



Inwestornia
POMYSŁ - KAPITAŁ - BIZNES

Kapitał dla pomysłodawców. Pomysły dla inwestorów.

Część 3. Etapy procesu inwestycyjnego



**INNOWACYJNA
GOSPODARKA**
NARODOWA STRATEGIA SPÓJNOŚCI

Agencja Rozwoju Pomorza S.A.

UNIA EUROPEJSKA
EUROPEJSKI FUNDUSZ
ROZWOJU REGIONALNEGO

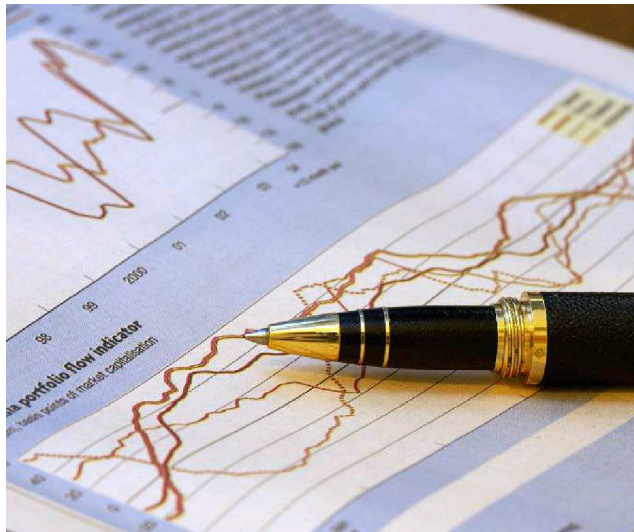


Dotacje na innowacje

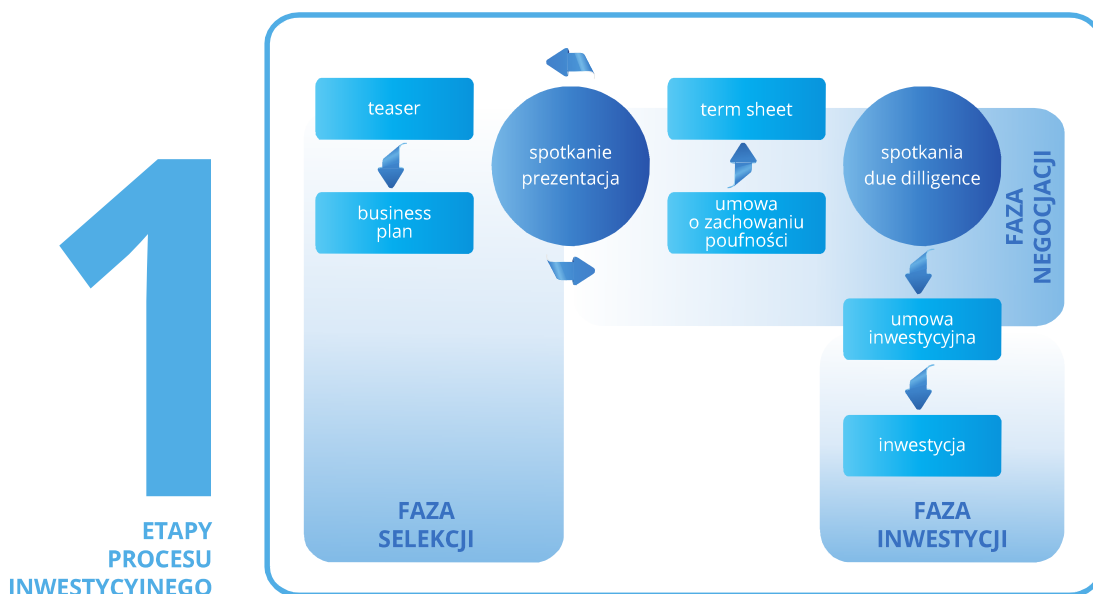
Spis treści

Wstęp	3
Uwarunkowania prawne inwestycji kapitałowych	5
Spółka kapitałowa, kapitał zakładowy, podwyższenie kapitału zakładowego, kapitał zapasowy (agio), zarząd, rada nadzorcza, walne zgromadzenie	
Negocjacje z inwestorami	11
Umowa o zachowanie poufności, wyłączność negocjacji, term sheet, wycena, proces due diligence	
Umowa inwestycyjna	17
Elementy umowy, oświadczenia i zapewnienia, nadzór korporacyjny	
Wyjście z inwestycji	21
Zabezpieczenie wniesionego wkładu, wykup menadżerski, prawo pierwszeństwa nabycia udziałów/akcji, prawo pierwokupu, opcje call i put, tag along, drag along	
Słownik pojęć	26
O Autorach	28
O Inwestorni	29

Proces inwestycyjny



Aby z sukcesem rozpocząć proces negocjacji z inwestorem kapitałowym należy najpierw zainteresować go swoim projektem. Pierwszy kontakt pomysłodawcy z inwestorem odbywa się przy wykorzystaniu skrótowego dokumentu opisującego najważniejsze elementy projektu, nazywanego z języka angielskiego **teaser**. W praktyce jest to skrót przygotowanego wcześniej biznesplanu, który w szczegółowy sposób opisuje założenia funkcjonowania przyszłego projektu inwestycyjnego. Dokument ten powinien być stosunkowo krótki i atrakcyjny dla inwestora, dlatego zazwyczaj przygotowuje się go w formie opisowej i graficznej lub tylko w formie infografiki. Dokument ten ma za zadanie wzbudzić zainteresowanie projektem i zachęcać do zadawania kolejnych pytań. W związku z powyższym pomysłodawcy powinni sporządzić go, unikając specjalistycznego języka i zwrócić uwagę na najważniejsze elementy projektu biznesowego.



Źródło: Taylor Economics Sp. z o.o.

Jeżeli **teaser inwestycyjny** okaże się interesujący dla inwestora, to najczęściej drugi etap związany jest z **prezentacją pomysłu** bezpośrednio przed inwestorem. Prezentacja pomysłu to zazwyczaj 5-cio lub 10-cio minutowe wystąpienie pomysłodawców przed inwestorem lub grupą inwestorów.

Założeniem prezentacji jest zainteresowanie i zaintrygowanie pomysłem oraz zachęcenie do zadawania dalszych pytań. W tak krótkim czasie niemożliwe jest przedstawienie wszystkich aspektów pomysłu biznesowego, dlatego należy skupić się na jego najważniejszych elementach. W prezentacji podobnie jak w teaserze należy unikać szczegółowego tłumaczenia zastosowanych rozwiązań technologicznych.

Jeżeli po pierwszej prezentacji jest zainteresowanie projektem, to zazwyczaj organizowane są kolejne spotkania mające na celu sprawdzenie wiarygodności pomysłodawców i realności wykonania pomysłu biznesowego. Jednocześnie podpisywana jest **umowa o zachowaniu poufności** oraz przedstawiany jest dokument **term sheet**, który określa zakres negocjacji i wstępne warunki umowy inwestycyjnej. Dalsze spotkania dotyczą zazwyczaj uwiarygodnienia pomysłu, w tym doprecyzowania elementów umowy inwestycyjnej i biznesplanu. Powyższy proces nazywa się z języka angielskiego **due diligence**. Proces może mieć tym samym charakter formalny lub nieformalny i zostać zrealizowany w trakcie spotkań z pomysłodawcami. Elementy procesu inwestycyjnego związane z fazą negocjacji i inwestycji zostały szczegółowo opisane w kolejnych rozdziałach niniejszej publikacji.

