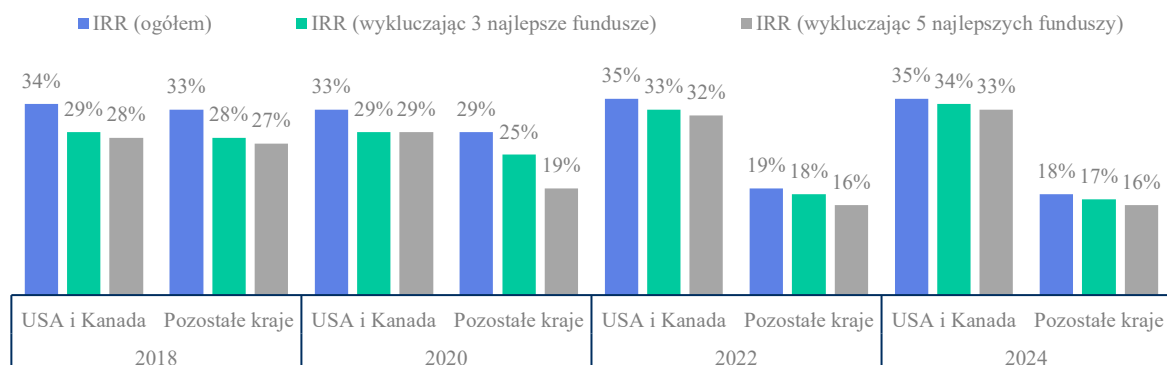
Wyniki pokazują wyraźne różnice pomiędzy rynkiem amerykańskim i kanadyjskim a pozostałymi krajami. W roku 2024 search fundy w USA i Kanadzie osiągnęły IRR na poziomie 35.0% oraz MoM równy 4.5x, podczas gdy w pozostałych krajach wartości te wyniosły odpowiednio 18.0% i 2.0x.

Widać też wyraźny trend spadkowy – zarówno IRR, jak i MoM w obu grupach regionów obniżyły się w stosunku do wcześniejszych okresów (np. w 2018 roku IRR w USA i Kanadzie wynosił 34.0%, a MoM 6.9x, podczas gdy w pozostałych krajach odpowiednio 33.0% i 2.3x).

Dysproporcja ta wynika w dużej mierze z faktu, że aż ponad 60% wszystkich międzynarodowych przejęć search fundów miało miejsce dopiero po 2020 roku, co oznacza, że większość spółek portfelowych znajduje się wciąż w stosunkowo wczesnej fazie rozwoju. Dane historyczne pokazują, że największy wzrost wartości przedsiębiorstw przejmowanych przez search fundy następuje zazwyczaj po 3–4 latach od przejęcia, a więc pełniejsza ocena zwrotów z tej grupy funduszy będzie możliwa wraz z ich dojrzewaniem.

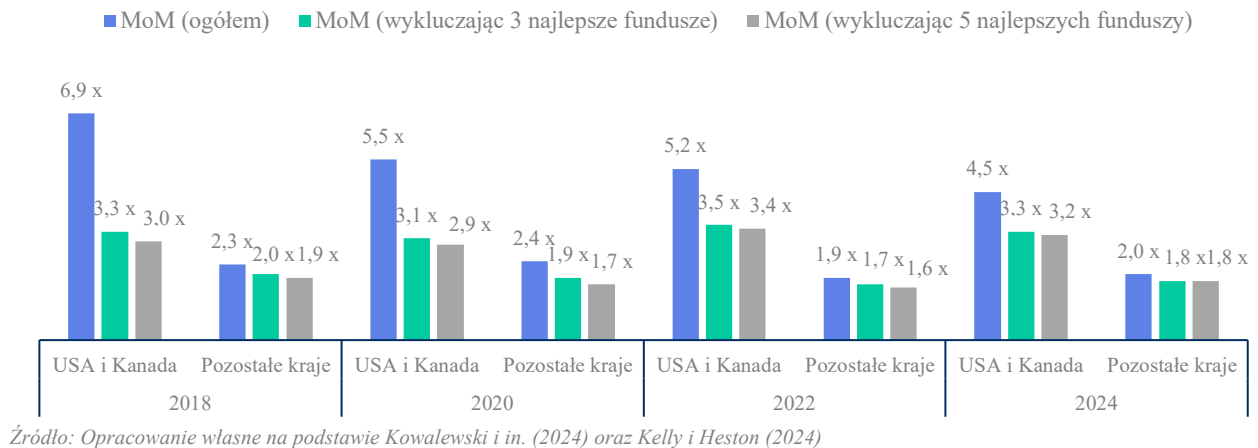
Na wykresach 4 i 5 przedstawiono także wartości skorygowane, tj. po wyłączeniu trzech oraz pięciu najlepiej funkcjonujących funduszy, co dodatkowo obrazuje wpływ pojedynczych wyjątkowo udanych inwestycji na wyniki całej próby.

Wykres 4. IRR search fundów w USA i Kanadzie oraz Pozostałych Krajach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Kowalewski i in. (2024) oraz Kelly i Heston (2024)

Wykres 5. MoM search fundów w USA i Kanadzie oraz Pozostałych Krajach

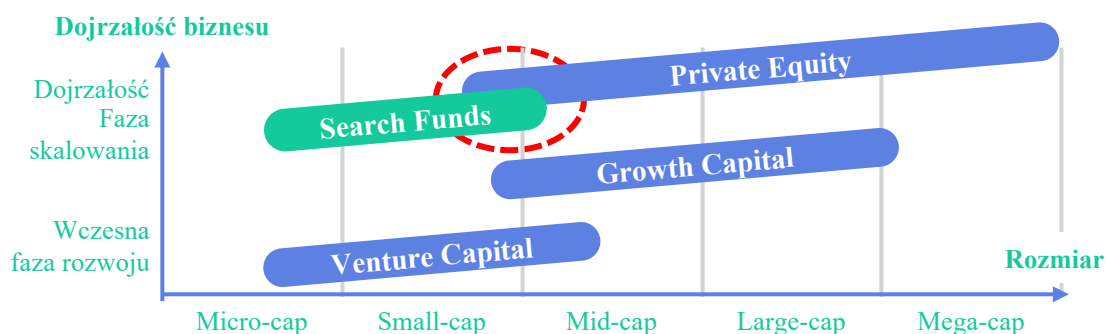


1.3. Różnice między search fund, a Private Equity i Venture Capital

Gdzie, na tle Private Equity i Venture Capital, operuje search fund?

Fundusze search fund kupują rentowne MŚP (zwykle z 2-5 mln USD EBITDA), zbyt małe dla PE i zbyt dojrzałe dla VC. Takie przedsiębiorstwa są często pomijane mimo solidnych fundamentów i stabilnych przepływów pieniężnych.

Rysunek 1. Porównanie funduszy pod kątem dojrzałości i wartości przejmowanych przedsiębiorstw



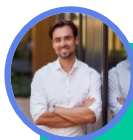
Źródło: Opracowanie własne na podstawie Ivana Naumovska, INSEAD, oraz Guillermo Irarrázaval Zañartu (2024)

Typowym sprzedającym jest odchodzący na emeryturę założyciel bez jasno określonego planu sukcesji. Przedsiębiorca prowadzący search fund nabywa taki biznes zazwyczaj przy racjonalnej wycenie i wnosi nowe przywództwo, energię oraz ambicję.

Tabela 2: Porównanie funduszy inwestycyjnych pod kątem wybranych kategorii

	Search Fund (SF)	Private Equity (PE)	Venture Capital (VC)
Cel inwestycyjny funduszu	przejęcie jednej prywatnej już rentownej spółki MŚP	portfel przejęć (zwykle większe, dojrzałe spółki)	portfel wysokiego wzrostu (start-upy/ scale-upy)
Profil spółek w portfelu inwestycyjnym	stabilne przychody, powtarzalność kontraktów , niska koncentracja klientów, umiarkowane CAPEX	większa skala , możliwość agregacji (buy-and-build), profesjonalne warstwy zarządzania	spółki z potencjałem hiperwzrostu , ale większym ryzykiem i niepewną ścieżką do cash flow
Rola funduszu	założyciel zostaje CEO (owner-operator) i odpowiada za P&L	aktywny właściciel z poziomu rady	wsparcie strategiczne i sieć kontaktów
Rola inwestora	inwestorzy odpowiadają za kapitał oraz mentoring	inwestorzy odpowiadają za kapitał	inwestorzy odpowiadają za kapitał
Podmiot prowadzący operacje	założyciel search fund	zarząd spółki portfelowej	founder/spółka portfelowa
Ład korporacyjny	wpływ inwestora odpowiada udziałom ; CEO ma wysoką autonomię operacyjną	silny nadzór właścicielski , rozbudowane prawa kontrolne, komitety	złożone preferencje i prawa (likwidacyjne, antyrozwodnieniowe)
Wycena i finansowanie	wyceny „prywatne” , często rozsądniejsze (mniejsza konkurencja), equity + umiarkowany dług, nierzadko seller note/earn-out	konkurencyjne procesy , większa dźwignia długu, struktury złożone	wyceny od rund seed/Series A wzwyż; brak długu, rozcieńczanie kapitału
Horyzont inwestycyjny (sell/holding)	4-7+ lat	3-5 lat	10 lat