W teaserze, tak jak w prezentacji inwestycyjnej nie można zapominać o następujących elementach:

- opisie doświadczenia zespołu pomysłodawców,
- opisie unikalnych cech oferowanego produktu lub usługi,
- opisie grupy docelowych klientów ze wskazaniem potrzeb, jakie będą zaspokajane,
- opisie modelu biznesowego spółki,
- opisie rynku docelowego i konkurencji (bezpośredniej ale także substytutów),
- zapotrzebowaniu na kapitał ze wskazaniem nakładów inwestycyjnych.

Uwarunkowania prawne inwestycji kapitałowych

Podstawowym sposobem inwestowania przez różnego typu inwestorów kapitałowych (business angels, fundusze czy też inwestorów branżowych) jest nabywanie udziałów lub akcji w spółkach pomysłodawców. W tym celu niezbędne jest założenie lub przekształcenie bieżącej działalności pomysłodawców w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółkę akcyjną. Sama procedura zakładania spółki może rozpocząć się dopiero na etapie negocjacji z inwestorem, co z jednej strony pozwoli na ograniczenie kosztów, a z drugiej pozwoli na lepsze dostosowanie formuły spółki do oczekiwań inwestora. Ten drugi sposób jest szczególnie preferowany przez fundusze zaangażowane, które inwestują w projekty na etapie pomysłu.

Do założenia spółki kapitałowej niezbędne jest wniesienie kapitału zakładowego w formie pieniężnej lub niepieniężnej, czyli aportu (w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością minimalny kapitał zakładowy to 5 000 zł, a w spółce akcyjnej 100 000 zł). W przypadku, gdy umowa inwestycyjna nie stanowi inaczej, udział wspólników w kapitale zakładowym determinuje podział praw w spółce oraz ewentualny podział zysku. Wielkość kapitału objętego przez wspólnika/akcjonariusza jest tym samym decydująca przy podejmowaniu decyzji w spółce. Kapitał zakładowy jest również jednym z elementów kapitałów własnych, które są z kolei często wykorzystywane do wyceny spółki (wskaźnik C/WK¹).

¹C/WK - wskaźnik, który obliczamy dzieląc bieżącą cenę akcji (lub wycenę rynkową całej spółki) przez wartość księgową firmy przypadającą na jedną akcję (lub wartość księgową całej spółki). Wskaźnik ten informuje nas, jak wyceniana jest wartość majątku spółki przez rynek w porównaniu do wartości bilansowej.

A.	KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY
I.	Kapitał (fundusz) podstawowy
II.	Należne wpłaty na kapitał podstawowy - wielkość ujemna
III.	Udziały (akcje) własne - wielkość ujemna
IV.	Kapitał (fundusz) zapasowy
V.	Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny
VI.	Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe
VII.	Zysk/strata z lat ubiegłych
VIII.	Zysk/strata netto
IX.	Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego - wielkość ujemna

2

**ELEMENTY
BILANSU SPÓŁKI -
KAPITAŁ WŁASNY
CZĘŚĆ A. PASywa
SPÓŁKI**

Powszechnie wykorzystywanym sposobem inwestowania jest wnoszenie wkładów pieniężnych przez inwestorów przy wycenie przewyższającej cenę nominalną udziału lub akcji. Jeżeli cena udziału jest wyższa od jego ceny nominalnej, to mamy do czynienia z **wyceną rynkową**, która odzwierciedla nie tylko obecną sytuację spółki, ale także potencjał wynikający z realizacji planów inwestycyjnych w przyszłości. W tym przypadku nadwyżka kapitału powyżej wartości nominalnej jest przeznaczana na kapitał zapasowy po uwzględnieniu kosztów emisyjnych (tzw. „**agio**”), zwiększając jednocześnie elastyczność funkcjonowania spółki. W pierwszych latach funkcjonowania spółki, kiedy przychody nie pokrywają kosztów jej funkcjonowania i generowana jest strata finansowa, kapitał zapasowy pozwoli zarządowi spółki na pokrycie tej straty i dalsze funkcjonowanie przedsiębiorstwa.

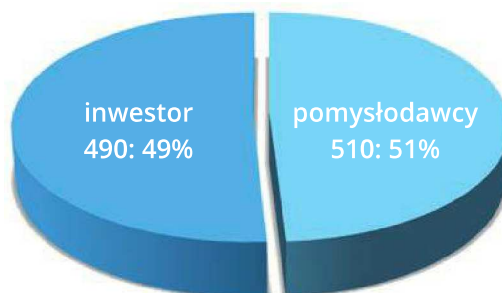
Kolejne rundy finansowania i przystępowanie inwestorów do już funkcjonującej spółki kapitałowej związane są z **podwyższaniem kapitału** (zarówno zakładowego, jak i w przypadku, gdy wartość podwyższenia przekracza wartość nominalną, również kapitału zapasowego) oraz **procesem rozpraszania inwestorów**. Każde kolejne podwyższenie kapitału, w którym nie partycypują dotychczasowi właściciele, powoduje spadek ich udziału w spółce i tym samym zmniejszenie ich wpływu na funkcjonowanie spółki. Wprawdzie Kodeks spółek handlowych gwarantuje udziałowcom i akcjonariuszom utrzymanie proporcji udziałów w spółce w zakresie sprawowanej kontroli, ale związane jest to z obowiązkiem opłacenia obejmowanych udziałów lub akcji zgodnie z ceną emisyjną. Prawo pierwszeństwa objęcia nowych udziałów i akcji w podwyższanym kapitale jest przypisane dotychczasowym właścicielom, a ich pozbawienie wymaga zgody wspólników lub akcjonariuszy. W przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością prawo pierwszeństwa należy wykonać w przeciągu 1 miesiąca, a w przypadku spółki akcyjnej zarząd spółki powinien zaoferować nowe akcje dotychczasowym akcjonariuszom (**prawo poboru**²) w formie ogłoszenia.



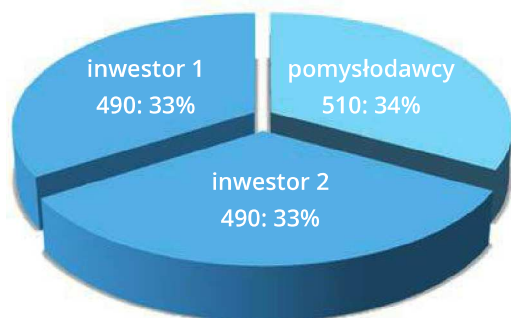
²Zgodnie z § 1. art. 433 Kodeksu spółek handlowych, akcjonariusze mają prawo pierwszeństwa objęcia nowych akcji w stosunku do liczby posiadanych akcji (prawo poboru).