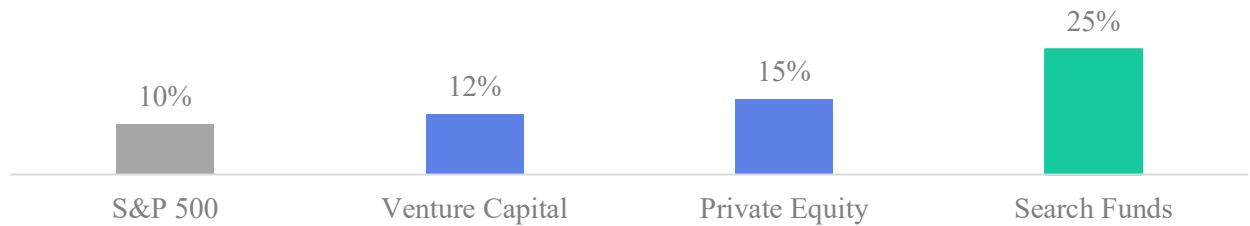
Źródło: Opracowanie własne



Wojciech Bujas (Sustinere) o różnicy w podejściu do ryzyka i motywacji pomiędzy inwestycjami w stylu PE/VC a search fundami: Zwroty w PE czy VC buduje się w oparciu o portfel spółek – czasami można podjąć większe ryzyko w danej inwestycji, bo całość nie sprowadza się do wrzucenia wszystkich jajek do jednego koszyka. Naturalnie, część spółek nie odniesie sukcesu, inne go osiągną, i to kształtuje ostateczny wynik. Tutaj działa podobny mechanizm – inwestorzy dywersyfikują portfel geograficznie czy branżowo – ale dodatkowym czynnikiem jest motywacja operatora. To osoby, które często rzucają na szalę całą swoją karierę i życie prywatne – są gotowe przeprowadzić się z rodziną na drugi koniec Polski i zacząć wszystko jakby od nowa. Mają więc motywację podwójną: zawodową, wynikającą ze struktury zysków skonstruowanej tak, by opłacało się prowadzić biznes jak najlepiej i jak najszybciej go rozwijać, oraz osobistą – bo trudno byłoby po roku wracać, jeśli projekt miałby się nie udać.

Dzięki rozsądnym wycenom, przepływom pieniężnym i zarządzaniu przez właściciela-operatora (CEO), search fundy mogą dostarczać atrakcyjne IRR przy niższym profilu ryzyka niż VC i PE. Fundusze typu search fund przewyższają je pod względem wyników.

Wykres 6. Wewnętrzna stopa zwrotu netto funduszy inwestycyjnych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Ivana Naumovska, INSEAD, oraz Guillermo Irarrázaval Zañartu (2024)



Joachim de Belgique (Innesto Partners) tłumaczy wysokie zwroty w modelu search fund następującymi czynnikami: *Relacja między ryzykiem a zwrotem jest zniekształcona, ponieważ kupujemy bardzo dobre aktywa i zatrudniamy utalentowanych ludzi do zarządzania firmą, a potencjał wzrostu jest duży. Model search fund jest postrzegany jako Private Equity z lat 80., ponieważ kupujemy firmy po atrakcyjnych wycenach z wykorzystaniem dźwigni finansowej i zarządzają nimi utalentowani ludzie zmotywowani do działania.*

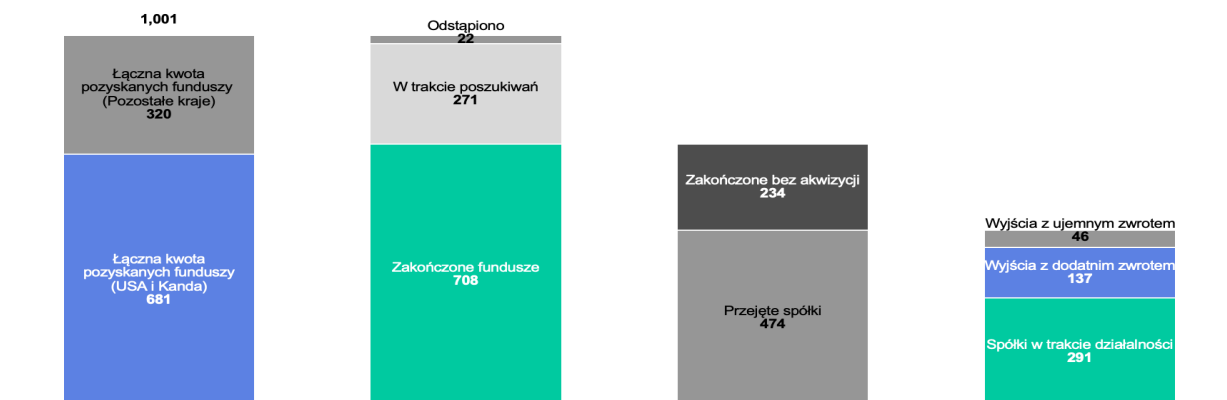
Choć liczby i przykłady zwrotów z inwestycji mogą imponować, sukces w search fundach nie jest gwarantowany. Ostateczny wynik zależy w dużej mierze od jakości zarządzania i umiejętności zespołu.

Rozdział 2: Analiza rynku search fundów

2.1. Search fundy za granicą

Od początku rozwoju search fundów do roku 2024 założono łącznie 1001 search fundów (Wykres 7), w tym 681 w USA i Kanadzie oraz 320 na pozostałych rynkach. Według stanu na dzień 2024 roku, 271 funduszy nadal znajdowało się na etapie poszukiwania spółki, natomiast 708 zakończyło już działalność. Wśród zamkniętych podmiotów 22 odstąpiło od dalszych działań, 234 zakończyło działalność bez przejścia, a 474 dokonały akwizycji. Spośród funduszy, które przejęły spółkę, 291 nadal rozwija swoje firmy, 137 zrealizowało dezinwestycję z pozytywną stopą zwrotu, a 46 zakończyło inwestycję stratą.

Wykres 7. Aktywność search fundów według statusu

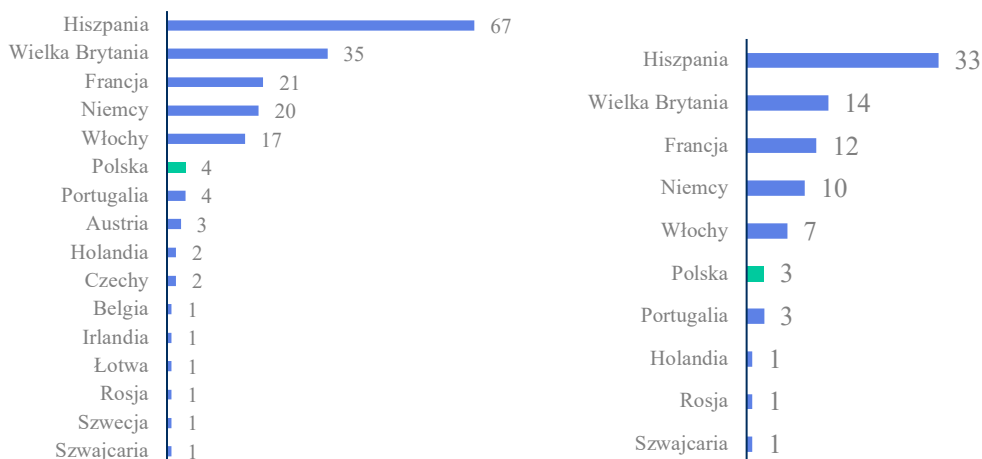


Źródło: Opracowanie własne na podstawie Kowalewski i in. (2024) oraz Kelly i Heston (2024)

Jeśli chodzi o Europę, do tej pory założono łącznie 183 search fundy, z czego najwięcej w Hiszpanii (67). Jak podkreślają eksperci, jest to w dużej mierze efekt zmian ustrojowych i gospodarczych w tym kraju, które stworzyły sprzyjające warunki do rozwoju tego modelu inwestycyjnego.

Wykres 8 - łączna liczba operacyjnych search fundów w Europie oraz zrealizowane inwestycje pokazuje, że Hiszpania dominuje również pod względem liczby przejęć (33), wyprzedzając Wielką Brytanię (14), Francję (12), Niemcy (10) oraz Włochy (7). W Polsce i Portugalii odnotowano po 4 search fundy, z czego w obu przypadkach 3 zrealizowały już akwizycję.

Wykres 8. Łączna liczba operacyjnych search fundów w Europie oraz zrealizowane inwestycje



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Kowalewski i in. (2024) oraz Kelly i Heston (2024)

2.2. Status search fundów w Polsce

Choć rynek ten dopiero się kształtuje, w ostatnich latach widać wyraźny wzrost liczby aktywnych zespołów oraz pierwsze udane akwizycje. Coraz więcej przedsiębiorców i inwestorów dostrzega w modelu search fundu atrakcyjną alternatywę dla tradycyjnego Private Equity, a także skuteczne rozwiązanie problemów sukcesyjnych w polskich firmach rodzinnych.

Przykładem są sukcesy Waldemara (Val) Pilcha, który w ramach programu NCA w rekordowym czasie przejął **ForMeds** – producenta wysokiej jakości suplementów diety w formie czystych substancji bez zbędnych dodatków. Podobną drogą poszedł duet Pawła Malona i Marka Jakubowa, którzy dzięki funduszowi **Stability Capital** dokonali akwizycji **Velis Real Estate Tech (Singu)**, polskiej spółki rozwijającej oprogramowanie typu SaaS do zarządzania nieruchomościami komercyjnymi, a następnie przekształcili ją w dynamicznie rosnący biznes o międzynarodowym zasięgu. Z kolei Monika Wincel, założycielka funduszu **Cedo Capital**, przejęła firmę **Rolfroz** – rodzinną spółkę z ponad 30-letnią historią, specjalizującą się w przetwórstwie i sterylizacji warzyw oraz produkcji koncentratów i przecierów.

Ich historie pokazują, że model search fundu sprawdza się w różnych branżach – od farmacji i technologii, przez SaaS, aż po przemysł spożywczy – i ma potencjał, by stać się ważnym elementem polskiego rynku inwestycyjnego oraz skutecznym narzędziem sukcesji w firmach rodzinnych.

Poniżej przedstawiamy profil najciekawszych funduszy działających obecnie na krajowym rynku, które już dziś wyznaczają kierunek dalszego rozwoju tego segmentu:

Tabela 3: Aktywne search fundy w Polsce

Search Fund	Searcherzy	Rok powstania
 NOVASTONE CAPITAL ADVISORS	Michał Malinowski	Kohorta 2025 – 2027
 LYNX TRAIL CAPITAL	Michał Ł. Kamiński i Constantin Marek	2024
 ODYSSEY PARTNERS	Przemek Widacki	2024
 BOLD CAPITAL	Mikołaj Lipiński i Tomasz Pupka-Lipiński	2025
 SUSTINERE	Wojciech Bujas	2025
 BOLD CAPITAL	Przemek Krempaszanka	2025
 VITALA PARTNERS	Mikołaj Konior i Jakub Złocki	2025

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Aventis Advisors (2024)



Mikołaj Lipiński (Search Capital) o cechach kluczowych dla searchera: *Najważniejsza w search fundzie jest przedsiębiorczość. Tworząc search fund, nie zakładasz startupu, tylko kupujesz działający biznes i od razu stajesz się jego CEO. To oznacza, że musisz orientować się w finansach, sprzedaży, marketingu i operacjach – niekoniecznie być ekspertem w każdej z tych dziedzin, ale potrafić je połączyć w spójną całość. Przedsiębiorczość polega właśnie na łączeniu różnych elementów w jeden większy obrazek i na umiejętności patrzenia w przyszłość. Kluczowe jest też budowanie zespołów – umiejętność stworzenia silnego, efektywnego zespołu to jedna z najważniejszych kompetencji searchera.*

2.3. Wady i zalety search fundu

Zalety	Wady
Możliwość zastania właścicielem i CEO firmy w stosunkowo młodym wieku	Bardzo wysoki poziom niepewności, inwestycja w jedną firmę, brak dywersyfikacji, możliwość niezalezienia firmy do przejęcia
Dostęp do unikalnego modelu przedsiębiorczości – przejęcie sprawdzonego biznesu zamiast budowania od zera	Proces poszukiwania firmy trwa zwykle 2–3 lata i jest kosztowny psychicznie (częste odmowy, „rollercoaster emocjonalny”)
Silne wsparcie sieci inwestorów i mentorów, często z globalnym doświadczeniem	Brak dużych zasobów – searcher działa w 1–2 osoby, bez zaplecza jak w funduszach PE
Szansa na bardzo wysokie zwroty finansowe i udział w budowie wartości spółki	Trudności w pozyskaniu kapitału, szczególnie w krajach takich jak Polska, gdzie model jest mniej znany
Szybki rozwój osobisty i menedżerski – od transakcji po operacyjne prowadzenie biznesu	Duża presja i odpowiedzialność – za inwestorów, pracowników i przyszłość całej firmy
Możliwość pracy nad spółką z potencjałem globalnego skalowania	Konieczność pełnego zaangażowania i wyrzeczeń osobistych (często przeprowadzka, praca >60h tygodniowo)
Budowanie trwałej wartości – dla firmy, pracowników i rynku	Ryzyko konkurencji ze strony funduszy PE/VC, które mogą przebić ofertę



Paweł Malon (Stability Capital/SINGU) o wyzwaniach prowadzenia search fundu: *Prowadzenie search fundu to ogromna ilość ciężkiej pracy. De facto jesteś jedno- lub dwuosobowym funduszem, który nie ma takich zasobów jak klasyczne Private Equity, a próbuje robić transakcje na bardzo konkurencyjnym rynku. Nie masz miliardowego funduszu w tle – cały czas musisz przekonywać właścicieli, że jesteś w stanie sfinansować akwizycję i że będziesz lepszym właścicielem ich firmy niż strateg czy PE. To nie jest łatwe – dużo częściej słyszysz „nie” niż „tak”. Bywa, że po miesiącach due diligence pojawia się fundusz gotów zapłacić dwa razy więcej i 1/3 twojego budżetu oraz pół roku pracy przepada. To rollercoaster pełen wzlotów i upadków. Zdarza się też, że właściciel po 60 latach prowadzenia biznesu mówi wprost: „nie sprzedam go komuś, kto uważa, że pojął wszystkie rozumy, bo zrobił MBA za granicą”. Do tego dochodzi trud samego closingu – musisz budować zaufanie u inwestorów i udowodnić im, że plan i firma spełnią ich oczekiwania co do zwrotu. Szczerze? Nie wiem, czy podjąłbym się tego drugi raz. Tough to say. Te dwa lata searchu były naprawdę brutalne.*

Rozdział 3. Search fundy w Polsce

3.1. Profil założyciela search fundu

Polski searcher to zazwyczaj młody, ale już doświadczony profesjonalista, wybierający ścieżkę przedsiębiorczości poprzez przejęcia (ETA) zamiast budowania firmy od podstaw. Najczęściej ma za sobą karierę w bankowości inwestycyjnej, doradztwie strategicznym lub Private Equity, często również doświadczenie operacyjne w dużych organizacjach. Wielu z nich kończy prestiżowe programy MBA (np. INSEAD, HBS, HEC, LSE), co zwiększa ich wiarygodność i dostęp do globalnych sieci kontaktów. To osoby ambitne i zdeterminowane, traktujące akwizycję nie jako projekt inwestycyjny, lecz długoterminową ścieżkę kariery, wymagającą pełnego zaangażowania i często osobistych wyrzeczeń.



Paweł Malon (Stability Capital/SINGU) o kompetencjach searcherów: *Dla mnie najważniejsze jest to, żeby searcherzy mieli doświadczenie w Private Equity. To jest super kluczowe, żeby ktoś przeszedł przez cały cykl transakcyjny – od sourcowania, przez due diligence, strukturyzację i dokumentację, aż po etap operacyjny. Prowadzenie firmy samo w sobie jest bardzo trudne, ale zrobienie deala też nie jest proste. Sam przeszedłem przez proces inwestycyjny, wejście i exit, i widzę to też u innych searcherów – jeśli ktoś ma doświadczenie w PE, zrobił transakcję i wie, jak to się robi, to naprawdę bardzo usprawnia jego pracę. Słyszałem też o sytuacjach, w których inwestuje się w search fund ze świetnym profilem osób i dużym potencjałem, ale te osoby nigdy wcześniej nie robiły dealu. Wtedy to inwestorzy muszą ich prowadzić za rękę, co wydłuża proces i zwiększa ryzyko. Takie osoby pewnie będą świetnymi operatorami czy CEO, ale najpierw trzeba kupić firmę – a to jest ten kluczowy, pierwszy krok. Dlatego uważam, że minimum jedna osoba w duecie searcherów powinna mieć doświadczenie w PE, a także network MBA z dobrej szkoły. Search fund to w gruncie rzeczy nic innego jak lower-mid cap Private Equity – ta sama logika, tylko w mniejszej skali.*



Rob LeBlanc (Ambit Partners) o tym jak ocenia searcherów: *Patrzmy na trzy filary. Po pierwsze, inteligencja – czyli twarde kompetencje i doświadczenie: dobre uczelnie, świetne firmy w CV. Po drugie, inteligencja emocjonalna – umiejętność budowania trwałych relacji. Jeżeli ktoś potrafił przez 10 lat utrzymać więź z profesorem czy kolegą z bankowości inwestycyjnej, a ci ludzie dziś chcą zainwestować w jego search fund, to znak jakości. Po trzecie, pracowitość i sceptycyzm – czy kandydat jest wystarczająco dociekliwy, uważny, czasem nawet nieufny, by dobrze prowadzić procesy inwestycyjne.*

Cechy wspólne polskich searcherów

1. Doświadczenie zawodowe

Polski searcher zazwyczaj ma za sobą lata pracy w finansach, konsultingu czy Private Equity, co daje mu praktyczne przygotowanie do przeprowadzania transakcji i późniejszego zarządzania spółką.