Rozwodnienie akcjonariuszy/udziałowców w spółce

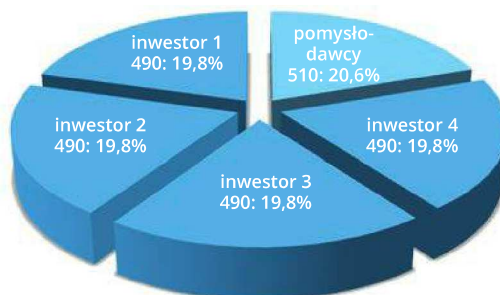
I runda finansowania – pomysłodawcy kontrolują spółkę na poziomie operacyjnym (bezwzględna większość głosów) posiadając 510 udziałów, a inwestor 490 udziałów.

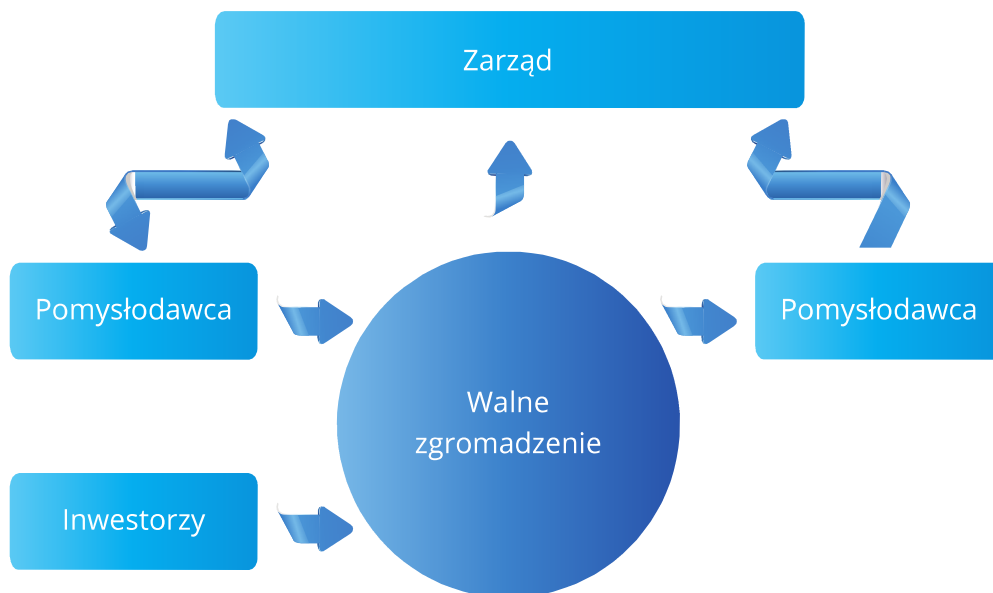


II runda finansowania – w wyniku podwyższenia kapitału do grona udziałowców dołączył drugi inwestor nabywając 490 udziałów – inwestorzy kontrolują spółkę na poziomie operacyjnym (większość bezwzględna oraz kwalifikowana na poziomie 2/3 głosów).



III runda finansowania – w wyniku podwyższenia kapitału do grona udziałowców dołączył trzeci i czwarty inwestor nabywając po 490 udziałów – inwestorzy kontrolują spółkę na poziomie strategicznym (większość bezwzględna oraz kwalifikowana na poziomie 3/4 głosów), pomysłodawca wciąż może zablokować uchwały, do których niezbędna jest większość kwalifikowana na poziomie 4/5 głosów (m.in. w sprawie pozbawienia akcjonariuszy prawa poboru akcji w całości lub części).





Źródło: Taylor Economics Sp. z o.o.

3
**SPÓŁKA
KAPITAŁOWA**

Spółki kapitałowe działają poprzez swoje organy, a nie poprzez wspólników. Organami spółki z ograniczoną odpowiedzialnością są zgromadzenie wspólników oraz zarząd. W przypadku gdy kapitał zakładowy przekracza 500 000 zł, a wspólników jest więcej niż 25, obligatoryjne jest powołanie rady nadzorczej lub komisji rewizyjnej. Jeżeli powyższy warunek nie jest spełniony, nie ma potrzeby powoływania rady nadzorczej w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością. W przypadku spółki akcyjnej oprócz zarządu funkcjonuje zgromadzenie akcjonariuszy oraz zawsze rada nadzorcza.

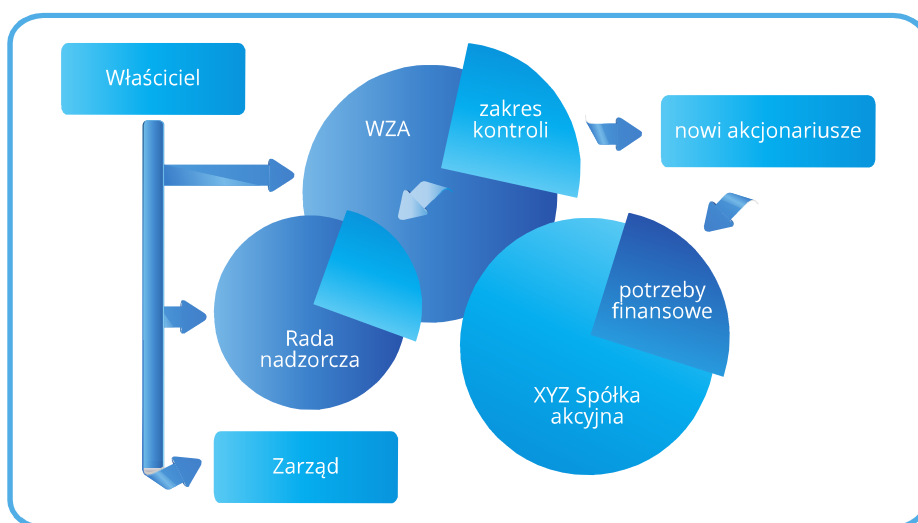
Zgromadzenie wspólników/akcjonariuszy to organ, który podejmuje uchwały określone w kodeksie spółek handlowych i w umowie lub statucie spółki. W ramach powyższego organu wspólnicy/akcjonariusze wyrażają swoją wolę w zakresie funkcjonowania spółki, w tym m.in. powołują zarząd, zatwierdzają sprawozdanie finansowe i udzielają absolutorium członkom zarządu i rady nadzorczej.

Zarząd spółki jest organem wykonawczym, którego zadaniem jest prowadzenie spraw spółki oraz jej reprezentacja. Zgromadzenie wspólników/akcjonariuszy określa zakres kompetencji zarządu oraz sposób reprezentacji spółki. W praktyce pomysłodawcy są zazwyczaj członkami zarządu, a w przypadku obecności inwestora w spółce, ich kompetencje są często ograniczane poprzez zapisy umowy inwestycyjnej i umowę/statut spółki (reprezentacja jednoosobowa lub łączna, a także możliwość rozporządzania prawami i zaciągania zobowiązań przekraczających określoną kwotę). Rzadszą sytuacją jest bezpośrednia kontrola inwestora na poziomie zarządu spółki (w przypadku funduszy kapitału zaangażowanego i aniołów biznesu taka sytuacja może mieć miejsce).

Rada nadzorcza powoływana jest przez wspólników/akcjonariuszy spółki najczęściej w proporcjach zgodnych ze sprawowaną kontrolą (w stosunku do posiadanego udziału w kapitale zakładowym lub zgodnie z zapisami umowy inwestycyjnej). Zadaniem rady nadzorczej jest nadzorowanie działania zarządu spółki. W przypadku spółki akcyjnej akcjonariusze nie mają prawa do indywidualnego sprawowania kontroli nad spółką (w przeciwieństwie do spółki z ograniczoną odpowiedzialnością), a rada nadzorcza jako organ powoływany obligatoryjnie ma prawo wglądu we wszystkie dokumenty spółki. Do szczególnych obowiązków rady nadzorczej należy ocena sprawozdań z działalności spółki, zawieszanie z ważnych powodów członków zarządu, delegowanie swoich członków na okres nie dłuższy niż 3 miesiące do czasowego wykonywania czynności członka zarządu, wyrażanie zgody na dokonanie przez członków zarządu określonych w statucie czynności, czy też w określonych sytuacjach zwoływanie walnych zgromadzeń. Poprzez nominowanie członków rady nadzorczej (lub poprzez bezpośrednie sprawowanie tej funkcji) inwestorzy najczęściej kontrolują spółkę kapitałową.

4

**PODZIAŁ WŁASNOŚCI
I KONTROLI W STOSUNKU
DO OBEJMOVANEGO
PAKIETU AKCJI**



Źródło: Taylor Economics Sp. z o.o.

Negocjacje z inwestorami



Z punktu widzenia pomysłodawcy największy niepokój budzi podzielenie się pomysłem z potencjalnym inwestorem czy doradcą. Obawa dotyczy wykorzystania przez inwestora, do własnych celów, informacji o projekcie. Ważnym elementem w negocjacjach jest więc podwyższenie gwarancji zachowania poufności przez partnerów rozmów. Dla inwestorów oraz firm doradczych reputacja stanowi istotne aktyw, dlatego profesjonalne firmy działające na rynku kapitałowym podpisują umowy o zachowaniu poufności i nie pozwalają sobie na ich łamanie, czy też wykorzystywanie pomysłów na projekty w ramach własnej działalności. Dodatkowym zabezpieczeniem ze strony pomysłodawców powinno być sprawdzenie inwestora czy funduszu, z którym planuje się podjąć rozmowy, m.in. poprzez doświadczenie jakie posiadają zarządzające nimi osoby, czy też opinie pomysłodawców w spółkach portfelowych.

Na etapie, gdy pomysłodawca próbuje zainteresować swoim pomysłem inwestorów, przekaz powinien być krótki i dotyczyć najistotniejszych elementów projektu, tak aby wzbudzić u odbiorcy chęć dalszego poznania jego szczegółów. W tym celu stosuje się krótkie formy prezentacji graficznej (**teaser**) lub krótkie prezentacje (**pitching**), które tak naprawdę nie pozwalają na zagłębienie się w szczegóły projektu. Nie można zapominać, że jeżeli nie jesteśmy w stanie zainteresować inwestorów pomysłem na pierwszym etapie, to oznacza, że projekt jest źle przygotowany lub unikalność projektu jest zbyt niska. Inwestorzy nie zainwestują w pomysł, który mogliby sami z łatwością zrealizować, co oznacza, że jeżeli pomysł jest prosty w realizacji (tym samym bariery wejścia są bardzo niskie), a sami pomysłodawcy nie wnoszą istotnej wartości dodanej, to inwestor nie interesuje się takim przedsięwzięciem.

Prawnym zabezpieczeniem pomysłu na poziomie regulacyjnym jest **Ustawa o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji** (Dz.U. 2003 nr 153 poz. 1503). Zabrania ona podejmowania działań naruszających interes pomysłodawców, m.in. wykorzystywania lub przekazywania informacji poufnych czy informacji biznesowych. Na każdym etapie rozmów z inwestorem (zwyczajowo na etapie bardziej szczegółowych rozmów) pomysłodawcy mają możliwość podpisania **umowy o zachowaniu poufności (nazywana również NDA z języka angielskiego non-disclosure agreement)**. Umowa taka określa zakres i sposób dostępu do informacji poufnych oraz sposób ich wykorzystania przez drugą stronę. Trzeba jednak pamiętać, że na etapie wstępnej prezentacji projektu umowa o zachowaniu poufności zbyt ściśle obwarowana zakazami jest przeszkodą w efektywnej prezentacji projektu większej grupie inwestorów.

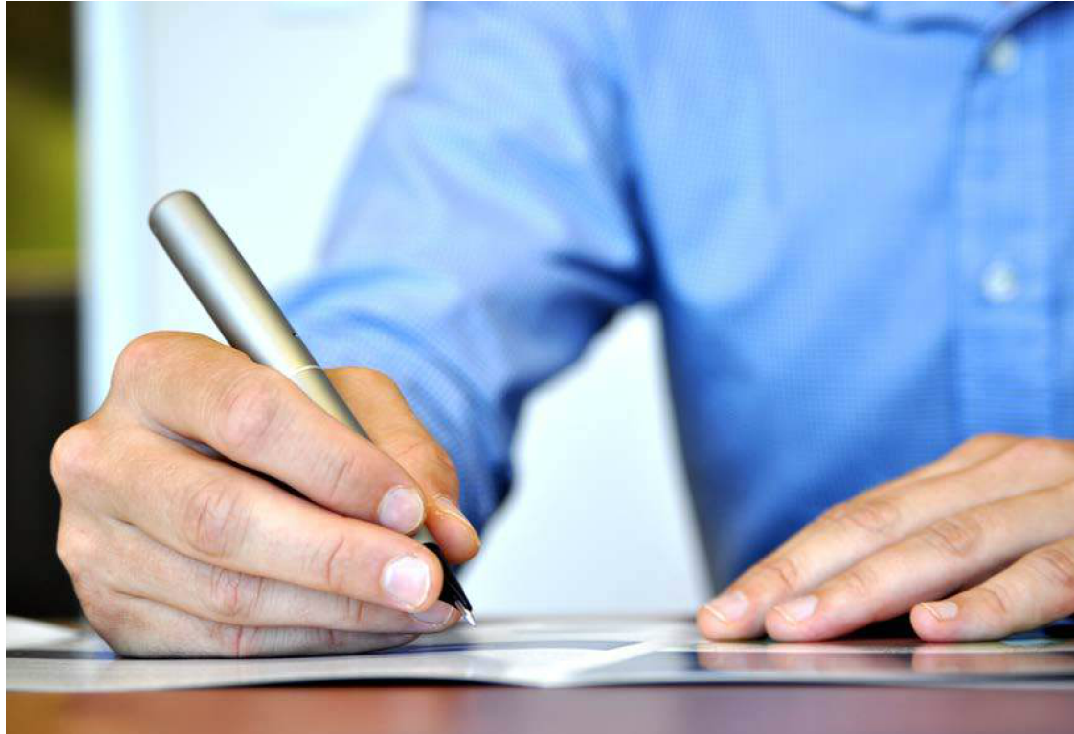
Rozpoczęcie negocjacji z inwestorami ma zazwyczaj miejsce po pierwszej prezentacji pomysłu i kilku spotkaniach indywidualnych zespołu i inwestora, na których inwestor upewnia się w swojej decyzji inwestycyjnej. Formalny dokument, który określa zakres prowadzonych negocjacji nosi nazwę **term sheet**. Dokument ten ma charakter listu intencyjnego, a jego zapisy nie są wiążące. Najczęściej jest przedstawiany przez inwestora i ma charakter wstępnej oferty (niemniej jednak nie ma charakteru oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu Cywilnego). Podpisanie dokumentu term sheet zazwyczaj związane jest z kilkoma stałymi elementami, tj.:

- przyznaniem wyłączności w negocjacjach z inwestorem (najczęściej w okresie do 6 miesięcy pomysłodawcy muszą zaniechać wszelkich negocjacji z innymi inwestorami),
- określeniem kosztów procesu **due diligence** (głównie po stronie inwestora, często jednak zawierane są klauzule zapewniające inwestorowi zwrot kosztów w przypadku zerwania negocjacji czy też wprowadzenia w błąd),
- klauzulami poufności i sposobem rozstrzygania sporów.

Dokument ten daje gwarancję inwestorowi, iż pieniądze i czas zaangażowane w dalszych etapach negocjacji mają szansę doprowadzić do podpisania umowy inwestycyjnej na akceptowalnych przez inwestora warunkach.

5

ZAKRES
DOKUMENTU
TERM SHEET



- Ramy czasowe umów
- Inwestycja i jej struktura
- Rundy finansowania
- Zarządzanie – wynagrodzenie pomysłodawców
- Zabezpieczenie pomysłu (know-how i IP)
- Zakaz konkurencji
- Trudna sytuacja finansowa
- Nadzór właścicielski
- Raportowanie
- Warunki zawieszające transakcję
- Rozstrzyganie sporów
- Prawa stron/strategia wyjścia:
 - Prawo pierwszeństwa
 - Opcje call i put
 - Tag Along
 - Drag Along
 - Piggy Back
- Odszkodowanie
- Koszty transakcji
- Załączniki, np. decyzje wymagające zatwierdzenia przez inwestora i pomysłodawcę

Proces due diligence (z ang. należyta staranność), prowadzony przez inwestora, ma na celu dokładne sprawdzenie zarówno koncepcji biznesowej (z punktu widzenia prawnego, jak i ekonomicznego), aspektów technologicznych (w tym praw własności) oraz rzetelności pomysłodawcy. Głównym zadaniem prowadzącego proces *due diligence* jest identyfikacja ryzyk projektu i ich włączenie do wyceny pomysłu, w tym założenie działań i kosztów związanych z ich minimalizacją. Złożoność procesu *due diligence* jest uzależniona od stopnia zaawansowania projektu i specyfiki branży. W przypadku inwestorów indywidualnych zarówno proces negocjacji, jak i *due diligence* są znacznie krótsze niż w przypadku funduszu Venture Capital. Może on trwać od kilku do kilkudziesięciu godzin, zaś w przypadku funduszu mogą to być nawet miesiące. Ostatecznym efektem procesu jest ewentualna korekta warunków inwestycyjnych (na etapie dokumentu *term sheet* lub umowy inwestycyjnej) oraz przygotowanie, doprecyzowanie lub korekta biznesplanu przedstawionego przez pomysłodawców, w tym w szczególności planu finansowego i budżetu na pierwszy rok trwania inwestycji.

Jednym z najważniejszych elementów **term sheet** jest wycena pomysłu. W tej kwestii inwestorzy mają najczęściej więcej doświadczenia i wiedzy, a tym samym asymetria informacji pomiędzy stronami jest bardzo duża. Dodatkowo pomysłodawcy przy decyzji o wejściu inwestora opierają się często wyłącznie na określonej wycenie projektu, bez uwzględnienia ryzyk związanych z wniesieniem kapitału. Idealną sytuacją (stosowaną w przypadku dojrzałych spółek) jest zatrudnienie ekspertów, którzy poprowadzą negocjacje w imieniu pomysłodawców, niemniej jednak jest to działanie obciążające ich kosztami. Z drugiej strony inwestorzy (zwłaszcza mniejsze fundusze i inwestorzy indywidualni) często już na etapie *due diligence* zatrudniają zewnętrznych ekspertów, którzy dostarczają argumentów wykorzystywanych w trakcie negocjacji wyceny projektu lub przygotowują pełną wycenę projektu zgodnie z przyjętą metodologią.



Pomysłodawcy często zapominają o potrzebie oddzielenia wyceny przedsiębiorstwa od jego kontroli przez inwestora. W przypadku doświadczonych inwestorów kontrola jest bardzo szeroka i najczęściej znacząco wykracza poza ramy wyznaczane przez Kodeks spółek handlowych oraz podstawowy podział kapitału spółki. Zakres kontroli ze strony inwestora wyznacza umowa inwestycyjna i w większości przypadków bardzo trudne jest negocjowanie zmniejszenia jej zakresu z osobami, które wkładają własne środki finansowe do spółki.

Z kolei w przypadku wyceny wartości projektu możliwości negocjacyjne pomysłodawcy są bardzo duże. Istotne jest tutaj dobre przygotowanie do negocjacji. W trakcie rozmów pomysłodawcy powinni wziąć pod uwagę ryzyka związane z realizacją projektu oraz braki w posiadanych zasobach (zarówno osobowych jak i rzeczowych). Powyższe czynniki mają największy wpływ na ostateczną wycenę projektu. W przypadku projektów o charakterze start-up różnego typu wyceny bazujące na prognozach finansowych (np. wycena zdyskontowanych przepływów finansowych czy wycena porównawcza) mogą okazać się mało wiarygodne w oczach inwestora, niemniej jednak mogą być dobrym wstępem do dalszych negocjacji.

Dochodowe metody wyceny przedsiębiorstwa

Metoda zdyskontowanych przepływów finansowych (DCF - Discounted cash flow) – metoda polegająca na przygotowaniu projekcji finansowych i oszacowaniu przyszłych przepływów gotówki w przedsiębiorstwie, a następnie odniesienie ich do wartości bieżącej poprzez zastosowanie odpowiedniej stopy dyskonta, będącej odzwierciedleniem kosztu kapitału.

Metoda porównawcza (mnożnikowa) – metoda polegająca na porównaniu wyników finansowych, jakie można zaobserwować w analizowanej spółce (lub prognozy tych wyników) z wartościami spotykanymi w szerszej grupie spółek porównywalnych pod względem branży, wielkości, a także innych parametrów charakteryzujących spółkę i posiadających już wycenę rynkową (np. spółki notowane na rynku giełdowym). Najczęściej jako porównanie służą wartości zysku (netto, operacyjnego czy też zysku operacyjnego skorygowanego o amortyzację) lub wartości księgowej (kapitały własne) czy inne (przychody, generowane przepływy gotówkowe).

Ostateczna wycena jest przygotowywana przez inwestora na podstawie wyników procesu due diligence i ustalonego biznesplanu (zwłaszcza planu finansowego). W tym kontekście zgoda obu stron w zakresie przewidywanych kosztów oraz możliwych do realizacji przychodów będzie kluczowa w ostatecznej wycenie projektu.