2. Wykształcenie

Fundamentalnym elementem profilu searchera są studia MBA na najlepszych uczelniach, które pełnią rolę „pieczęci wiarygodności” wobec inwestorów i otwierają drogę do międzynarodowych sieci.



Ekosystem wokół INSEAD jest dość mocny – może nie tak jak wokół IESE w Barcelonie, które jest kolebką search fundów w Europie, ale intensywnie się rozwija.

3. Kapitał społeczny

Polscy operatorzy search fundów intensywnie korzystają z sieci kontaktów akademickich i zawodowych – to dzięki nim pozyskują kapitał i zaufanie inwestorów.

4. Motywacja

Silna determinacja i chęć zastania przedsiębiorcą to fundament tego modelu – searcherzy świadomie wybierają tę ścieżkę jako alternatywę dla klasycznego przedsiębiorstwa od zera czy dalszej ścieżki kariery, na której się już znajdują.



Motywacja operatora jest ogromna, bo stawia na szali całą swoją karierę i życie prywatne. Jeśli znajdzie firmę np. w drugiej części Polski, przenoszę się tam z rodziną i zaczynam życie od nowa.

5. Wartości

W procesie sukcesji i przejmowania firm rodzinnych kluczowe znaczenie ma zrozumienie aspektu ludzkiego oraz kultury organizacyjnej spółki i oraz zbudowanie zaufania z jej właścicielem.

6. Zaangażowanie

Searcherzy traktują to przedsięwzięcie jako długoterminowy projekt życiowy, gotowi są do pełnego poświęcenia – zarówno zawodowego, jak i osobistego.

3.2. Charakterystyka polskiego rynku search fundów

Kryteria inwestycyjne i potencjał rynku search fundów w Polsce

Model search fundów w Polsce, podobnie jak na innych rynkach, nie opiera się na sztywnych kryteriach sektorowych. Na początku procesu wyszukiwania spółki większość searcherów nie deklaruje preferencji sektorowych – zakres branż jest szeroki, a kluczowe znaczenie ma nie tyle sektor, co sam profil biznesu. Dopiero na dalszym etapie, kiedy pojawiają się konkretne spółki, widać większe preferencje branżowe wynikające z doświadczenia operatora, aktualnych trendów rynkowych czy preferencji inwestorów.

To, co łączy niemal wszystkie transakcje search fundowe, to nacisk na fundamentalnie „zdrowe biznesy”. Są to spółki z przewidywalnym modelem biznesowym, stabilną marżą i dobrym unit economics. Poszukiwane są firmy asset-light, czyli o niskich potrzebach nakładów inwestycyjnych, co ułatwia skalowanie i pozwala szybciej generować zwrot z inwestycji. Typowy wymóg finansowy – standard globalny na rynku – to EBITDA w przedziale 2-5 mln USD, co oznacza firmy średniej wielkości, które są stabilne, a jednocześnie oferują przestrzeń do wzrostu.

Inwestorzy co do zasady preferują bezpieczne przedsiębiorstwa działające w tradycyjnych sektorach, często poza radarem inwestycyjnym większych podmiotów – w branżach, które nie są modne, ale generują powtarzalne przychody i mają solidne fundamenty. Do takich sektorów można zaliczyć m.in. przetwórstwo żywności, gospodarkę odpadami, HVAC czy różne nisze przemysłowe. Jednocześnie coraz częściej w Polsce rozważane są spółki z nowej gospodarki: software/SaaS, B2B e-commerce, usługi tech-enabled, ale także z branży healthcare czy beauty & wellness. Ten dualizm dobrze oddaje charakter rynku – z jednej strony poszukiwanie stabilności, z drugiej chęć wykorzystania rosnących trendów konsumenckich i technologicznych.

Ważnym wyróżnikiem search fundów w porównaniu do klasycznych funduszy Private Equity jest także sposób inwestowania. Podczas gdy fundusze PE budują portfele z wielu spółek i konkurują o duże transakcje, search fund koncentruje się na jednej firmie. Daje to operatorowi możliwość pełnego zaangażowania i osobistej odpowiedzialności za sukces, a także otwiera drogę do transakcji w niszach rynkowych, które są mniej atrakcyjne dla dużych graczy. Często są to firmy obsługujące rynki lokalne lub regionalne, dostarczające kluczowe produkty i usługi, które, dzięki profesjonalizacji zarządzania można skalować znacznie szerzej.

Idealne cele akwizycyjne to spółki generujące stabilne przepływy pieniężne, z wysokim udziałem przychodów powtarzalnych. Liczy się też ograniczona ekspozycja na ryzyka zewnętrzne oraz obecność silnego zespołu zarządzającego, który może wspierać operatora w przejęciu i dalszym rozwoju biznesu.

Kluczowe jest istnienie wyraźnej ścieżki budowania wartości – czy to poprzez ekspansję na nowe rynki, digitalizację, rozwój oferty, czy optymalizację procesów operacyjnych.

Polska oferuje w tym kontekście atrakcyjny potencjał. Z jednej strony jest tu duża baza stabilnych firm rodzinnych, które stają przed wyzwaniem sukcesji i szukają wiarygodnych następców. Z drugiej strony wyceny pozostają relatywnie niższe niż w Europie Zachodniej, co czyni polski rynek interesującym dla globalnych inwestorów poszukujących wyższych zwrotów. Coraz większa liczba menedżerów z doświadczeniem międzynarodowym, którzy chcą rozwijać swoje kariery operatorskie, dodatkowo wzmacnia ten trend.



Jakub Złocki (Vistula Horiozn) o podejściu właściciela do sprzedaży swojej spółki: *Jednym z najważniejszych czynników odróżniających nas od funduszy PE jest to, że my skupiamy się na jednej inwestycji i nie budujemy portfela spółek. Fundusz PE, z definicji, musi sprzedać biznes po kilku latach i wprowadzić nowego właściciela, co zwykle wiąże się z ryzykiem utraty tożsamości. My natomiast aktywnie angażujemy się w zarządzanie spółką po transakcji i mamy dużo bardziej elastyczny horyzont inwestycyjny – co sprawia, że jesteśmy naturalnym partnerem w przypadku problemu z sukcesją w przedsiębiorstwie.*

Inwestorzy i fundraising na rynku search fundów w Polsce

Pozyskiwanie inwestorów do search fundu w Polsce to proces wymagający zarówno strategicznego podejścia, jak i cierpliwości w budowaniu wiarygodności. Przebiega on zwykle falami – kluczowe jest pozyskanie pierwszych kilku inwestorów, którzy nadają transakcji legitymizację w oczach pozostałych. Pojawienie się w syndykacie uznanego podmiotu, jak na przykład hiszpańska Istria Capital, natychmiast podnosi zainteresowanie innych. W tym środowisku inwestorzy mocno obserwują siebie nawzajem, a obecność funduszu z rozpoznawalnym track recordem jest dla wielu wystarczającym sygnałem jakości.

Najaktywniejszymi inwestorami instytucjonalnymi, którzy inwestowali w search fundy w Polsce, pozostają przede wszystkim podmioty międzynarodowe. Do tej grupy należą m.in. TTCER Partners (USA), Housatonic Partners (USA), Ambit Partners (Kanada), Istria Capital (Hiszpania), Cerralvo Capital (Meksyk), Novastone Capital Advisors (Szwajcaria) czy Innesto Partners (Belgia). Ważne jest przy tym, aby inwestorzy byli geograficznie zdywersyfikowani. Różne perspektywy i sieci kontaktów są szczególnie istotne, gdy celem staje się ekspansja przejętej spółki na nowe rynki. Lokalni inwestorzy, choć wciąż stanowią mniejszość – zwykle poniżej 20% syndykatu – odgrywają kluczową rolę, bo stanowią dowód zaufania na rynku polskim i są postrzegani przez zagranicznych partnerów jako potwierdzenie wiarygodności całego przedsięwzięcia.

Sam proces fundraisingu na etapie searchu trwa standardowo do sześciu miesięcy, choć w Polsce w praktyce kapitał udawało się zebrać często w kilka tygodni. Najtrudniejszy moment pojawia się zazwyczaj, gdy zebrane jest 15-20% rundy – wtedy przekonanie kolejnych inwestorów bywa najcięższe. Kiedy jednak osiąga się próg 80%, domknięcie reszty staje się dużo prostsze, bo nikt nie chce być tym, który nie zdążył się „załapać”. Wiele funduszy deklaruje swój udział w formie widełek, co daje elastyczność w budowaniu ostatecznej struktury. W polskich przypadkach częstym zjawiskiem było też oversubscription – zainteresowanie przewyższało zapotrzebowanie kapitałowe, co zmuszało searchera do trudnych decyzji, kogo zostawić w syndykacie. Zredukowany inwestor rzadko wraca ponownie, dlatego selekcja musi być dobrze przemyślana.