Ratchet – umowa lub klauzula w umowie, zgodnie z którą wartość pakietu udziałów lub akcji jest uzależniona od wyniku finansowego spółki. Im lepszy wynik finansowy tym większy pakiet udziałów lub akcji mogą objąć menadżerowie (pomysłodawcy). Jest to mechanizm motywujący kadrę zarządzającą i wykorzystywany przez inwestorów do uwiarygodnienia prognoz finansowych przedstawianych przez zarząd (pomysłodawców).

Oczekiwania pomysłodawców wobec inwestora najczęściej dotyczą wniesienia przez niego wkładu pieniężnego, natomiast ze strony pomysłodawców są to wkłady niepieniężne, np.: patenty, licencje czy też know-how. W niektórych przypadkach inwestorzy mogą warunkować swoją inwestycję obowiązkiem wniesienia przez pomysłodawców określonego wkładu pieniężnego. Wycena wkładu własnego jest kolejnym z argumentów, który można wykorzystywać w negocjacjach z inwestorami. Niestety jest to element, do którego każda ze stron będzie podchodziła subiektywnie. W przypadku jego wyceny można zastosować metodę kosztów poniesionych przez pomysłodawców (wkłady rzeczowe, praca) lub odnieść wycenę do przyszłej wartości wkładu, korzystając z dochodowych metod wyceny spółki (patrz ramka). Najczęstszymi elementami wkładu własnego pomysłodawców w projektach start-up są zgłoszenia patentowe, patenty, licencje, prototypy, opis technologii czy też opis know-how. Ważną zasadą, z punktu widzenia ustawy o rachunkowości, jest fakt, aby aport (wkład niepieniężny) był zbywalny oraz mógł zostać zaksięgowany w bilansie spółki jako aktywo. Tym samym pomysłodawcy nie mogą wносить jako aport świadczeń związanych z wykonywaniem pracy lub usług, prawa użytkowania czy też części lub rzeczy składowych.

Istotnym elementem, z punktu widzenia inwestora, są negocjacje związane z wyjściem z inwestycji, czyli sposobem sprzedaży posiadanego udziału w spółce. Dla inwestora oznacza to realny sposób na realizację zysków i wyjście z inwestycji poprzez sprzedaż swojego pakietu udziałów/akcji - ten temat jest szerzej opisany w rozdziale **Wyjście z inwestycji**.

Umowa inwestycyjna

Elementy umowy, oświadczenia i zapewnienia, nadzór korporacyjny

Umowa inwestycyjna to bardzo obszerny i szczegółowy dokument określający relacje prawne i biznesowe pomiędzy przedsiębiorcą (pomysłodawcą) a inwestorem. Na ogół składa się ona z dwóch części: tak zwanych **oświadczeń i zapewnień** oraz **warunków transakcji**.

Oświadczenia i zapewnienia to standardowo kilkanaście klauzul stwierdzających prawdziwość udostępnionych inwestorowi informacji oraz braku ukrytych (tj. nieujawnionych) wad i ryzyk ciężących na przedmiocie inwestycji. Na ogół dotyczą one takich kwestii jak:

- oświadczenia na temat faktycznego stanu akcji/udziałów posiadanych przez akcjonariuszy/wspólników, braku obciążenia akcji/udziałów na rzecz osób trzecich, braku zagrożenia w postaci postępowań sądowych (lub zamiarów wszczęcia takich postępowań) przeciw właścicielom, co mogłoby skutkować powstaniem zobowiązań finansowych,
- zapewnienia o prowadzeniu przez spółkę działalności w pełni zgodnej z przepisami prawa i wpisami do rejestrów, a także braku ukrytych zobowiązań mogących rzutować w przyszłości na stan firmy,
- zapewnienia, że informacje ujawnione inwestorowi na temat działalności firmy i proponowanego projektu inwestycyjnego są pełne, rzetelne, wiarygodne i prawdziwe,
- zapewnienia, że księgi rachunkowe są prowadzone rzetelnie i zgodnie z przepisami oraz, że informacje finansowe udostępnione inwestorowi dają rzetelny pogląd na stan gospodarki firmy,



- zapewnienia, że przeciwko firmie nie jest prowadzone oraz, że nie zachodzą podstawy do wytoczenia postępowania, w wyniku którego powstaną zobowiązania finansowe (np. odszkodowania),
- oświadczenia co do aktywów, pasywów spółki oraz własności intelektualnej – określenia jakimi prawami własności przemysłowej czy intelektualnej spółka rozporządza (i na jakiej podstawie), jakie aktywa są jej własnością nie podlegającą obciążeniu zobowiązaniami na rzecz osób trzecich oraz zapewnienia dokładnego ujęcia pasywów bez ukrytych zobowiązań.
- oświadczenia o niezaleganiu przez spółkę z opłatami publiczno-prawnymi (podatki, składki ubezpieczenia społecznego)
- osobiste oświadczenia członków organów spółki zapewniające, że wobec osób kierujących firmą nie są prowadzone postępowania sądowe.

Przykłady klauzul oświadczeń i zapewnień

...XX, YY i ZZ jako wspólnicy Spółki oraz ZZ jako członek Zarządu Spółki oświadczają, że zgodnie z ich wiedzą: Spółka nie prowadzi działalności, która byłaby sprzeczna lub niezgodna z przedmiotem jej działalności objętym wpisem do Krajowego Rejestru Sądowego lub udzielonymi koncesjami, czy zezwoleniami...,

...XX, YY i ZZ jako wspólnicy Spółki oraz ZZ jako członek Zarządu Spółki oświadczają, że zgodnie z ich wiedzą: wszystkie patenty, wnioski patentowe, know-how, znaki towarowe, wnioski o znaki towarowe, wnioski o zarejestrowanie znaków firmowych, znaki firmowe, wzory użytkowe, wzory zdobnicze, autorskie prawa majątkowe lub inne podobne przemysłowe lub intelektualne prawa używane przez Spółkę lub wymagane przez nią w związku z jej działalnością są ważne, obowiązujące i stanowią własność Spółki lub posiada ona prawo do korzystania z nich, poza tymi które zostały wymienione w załączniku nr... do Umowy.

...ZZ jako członek Zarządu Spółki oświadcza, że w stosunku do niego: nie było prowadzone postępowanie karne ani karno-skarbowe, które zostało zakończone prawomocnym orzeczeniem o wymierzeniu kary, nie zostało wydane żadne orzeczenie cywilne związane z pełnieniem przez niego funkcji członka zarządu Spółki, nie był i nie jest udziałowcem, akcjonariuszem lub członkiem zarządu innej spółki, w stosunku do której, w okresie pełnienia przez niego kadencji członka zarządu oraz 12 miesięcy po zakończeniu pełnienia przez niego funkcji członka zarządu zapadło postanowienie o upadłości lub postanowienie o otwarciu postępowania układowego...



Druga część umowy inwestycyjnej to zagadnienia merytoryczne definiujące warunki danej inwestycji. W pierwszej kolejności określona zostaje wysokość zaangażowania inwestora i sposób jego włączenia się w projekt (np. objęcie akcji nowej emisji i/lub nabycie akcji od dotychczasowych właścicieli i/lub objęcie obligacji zamiennych na tytuły własności). Wymaga to określenia terminów zwołania walnego zgromadzenia, wskazania liczby udziałów/akcji i ceny, po której będą one obejmowane i przez kogo (inwestora występującego jako osoba fizyczna lub spółkę celową przez niego założoną). Jeśli w tym miejscu umowa przewiduje zwołanie walnego zgromadzenia to na ogół dodatkowo ustanawia się wymóg podjęcia innych uchwał normujących zasady dalszej współpracy: zmiany w regulaminach funkcjonowania rady nadzorczej, walnego zgromadzenia, postanowienia w sprawie powołania (uzupełnienia składu) zarządu. Ponieważ od momentu odbycia walnego zgromadzenia, na którym do spółki przystępuje fundusz a zarejestrowaniem tego faktu w sądzie może upłynąć dość długi okres, w umowie inwestycyjnej możliwe jest pojawienie się zapisów regulujących ochronę przez ten okres kapitału wprowadzonego do spółki, aby nie mógł on być zadysponowany bez wiedzy funduszu (wymóg zdeponowania pieniędzy w banku przy jednoczesnym ograniczeniu możliwości samodzielnego dysponowania nimi przez spółkę). Umowa inwestycyjna dokładnie definiuje, po spełnieniu jakich warunków (np. osiągnięcie pewnego poziomu sprzedaży, zysków) dochodzi do uruchomienia kolejnych transz, jaką te transze mają wielkość i jakie zmiany we własności to ma wywołać. Umowa inwestycyjna może także zawierać regulacje dotyczące pożyczek udzielanych spółce i/lub nabywania obligacji przez nią emitowanych.

Ważnym składnikiem umowy inwestycyjnej są klauzule określające obowiązki sprawozdawcze spółki wobec inwestora. Umowa wymienia tu listę informacji przekazywanych inwestorowi, termin ich przekazania, zasady weryfikacji sprawozdania rocznego oraz zasady zatwierdzania planu strategicznego i budżetów spółki. Wśród innych kluczowych zapisów umowy trzeba wymienić ustalenia w sprawie wypłaty dywidendy oraz zakończenia inwestycji: czy i jaka część zysku spółki będzie wypłacana w formie dywidendy i w jakich warunkach możliwa jest zmiana tych ustaleń, czy i jak będzie realizowane prawo pierwokupu oraz opcji specjalnych (prawo dołączenia i przyciągnięcia). W okresie trwania inwestycji strony najczęściej zobowiązują się także do niezbywania swoich pakietów udziałów lub akcji (**umowy lock up**). W umowie inwestycyjnej pojawia się szereg specjalnych klauzul ograniczających lub narzucających określony sposób postępowania z posiadanymi akcjami/udziałami, co zostało przybliżone w rozdziale **Wyjście z inwestycji**.

Umowa inwestycyjna zawiera również szereg aspektów związanych z nadzorem właścicielskim. Lista decyzji wymagających zgody inwestora wykracza najczęściej poza zwykłą kontrolę wynikającą z podziału udziałów w spółce. Do kluczowych kwestii wymagających zgody inwestora zalicza się:

- sprzedaż lub wydzierżawienie przedsiębiorstwa spółki,
- zaciągnięcie kredytów,
- emisję akcji,
- zakup lub sprzedaż ważniejszych aktywów,
- umowy o znaczącej wartości,
- podział zysków lub pokrycie strat,
- wybór organów statutowych (najczęściej członków rady nadzorczej),
- zmiany statutu lub umowy spółki,
- zatwierdzanie rocznych i wieloletnich planów działania spółki.

Pozostałe kwestie, związane z kompetencjami organów spółki, regulowane są w umowie spółki lub statucie, a także w regulaminach. W szczególności będą tutaj uregulowane podstawowe zasady funkcjonowania spółki, na które nie będzie miała wpływu zmiana inwestorów w spółce. Dokumenty te są jawne, więc specjalne indywidualne uprawnienia inwestora znajdą się właśnie w umowie inwestycyjnej. Znaczna część uprawnień inwestora traci ważność w momencie jego wyjścia z inwestycji.

Umowa inwestycyjna zwyczajowo zawiera szereg załączników związanych z funkcjonowaniem spółki. Jednym z ważniejszych załączników, z finansowego punktu widzenia, jest plan finansowy na okres inwestycji oraz szczegółowe budżety na poszczególne lata inwestycji. Plany finansowe przygotowywane w kooperacji z inwestorem (lub firmą doradczą) mają charakter profesjonalny i składają się z prognozy rachunku zysków i strat, rachunku przepływów finansowych oraz bilansu. Elementy te są istotne, gdyż odstępstwa w ich realizacji (zarówno w zakresie zakładanych przychodów, kosztów, jak i przepływów gotówkowych) umożliwiają inwestorowi podjęcie działań zmierzających do ochrony kapitałów spółki. Ekstremalnym przypadkiem jest utrata płynności finansowej spółki lub osiągnięcie ujemnych kapitałów własnych. W takiej sytuacji wprowadzany jest plan naprawczy powiązany najczęściej ze zmianą zarządu spółki.

Wyjście z inwestycji

Zabezpieczenie wniesionego wkładu, wykup menadżerski, prawo pierwszeństwa nabycia udziałów/akcji, prawo pierwokupu, opcje call i put, tag along, drag along



Zagwarantowany w umowie inwestycyjnej sposób wyjścia z inwestycji jest dla inwestora równie ważny jak innowacyjność i unikalność realizowanego pomysłu biznesowego. Oznacza on możliwość zrealizowania zakładanego zysku lub możliwość dalszego pozyskiwania kapitału przez spółkę. Inwestor planuje, praktycznie od momentu inwestycji w spółkę, dalszy jej rozwój poprzez kolejne rundy finansowania i pozyskiwania nowych partnerów kapitałowych oraz poprzez przygotowanie spółki do sprzedaży własnego pakietu udziałów. Już w trakcie negocjacji pomysłodawcy muszą odpowiedzieć na pytanie, dotyczące kierunków dalszego rozwoju kapitałowego spółki. Inwestor w pierwszej kolejności musi ustalić, czy pomysłodawcy chcą pozostać w spółce w momencie sprzedaży przez niego udziałów/akcji, czy też chcą sprzedać swój pakiet razem z nim. Kolejne pytania dotyczą wyboru typu inwestora, ze względu na jego sposób inwestowania i zaangażowania w przyszłej spółce. Może to być inwestor branżowy, będący często konkurentem, inwestor finansowy, nabywający udziały lub akcje w celu ich dalszej odsprzedaży z zyskiem, czy też inwestorzy zainteresowani dopuszczeniem lub wprowadzeniem akcji spółki do obrotu na rynku giełdowym.