Optymalna liczba inwestorów to zazwyczaj 10-15, maksymalnie 20. Standardem jest, aby pojedynczy inwestor nie miał więcej niż 10% udziałów, tak aby uniknąć sytuacji, w której kilku inwestorów mogłoby stworzyć blok kontrolny. Syndykat musi być spójny – grupa powinna ze sobą współpracować i dobrze się komunikować. W praktyce sweet spot dla pojedynczego inwestora to zwykle 400-800 tys. euro – jest to poziom zaangażowania, który rynek uznaje za naturalnie dopasowany do potrzeb budżetowych tego modelu. Co więcej, sama jakość inwestorów jest równie ważna jak ich kapitał. Najbardziej wartościowi są ci, którzy oprócz środków wnoszą także dodatkową wartość – sieć kontaktów, doświadczenie operacyjne czy znajomość specyfiki rynku. Kluczowe jest przy tym zachowanie odpowiedniego balansu w syndykacie:

między inwestorami aktywnymi i pasywnymi, byłymi searcherami i operatorami, a także inwestorami zagranicznymi (np. z USA) i lokalnymi, europejskimi. To właśnie taka różnorodność perspektyw zwiększa szanse powodzenia projektu i wspiera searchera w dalszych etapach rozwoju przejętej spółki.

Warto pamiętać, że inwestorzy patrzą nie tylko na potencjał finansowy projektu, ale także na searchera jako osobę, która będzie musiała przekonać sprzedającego do transakcji. Atrakcyjna spółka rzadko trafia na jednego zainteresowanego kupca – przekonanie właściciela to często kwestia osobowości i determinacji. Inwestorzy chcą mieć pewność, że powierzają swoje środki komuś, kto będzie w stanie zamknąć transakcję.

Środowisko inwestorów search fundowych jest stosunkowo niewielkie i dość hermetyczne – na świecie liczy około 400 inwestorów. Większość to inwestorzy z USA i Europy, którzy przez lata wypracowali sprawdzone mechanizmy działania. W Polsce edukacja dotycząca tej klasy aktywów wciąż trwa, a liczba lokalnych inwestorów z doświadczeniem w search fundach pozostaje ograniczona. Na etapie akwizycji struktura syndykatu zazwyczaj tylko nieznacznie się zmienia – około 90% inwestorów konwertuje się z etapu searchu do etapu akwizycji, choć zdarza się, że część rezygnuje ze względu na dany profil spółki, konkretną branżę czy chwilowy brak środków. Prawo pierwszeństwa obejmuje zwykle tych, którzy już byli obecni w rundzie searchowej. Warto też utrzymywać relacje z tzw. *gap investors* – to inwestorzy, którzy nie uczestniczą w początkowej rundzie searchu, ale pozostają w kontakcie z searcherem i są gotowi wejść na późniejszym etapie, jeśli zabraknie kapitału do domknięcia transakcji.



Michał Kamiński (Lynx Trail Capital) o pozostawianiu sprzedającego w strukturach spółki:
W kontekście rolowania ex-ownera do nowej struktury warto zawsze zadać sobie pytanie, jak zostanie to odebrane przez bank. Jeśli ktoś chce sprzedać 100% i natychmiast odejść, rynek zwykle traktuje to jako sygnał ostrzegawczy. W modelu search fundowym inwestorzy podkreślają, że przez pierwsze 100-180 dni nowy właściciel powinien blisko współpracować ze sprzedającym – uczyć się biznesu, poznawać klientów i wchodzić w kulturę firmy. Jednocześnie inwestorzy chcą, aby sprzedający zachował udział w spółce, ponieważ doświadczenie pokazuje, że różnie bywało z zachowaniem byłych właścicieli po closingu. W trakcie transakcji trwa miesiąc miodowy, a potem przychodzi czas na trudne decyzje, np. personalne – i wtedy widać, jak istotne jest jego dalsze zaangażowanie.

Aspekty formalno-prawne i operacyjne search fundów w Polsce

Struktury prawne wykorzystywane w polskich search fundach ewoluowały wraz z rozwojem rynku. Pierwsze podmioty powstawały głównie w Stanach Zjednoczonych, w stanie Delaware, w formie LLC. Wynikało to z prostoty procesu – spółkę można było założyć niemal z gotowego wzorca, a inwestorzy międzynarodowi dobrze znali tę formę. Konstrukcja Delaware LLC przypomina spółkę osobową, z ochroną wspólników ograniczoną do wniesionego wkładu, podobnie jak w polskiej spółce z o.o. Jej istotną zaletą jest brak podatku korporacyjnego, ponieważ opodatkowanie odbywa się wyłącznie na poziomie wspólników. Z drugiej strony, rozwiązanie to wiązało się z pewnymi komplikacjami dla inwestorów europejskich – inwestycja poza UE oznacza dodatkowe obowiązki raportowe wobec organów podatkowych, a sam zarządzający musi składać kwartalne zeznania w USA. W praktyce wielu inwestorów uznawało to za barierę.

Alternatywą, która szybko zdobyła popularność, stała się prosta spółka akcyjna (PSA) wprowadzona do polskiego prawa w 2021 roku. Obecnie większość nowych search fundów w Polsce wybiera tę formę, ponieważ daje ona szereg praktycznych przewag. Rejestracja jest stosunkowo prosta, a na etapie searchu PSA ułatwia negocjacje z lokalnymi właścicielami – przedsiębiorcy chętniej rozmawiają z partnerem działającym w polskim systemie prawnym. Struktura ta pozwala też obniżyć koszty i skrócić czas przygotowania do akwizycji. Początkowo inwestorzy podchodzili do PSA z rezerwą jako do rozwiązania nowego i mniej znanego, a kwestie podatkowe wydawały się mniej korzystne niż w przypadku Delaware LLC. Z biegiem czasu, wraz z pierwszymi udanymi transakcjami, PSA została jednak zaakceptowana jako rynkowy standard w Polsce.

Niezależnie od tego, czy fundusz na etapie searchu powstaje w Delaware czy w Polsce, w momencie akwizycji najczęściej tworzy się spółkę holdingową w Luksemburgu (tzw. *LuxCo*). Jest to rozwiązanie dobrze znane inwestorom zagranicznym, którzy cenią stabilność tamtejszego prawa i jasne mechanizmy

corporate governance – szczególnie istotne w strukturach, w których większość akcjonariuszy ma charakter mniejszościowy. Luksemburg daje też przewagi podatkowe, przede wszystkim w kontekście uniknięcia

podwójnego opodatkowania pomiędzy inwestorami z USA a spółką operacyjną w Polsce, ponieważ posiada rozbudowaną sieć umów o unikaniu podwójnego opodatkowania (obejmującą ponad 80 krajów, w tym USA i Polskę) oraz status uznanej jurysdykcji holdingowej w UE, co pozwala efektywniej transferować dywidendy i zyski kapitałowe. Wybór tej jurysdykcji zwiększa więc komfort inwestorów i ułatwia egzekwowanie ich praw.

Kwestie formalne są ściśle powiązane z mechanizmami wynagradzania operatorów i zasadami corporate governance. Zaangażowanie inwestorów w search fund ma charakter dwustopniowy – najpierw finansują etap poszukiwania spółki, a następnie, w przypadku znalezienia atrakcyjnego celu, podejmują decyzję o uczestnictwie w rundzie akwizycji. W umowach przewidziane są rozwiązania chroniące inwestorów, takie jak hurdle rate oraz preferencje likwidacyjne. Standardowy hurdle rate wynosi ok. 8% i oznacza minimalny poziom zwrotu wymagany przed podziałem zysków z operatorem. Preferencje likwidacyjne, zazwyczaj w tym samym przedziale, określają natomiast kolejność dystrybucji środków – dopóki inwestorzy nie odzyskają swojego kapitału wraz z ustalonym zwrotem, operator nie uczestniczy w podziale.

Operatorzy otrzymują udziały w formule vestingu rozłożonego zazwyczaj na cztery lata. Jeśli search prowadzi jedna osoba, typowa struktura zakłada ok. 8% udziałów w momencie akwizycji, kolejne 8% w ramach vestingu opartego na czasie oraz 8% powiązane z wynikami (np. osiągnięcie IRR na poziomie 20–30%). W przypadku duetu cały pakiet, zwykle ok. 30%, dzielony jest pomiędzy obie osoby. Mechanizm vestingu ma na celu dalsze zabezpieczenie inwestorów – w sytuacji, gdy operator zrezygnuje z zarządzania przed wyjściem z inwestycji, jego prawa wygasają. Często stosuje się też dodatkowe plany motywacyjne rozpisane na kilka transz, które uzależniają korzyści menedżera od długofalowego wzrostu wartości spółki.

Proces formalny wiąże się także z kosztami. Badania due diligence w zakresie finansowym, podatkowym i prawnym finansowane są ze środków funduszu, natomiast analiza komercyjna – dotycząca rynku, konkurencji czy produktów – w dużej mierze realizowana jest bezpośrednio przez operatora. Tak skonstruowany model ma swoje ryzyka i wymaga znacznego zaangażowania, ale jednocześnie zapewnia spójność interesów inwestorów i searcherów, a przy tym buduje przejrzystość całego procesu.

3.3. Katalizatory wzrostu search fundów w Polsce



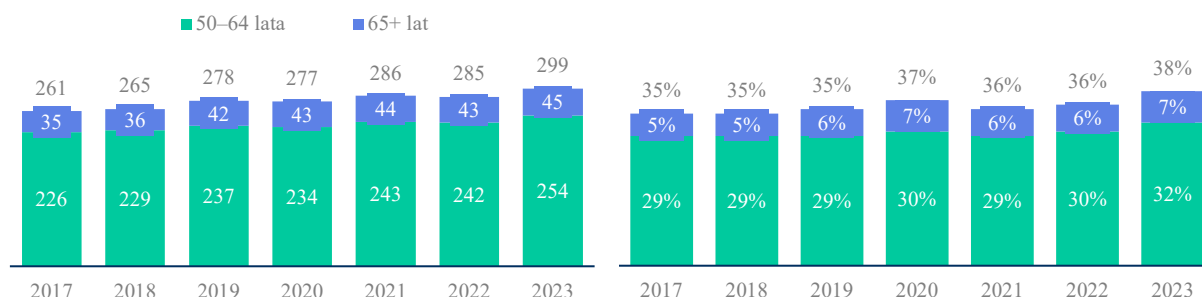
Nadchodząca fala sukcesji

Jednym z głównych czynników, który w najbliższych latach może napędzać rozwój search fundów w Polsce, jest problem sukcesji w firmach rodzinnych. To właśnie one stanowią fundament krajowej gospodarki – odpowiadają za około 40% PKB i zatrudniają ponad 3 miliony osób. Według danych EY i SGH prywatne

firmy z polskim kapitałem generują rocznie ponad 3,2 biliona złotych przychodów, a w sektorze przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 10 pracowników odpowiadają za ponad połowę przychodów i wyników netto.

Mimo tak dużego znaczenia gospodarczego, ogromna część firm rodzinnych staje dziś przed wyzwaniem zmiany pokoleniowej. W 2023 roku w Polsce działało około 673 tys. przedsiębiorców, z czego aż 45 tys. znajdowało się w wieku emerytalnym (65+). Dodatkowo 254 tys. właścicieli mieściło się w przedziale 50–64 lata. Już dziś ponad 38% wszystkich przedsiębiorców w Polsce ma powyżej 50 lat, a odsetek ten wzrósł o blisko 5 punktów procentowych od 2017 roku.

Wykres 9. Przedsiębiorcy w wieku 50+ (w tys.) oraz udział w łącznej populacji przedsiębiorców (%)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu Banku Pekao o sukcesji w polskich firmach rodzinnych (2024)

Przygotowanie do sukcesji wciąż jest ograniczone. Zaledwie 8,1% polskich firm rodzinnych ma wyznaczonego sukcesora w rodzinie, a około 60% nestorów otwarcie przyznaje, że ich następcy nie dysponują wystarczającymi kompetencjami. Co więcej, aż 85% potencjalnych sukcesorów nie chce w przyszłości prowadzić biznesu rodzinnego. W porównaniu globalnym Polska znajduje się wciąż na wczesnym etapie – 53% polskich firm rodzinnych pozostaje w rękach pierwszego pokolenia (vs 32% globalnie), a tylko 47% przeszło w ręce kolejnych pokoleń (vs 68% na świecie).

W tej sytuacji search fundy oferują rozwiązanie, które wyróżnia się na tle alternatyw. W przeciwieństwie do funduszy Private Equity, które zazwyczaj zarządzają portfelem spółek i operują w ograniczonym horyzoncie inwestycyjnym, search fund koncentruje się na jednej firmie, w której perspektywa zaangażowania może być znacznie dłuższa – również dzięki bazie inwestorów i aktywnemu rynkowi transakcji wtórnych. Kluczową różnicą jest także rola menedżera – searcher po przejęciu obejmuje funkcję prezesa i angażuje się nie tylko w codzienne zarządzanie, ale też w strategię i długofalowy rozwój spółki. Taka wizja następcy, aktywnie obecnego w biznesie i myślącego o jego przyszłości, często budzi większe zaufanie sprzedających niż alternatywa w postaci funduszu finansowego. Dla właścicieli oznacza to kontynuację działalności, zachowanie marki i troskę o pracowników, co czyni z tego modelu atrakcyjną odpowiedź na nadchodzącą falę sukcesji w Polsce.

Wykres 10. Liczba i przychody firm z rodzimym kapitałem prywatnym w latach 2007-2023



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu Banku Pekao o sukcesji w polskich firmach rodzinnych (2024)

Dobre perspektywy gospodarcze

Polska wyróżnia się na tle Europy Zachodniej solidnymi fundamentami makroekonomicznymi i wysoką dynamiką wzrostu. W 2024 roku gospodarka urosła o 2,9%, a prognozy na 2025 r. wskazują na przyspieszenie do 3,4%. To wynik ponad trzykrotnie wyższy niż średnia dla UE, która oscyluje wokół 1%. Na tle największych gospodarek Europy, w tym Niemiec notujących ujemny wzrost na poziomie -0,2%, Polska jawi się jako jeden z motorów rozwoju regionu.

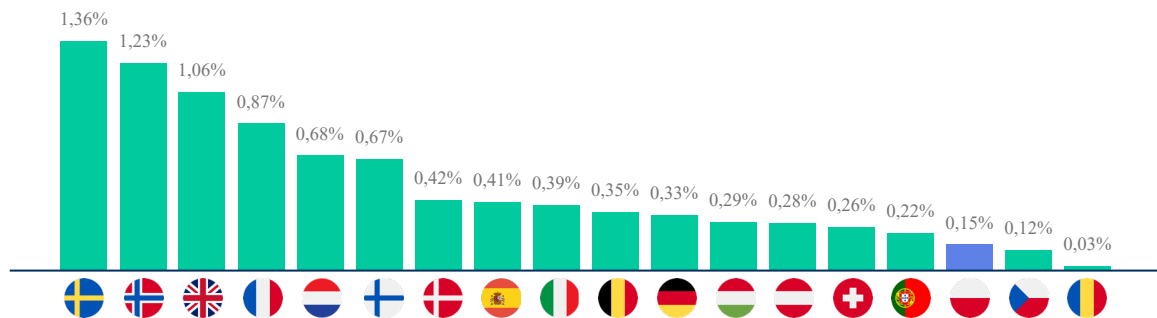
Dla search fundów przekłada się to na wyjątkowo sprzyjające otoczenie. Silna dynamika gospodarcza oznacza lepsze perspektywy dla przejmowanych spółek, wyższy popyt wewnętrzny oraz szanse na dynamiczny rozwój po akwizycji. Podczas gdy w krajach zachodnich inwestorzy zmuszeni są koncentrować się na restrukturyzacji i optymalizacji operacyjnej, w Polsce możliwe jest budowanie wartości przede wszystkim poprzez wzrost organiczny i ekspansję.

Dodatkowym atutem jest strukturalna odporność polskiej gospodarki – młody rynek, rosnąca konsumpcja wewnętrzna oraz korzystne położenie geograficzne sprawiają, że Polska pozostaje atrakcyjnym miejscem dla inwestorów długoterminowych. Krótkoterminowo bardzo silnym impulsem dla gospodarki pozostają również środki z KPO, które w najbliższych latach dodatkowo będą wspierać tempo inwestycji i konsumpcji. W tym kontekście search fundy mogą szczególnie korzystać na stabilnych fundamentach makroekonomicznych, które wzmacniają potencjał sukcesu ich modelu.

Płytki rynek finansowy

Kolejnym czynnikiem sprzyjającym rozwojowi search fundów w Polsce jest płytkość lokalnego rynku finansowego. Od lat wskazuje się, że największym problemem sektora PE/VC w Polsce jest ograniczony dostęp do kapitału – fundusze w dużej mierze bazują na środkach publicznych, głównie z PFR, BGK czy instytucji międzynarodowych jak EBRD i EBI. Brakuje natomiast zaangażowania prywatnych instytucji finansowych, a udział kapitału emerytalnego czy ubezpieczeniowego w finansowaniu tego rynku wynosi zaledwie ok. 5%, podczas gdy w Europie Zachodniej czy USA sięga ponad 30%. W efekcie liczba lokalnych funduszy zdolnych do finansowania średnich transakcji jest bardzo ograniczona. Search fundy częściowo wypełniają tę lukę, dokapitalizowując segment MŚP, który w Polsce odpowiada za dużą część gospodarki, a jednocześnie ma trudny dostęp do finansowania wzrostu. Model ten pozwala wprowadzać na rynek prywatny międzynarodowych inwestorów z doświadczeniem, którzy oprócz kapitału dostarczają know-how i sieć kontaktów.

Wykres 11. Inwestycje w Private Equity jako % PKB w poszczególnych krajach Europy



Źródło: Opracowanie własne na podstawie IMF World Economic Outlook Database (2025) oraz Invest Europe (2025)



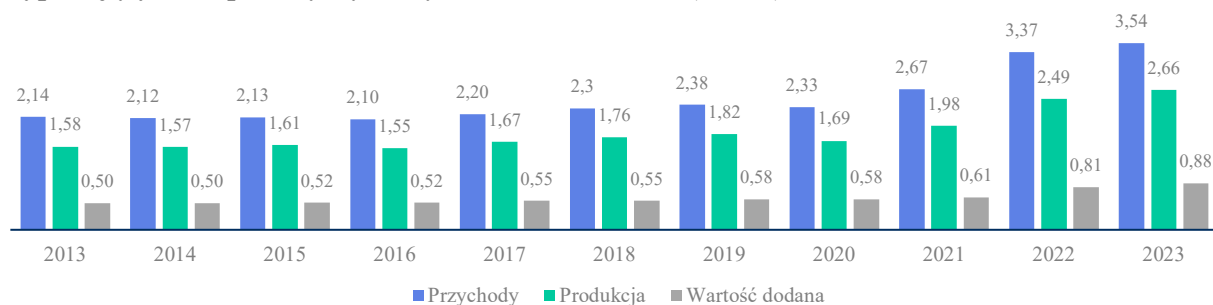
Michał Kamiński (Lynx Trail Capital) o dostępności kapitału i rozwoju rynku search fundów w Europie: „Miałem wiele dyskusji z inwestorami z Francji czy Niemiec o przyszłości search fundów w Polsce i zgadzam się z ich opinią, że nie ma żadnego powodu, aby w średnim terminie musiały się one głównie finansować poza granicami rozwiniętych krajów. Przykładowo – dlaczego niemiecki searcher miałby pozyskiwać kapitał poza Niemcami? Kapitału nie brakuje, a jedynym problemem pozostaje wciąż edukacja. Sam pomogłem założyć Search Fund Club na WHU dopiero rok temu – co wydaje się absurdem, biorąc pod uwagę, że transakcji jest tam wiele, jest dostępny kapitał, wykształcony management oraz wszystkie instytucje wspierające rozwój rynku i przedsiębiorstw.”

Potencjał rozwoju MŚP

Polski sektor MŚP, odpowiadający za niemal połowę PKB i zatrudniający ponad 6,8 mln osób, wciąż pozostaje w dużej mierze niedojrzały pod względem cyfryzacji, innowacyjności, skalowania działalności czy ekspansji międzynarodowej. Pomimo znaczącego wkładu w gospodarkę, wiele firm działa wciąż w tradycyjnych modelach biznesowych i opiera rozwój głównie na wzroście organicznym, bez wykorzystywania pełnego potencjału nowych technologii czy strategii ekspansji. Brak profesjonalizacji procesów zarządczych i ograniczone kompetencje w obszarze międzynarodowej ekspansji sprawiają, że sektor ten jest relatywnie mniej konkurencyjny na tle rynków Europy Zachodniej, ale jednocześnie otwiera ogromne pole do wzrostu w przyszłości.

Niskie nakłady na innowacje i transformację cyfrową również potwierdza przestrzeń do wzrostu. Polska osiąga około 61% unijnej średniej w finansowaniu innowacji i R&D, a w rankingu DESI plasuje się na jednym z ostatnich miejsc w UE. Wielu przedsiębiorców wciąż nie wdrożyło podstawowych rozwiązań cyfrowych, co ogranicza ich konkurencyjność, ale zarazem stwarza duże możliwości poprawy efektywności i skalowania działalności. Dla search fundów oznacza to wyjątkową okazję do budowania wartości poprzez profesjonalizację zarządzania, wprowadzanie nowoczesnych narzędzi, zwiększanie skali działalności i otwieranie przejętych spółek na rynki zagraniczne. Niedojrzałość polskich MŚP nie jest barierą, lecz szansą – firmy o stabilnych fundamentach, ale ograniczonym doświadczeniu w rozwoju i ekspansji, mogą dzięki nowemu kapitałowi i know-how szybko rosnąć i zwiększać swój zasięg.

Wykres 12. Produktywność przedsiębiorstw w ujęciu produkcji, przychodów i wartości dodanej przypadających na przeciętną firmę w latach 2013-2023 (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Działalność przedsiębiorstw niefinansowych (2023) oraz GUS (2024)

Niezagospodarowane nisze rynkowe

Młodość polskiego kapitalizmu, rozwijającego się dopiero od 1989 roku, sprawia, że wiele sektorów i nisz rynkowych pozostaje słabo zagospodarowanych. W odróżnieniu od Europy Zachodniej, gdzie konkurencja i wyceny spółek są wysokie, w Polsce searcherzy mogą znaleźć firmy o solidnych fundamentach, działające w stabilnych segmentach, ale niewykorzystujące jeszcze w pełni swojego potencjału. Dobrym punktem odniesienia jest przykład Hiszpanii, gdzie podobna struktura gospodarki i krótka historia kapitalizmu

stworzyły wyjątkowo sprzyjające warunki do rozwoju search fundów. Tam, po transformacji w latach 80. (koniec ery Franco), fundusze te szybko zdobyły silną pozycję, opierając się na przejęciach firm rodzinnych. Polska, w której firmy rodzinne również powstawały masowo dopiero po 1989 roku, znajduje się na analogicznej ścieżce. To sprawia, że niezagospodarowane nisze w młodej gospodarce są jednym z najważniejszych driverów wzrostu search fundów w Polsce.

Potencjał Eksportowy i Integracja Europejska

Silne powiązania regionalne stanowią kolejny czynnik wspierający rozwój search fundów w Polsce. Pozycja Polski w europejskich łańcuchach dostaw jest coraz bardziej znacząca – średnie tempo wzrostu eksportu z Niemiec do Polski w latach 2019–2024 wyniosło 7,8%, a w 2024 r. Polska po raz pierwszy zajęła 4. miejsce wśród partnerów niemieckiego eksportu, wyprzedzając Chiny. Udział naszego kraju w niemieckim eksporcie osiągnął 6%, a dzięki członkostwu w Unii Europejskiej polskie firmy mają bezpośredni dostęp do rynku 450

mln konsumentów przy jednoczesnym zachowaniu konkurencyjnych kosztów operacyjnych. To tworzy doskonałe warunki do ekspansji przejmowanych spółek na rynki zachodnioeuropejskie. Jednocześnie potencjał ten jest wciąż niewykorzystany – większość polskich firm koncentruje się na rynku lokalnym, a jedynie 4,8% przedsiębiorstw prowadzi działalność eksportową. Paradoksalnie jednak to właśnie MŚP odpowiadają już dziś za 45% wartości polskiego eksportu, co pokazuje, że sektor ma ogromne możliwości dalszego rozwoju w tym obszarze i może być naturalnym polem do budowania wartości przez search fundy.

3.4. Studia przypadków na rynku search fundów w Polsce

Paweł Malon i Marek Jakubów przejmują w ramach search fundu Stability Capital Velis Real Estate Tech i tworzą Singu – ich studium przypadku pokazuje, jak w Polsce można przeprowadzić pełny cykl search fundu – od fundraisingu po rozwój przejętej spółki, po wyjście do globalnego funduszu Private Equity.

Faza I: Fundraising (2020)

Paweł Malon po doświadczeniu w Bank of America Merrill Lynch (M&A) i londyńskim Private Equity, podczas MBA na INSEAD poznał Marka Jakubowa. Zdecydowali się spróbować w Polsce modelu przedsiębiorczości poprzez akwizycję.



Paweł Malon (Stability Capital/SINGU) o początkach jego search fundu: *Podczas MBA na INSEAD poznałem Marka i postanowiliśmy spróbować zrobić search fund w Polsce. (...) Udało nam się zebrać kapitał w rekordowym czasie – 6 tygodni, największy i najszybszy fundraise w Europie w 2020.*

Kapitał (40% z USA, 40% z Europy, 20% z Polski) zebrano w strukturze Delaware LLC.

Proces edukacji był trudny. Polska to konserwatywny rynek – najlepsza inwestycja według wielu Polaków to kawalerka w Warszawie, a klasa aktywów która historycznie dostarcza 30%+ IRR jest dla wielu abstrakcją często kojarzoną z kolokwialną lichwą.

Faza II: Poszukiwanie spółki (2021–2022)

Zespół szukał firm o EBITDA 2–5 mln USD, asset-light, marżowych i skalowalnych. W lutym 2022 Malon napisał cold outreach do founderów Velis Real Estate Tech [obecnie Singu].

Jeden z nich odpisał, po czym spotkaliśmy się na kawę w Krakowie (...). Latem założyliśmy ofertę niewiązącą, a jesienią rozpoczęliśmy pełne due diligence.

Faza III: Akwizycja (styczeń–czerwiec 2023)

W styczniu 2023 podpisano umowę wiążącą, a closing nastąpił 23 czerwca 2023. Proces trwał dłużej ze względu na konieczność restrukturyzacji prawnej – Velis musiał przejść ze spółki jawnej na spółkę z o.o. Sama transakcja odbyła się poprzez dedykowaną spółkę holdingową w Luksemburgu.

Od initial contact do zamknięcia minęło 16 miesięcy - od lutego 2022 do czerwca 2023, czyli relatywnie długo, ale odzwierciedla to potencjalne problemy i działania przy zakupie tego typu spółek.

Po transakcji dwóch z trzech founderów odeszło, został jedynie CTO. Transakcja została głównie sfinansowana poprzez inwestorów z fazy Search (Istria, Ambit Partners, Relay, Housatonic, Vonzeo, Evolutiq, Liberty One Group, etc.) oraz długiem.

Faza IV: Transformacja i rozwój (od połowy 2023)

Malon i Jakubów przekształcili Velis w czysty model B2B SaaS z mocno zdefiniowanym ICP, GTM, uproszonym procesem rozwoju produktu i wdrożeń u klienta, osiągając około 50% wzrostu rocznie i podwajając ARR spółki do około 10 mln USD ARR.

Kompletnie zmieniliśmy profil działalności organizacji na pure play B2B SaaS. Jesteśmy na dobrym rynku, rośniemy około 50% i nadal mamy dobrą marżę EBITDA.

Firma mocno się rozwinęła międzynarodowo otwierając biura i zatrudniając m.in. w Krakowie, Warszawie, Berlinie, Frankfurtach, Pradze, Bukareszcie i Meksyku. Jej produkt obsługuje ponad 200 milionów metrów kwadratowych powierzchni nieruchomości komercyjnych dla ponad 500 klientów w 35 krajach.

Faza V: Wnioski

Kluczowa była komplementarność doświadczeń. Ja byłem po Private Equity, Marek Jakubów po konsultingu. (...) Ja czuję się komfortowo w sales i finansach, a Marek jest osobą uproszowaną, która trzyma w ryzach część technologiczną i operacyjną.

Model search fundów – mimo licznych trudności i odmów – ma w Polsce przyszłość. To jest świetny model dla polskiej gospodarki – mamy mało funduszy Private Equity, a bardzo dużo firm rodzinnych z problemem sukcesji.

W Lipcu 2025 Singu pozyskał finansowanie od globalnego funduszu K1 Investment Management na strategię Buy and Build celem zbudowania europejskiego czempiona na swoim rynku. Od tego czasu Singu kupiło net-haus GmbH w Niemczech oraz Micad Systems w Wielkiej Brytanii.

Bibliografia:

Aventis Advisors. *Czym są fundusze typu search fund i dlaczego warto je znać?* [online]. Warszawa: Aventis Advisors, 14 marca 2024. Dostępne w Internecie: <https://aventis-advisors.com/pl/czym-sa-fundusze-typu-search-fund-i-dlaczego-warto-je-znac/> (dostęp: dzień/miesiąc/rok).

Biegało, M. (2021) 'Charakterystyka search funds jako inwestorów dla firm rodzinnych w Polsce w obliczu braku sukcesji', *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, 182, pp. 9–30.

Kelly, P. i Heston, S. (2024) *2024 Search Fund Study: Research Overview*. Stanford Graduate School of Business. Dostępne na: <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/case-studies/2024-search-fund-study> (dostęp: 14.09.2025).

Kowalewski, A.-S., Kelly, P., Simon, J. i Johnson, R. (2024) *International Search Funds — 2024: Selected observations*. IESE Business School. Dostępne na: <https://www.iese.edu/entrepreneurship/search-funds/> (dostęp: 14.09.2025).

INSEAD Knowledge. (2025) *Search Funds: A Rising Asset Class Outperforming PE and VC*. Autorzy: Ivana Naumovska i Guillermo Irarrázaval Zañartu. Dostępne na: <https://knowledge.insead.edu/entrepreneurship/search-funds-rising-asset-class-outperforming-pe-and-vc> (dostęp: 14.09.2025).

Załączniki:

1. Metodologia wywiadów

Badanie zostało oparte na serii **siedmiu wywiadów pogłębianych** przeprowadzonych z polskimi założycielami search fundów oraz inwestorami aktywnie działającymi w tym modelu.

- **Forma wywiadów:** jeden wywiad odbył się **stacjonarnie**, natomiast sześć pozostałych zostały przeprowadzone **online** za pośrednictwem platform videokonferencyjnych.
- **Scenariusz:** każdy wywiad został przeprowadzony na podstawie **wcześniej przygotowanego scenariusza badawczego**. Zawierał on zestaw pytań dotyczących m.in.:
 - o ścieżki kariery i doświadczeń zawodowych rozmówcy,
 - o motywacji do założenia search fundu,
 - o procesu fundraisingu i relacji z inwestorami,
 - o kryteriów wyboru spółki docelowej,
 - o doświadczeń operacyjnych po akwizycji,
 - o barier i perspektyw rozwoju search fundów w Polsce.
- **Charakter wywiadów:** rozmowy miały charakter **półstrukturalizowany** – moderator posługiwał się scenariuszem, ale pozostawiał przestrzeń do swobodnego rozwinięcia wątków przez rozmówców.
- **Cel badania:** zebranie wiedzy na temat profilu polskich search fundów, ich ścieżek kariery, wyzwań i praktyk w zakresie fundraisingu oraz budowania wartości w przejętych firmach.

2. BIO searcherów, z którymi przeprowadziliśmy wywiady

1. Singu – Paweł Malon (kiedyś Stability Capital)

Doświadczony lider w obszarze Private Equity, Venture Capital oraz technologii dla nieruchomości komercyjnych. Obecnie Group CEO w Singu i Micad – spółkach portfelowych K1 Investment Management – gdzie odpowiada za budowę europejskiego lidera technologii CRE. Wcześniej CEO w Singu (Velis Real Estate Tech). Karierę rozpoczął w Bank of America Merrill Lynch (M&A), następnie w Compass Partners International (PE), a potem w Stability Capital. Absolwent INSEAD (MBA), University of Cambridge (MPhil) i Loughborough University.

2. Lynx Trail Capital – Michał Łukasz Kamiński

Michał Łukasz Kamiński – przedsiębiorca i inwestor, Managing Partner w Lynx Trail Capital. Współzałożyciel i CEO Fundacji im. Abrahama Jakuba Sterna, współtwórca portalu *300GOSPODARKA* i Stowarzyszenia *Bezapelacyjni*. Doświadczenie zdobywał jako CEO Impact CEE oraz doradca w administracji i finansach. Absolwent UC Berkeley i SGH, uczestnik Kellogg-WHU Executive MBA.

3. Vistula Horizon Partners – Mikołaj Konior i Jakub Złocki

Mikołaj Konior – zdobywał doświadczenie w McKinsey (Senior Business Analyst), Innova Capital (Investment Analyst) i CVC (Investment Executive). Pracował nad strategią i rozwojem ponad 20 firm. Absolwent HEC Paris (finanse) i SGH (metody ilościowe).

Jakub Złocki – konsultant w BCG (2024–2025), wcześniej ekonomista w EBI i asystent premiera. Absolwent SGH, Bocconi i Harvard Business School (MBA).

4. Search Capital – Mikołaj Lipiński

Mikołaj Lipiński – przedsiębiorca i doradca, Managing Partner w Blackpartners. Brał udział w ponad 50 transakcjach M&A, pełnił funkcje interim CFO i CEO w spółkach portfelowych PE/VC oraz rodzinnych. Wykładowca MBA w obszarze M&A i wycen. Współzałożyciel Search Capital.

5. Sustinere – Wojciech Bujas

Manager z ponad 12-letnim doświadczeniem, obecnie prowadzi Sustinere, search fund skoncentrowany na przejęciach w Polsce. Pełnił funkcje CFO i COO w spółkach produkcyjnych i usługowych, a także zarządzał funduszami Private Equity. Absolwent MBA we Francji, Politechniki Warszawskiej (lotnictwo i kosmonautyka) oraz SGH (finanse).

6. Innesto Partners - Joachim de Belgique

Współzałożyciel i partner zarządzający w Innesto Partners, funduszu inwestującym w search fundy i przedsiębiorców rozwijających małe oraz średnie firmy. Doświadczenie zdobywał w Clayton Dubilier & Rice, AtlasInvest oraz New Southern Energy, łącząc praktykę inwestycyjną i operacyjną. Ukończył Bocconi University i MBA w Harvard Business School.

7. Ambit Partners – Rob LeBlanc

Współzałożyciel i partner zarządzający Ambit Partners, globalnej firmy inwestującej w search fundy, działającej na rynku od 2020 roku. Posiada rozległe doświadczenie w private equity, venture capital oraz inwestowaniu w modele przedsiębiorczości przez przejęcia (ETA) na rynkach rozwiniętych i rozwijających się. Ukończył McGill University i MBA w Harvard Business School.