MBO (ang. **management-buy-out**) – wykup menadżerski polegający na wykupie kontrolnego pakietu udziałów/akcji spółki przez zatrudnionych w niej pracowników (najczęściej zarządzających przedsiębiorstwem) od dotychczasowych właścicieli. Do tego typu transakcji najczęściej wykorzystywany jest majątek spółki, a źródłem finansowania jest dług uzyskiwany pod zastaw udziałów/akcji spółki. Wykorzystanie kapitału obcego do wykupu pakietu kontrolnego nazywane jest z języka angielskiego **leveraged-buy-out (LBO)** i tłumaczone jest jako wykup lewarowany. Mechanizm ten wykorzystuje dźwignię finansową, co pozwala na wykup przedsiębiorstwa przy wykorzystaniu niewielkiej własnej kwoty kapitału i długu.



Pomysłodawcy, którzy chcieliby w przyszłości stać się jedynymi właścicielami w spółce powinni również zagwarantować sobie w umowie prawo pierwokupu udziałów/akcji. W praktyce powyższy zapis dotyczy sytuacji, w których inwestor znajduje nabywcę na swój pakiet udziałów/akcji i negocjuje z nim warunki jego sprzedaży. W przypadku uzgodnienia warunków transakcji te same warunki są przedstawiane dotychczasowym wspólnikom w celu skorzystania przez nich z prawa pierwokupu. Z punktu widzenia pomysłodawców kluczowe jest wynegocjowanie odpowiednich warunków w zakresie okresu trwania propozycji, co w praktyce pozwala na zorganizowanie finansowania transakcji. Podobnie jak w przypadku odkupu udziałów/akcji od inwestora transakcja może zostać sfinansowana przy udziale specjalistycznego funduszu inwestycyjnego.

Oprócz prawa pierwokupu w umowach inwestycyjnych stosowane są często **opcje call** (najczęściej nabywcą tej opcji są pomysłodawcy) oraz **opcje put** (nabywcą jest najczęściej inwestor), które dają odpowiednio prawo do nabycia udziałów/akcji lub sprzedaży po ustalonej wcześniej cenie i w określonym czasie. Nabywca opcji może, ale nie musi skorzystać z przysługującego mu prawa i wezwać drugą stronę do sprzedaży lub odkupienia posiadanego pakietu. Opcja put jest dla inwestora gwarancją wyjścia z inwestycji przy określonych warunkach, a dla pomysłodawcy gwarancją odkupienia udziałów w spółce.

Opcja BUY-SELL (zakupu-sprzedaży) jest to połączenie opcji call i put przysługujących jednemu z inwestorów. Drugi z inwestorów (lub pomysłodawca), w zależności od intencji posiadacza opcji buy-sell, jest zobowiązany albo odkupić akcje/udziały od inwestora po określonej cenie lub też odsprzedać swój pakiet (dla obu przypadków cena jest jednakowa). Mechanizm ten zabezpiecza inwestora przed sytuacją, w której nie może zbyć swojego pakietu po satysfakcjonującej cenie.

W umowach inwestycyjnych często stosowane są dwa mechanizmy związane z dysponowaniem udziałami/akcjami przez pomysłodawców i inwestorów: **drag along** i **tag along**. **Drag along** – prawo przyciągnięcia do transakcji drugiej strony – zmuszenie do sprzedaży udziałów/akcji pozostałych wspólników nowemu inwestorowi na zasadach wynegocjowanych przez posiadacza prawa. W praktyce mechanizm ten jest stosowany, gdy nowy inwestor chce zakupić nie tylko pakiet inwestora wychodzącego z inwestycji, ale także pakiet pomysłodawców, w celu przejęcia kontroli nad spółką. Pozostali wspólnicy mogą jednak odmówić sprzedaży swoich pakietów, pod warunkiem wykupienia inwestora wychodzącego z inwestycji po wycenie zaproponowanej przez nowego inwestora (prawo pierwokupu). Pomysłodawcy, w celu zablokowania takiej transakcji, muszą najczęściej skorzystać z zewnętrznych źródeł finansowania (np. wykup lewarowany). Mechanizm **tag along** jest to prawo przyłączenia się do transakcji sprzedaży udziałów/akcji na takich samych warunkach jak druga strona. Stosowany jest, gdy jeden ze wspólników (pomysłodawca czy też inwestor) wynegocjuje atrakcyjne warunki wykupu własnego pakietu, a posiadacz tego prawa może zażądać, aby jego pakiet został dołączony do transakcji na takich samych warunkach. W przypadku niemożności wypełnienia powyższego prawa transakcja zbycia akcji nowemu inwestorowi może nie dojść do skutku. Tego typu mechanizm pozwala jego beneficjentowi zdecydować czy pozostaje w spółce po wyjściu ze spółki drugiego inwestora.

Inwestorzy kapitałowi stosują również różnego typu pożyczki o charakterze warunkowym lub preferencyjnym, które pozwalają im ograniczyć ryzyko inwestycji w spółkę. Pożyczki warunkowe są najczęściej pożyczkami zamiennymi na akcje lub udziały w spółce w momencie wypełnienia się warunków określanych w umowie. W ten sposób inwestor bardzo często zabezpiecza wczesne etapy rozwoju biznesu, np. związane z przygotowaniem prototypu lub wprowadzeniem produktu do obrotu. Preferencje w pożyczkach udzielanych przez inwestorów związane są najczęściej z niższym oprocentowaniem lub formą zabezpieczenia, a w przypadku start-up najczęściej w ogóle z dostępnością tej formy finansowania.

Preferowaną metodą wyjścia inwestora ze spółki jest wykup akcji/udziałów bezpośrednio przez spółkę w celu ich umorzenia z zysku. Podstawowy warunek, jaki musi być spełniony to zyskowność spółki, gdyż w sytuacji odnotowania straty finansowej (najczęściej w początkowych fazach rozwoju) niezbędne jest jej pokrywanie z zysków i tym samym transakcja umorzenia nie jest możliwa do realizacji bez obniżenia kapitału zakładowego. Aby zrealizować powyższą transakcję zysk wypracowywany przez spółkę musi być przeznaczany na kapitał zapasowy i tym samym nie wypłacany wcześniej właścicielom. Zgromadzone środki finansowe mogą następnie uchwałą walnego zgromadzenia zostać przeznaczone na wykup pakietu akcji/udziałów od dotychczasowego właściciela. W związku z powyższym umorzenie jest najczęściej stosowane w przedsiębiorstwach, które cechują się wysoką zyskownością już w pierwszych latach inwestycji. Jest to również jedyny sposób w jaki wspólnicy mogą wycofać się z udziału w spółce wraz z wniesionym wkładem finansowym (pod warunkiem, iż straty spółki nie skonsumowały powyższych środków).

Kolejnymi sposobami wyjścia inwestora ze spółki jest **sprzedaż udziałów** innemu inwestorowi finansowemu (anioł biznesu, fundusz venture capital, fundusz inwestycyjny) lub strategicznemu inwestorowi branżowemu. Stosunkowo trudnym sposobem wyjścia z inwestycji jest wprowadzenie akcji spółki do obrotu giełdowego i sprzedaż jej akcji. Bariery wejścia na **rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie** to przede wszystkim odpowiednia wycena spółki przekraczająca 15 mln euro, 3 lata zaudytowanych sprawozdań finansowych oraz zapewnienie odpowiedniego rozproszenia akcji (odpowiednia liczba akcjonariuszy mniejszościowych zapewniająca płynność akcji po debiucie).

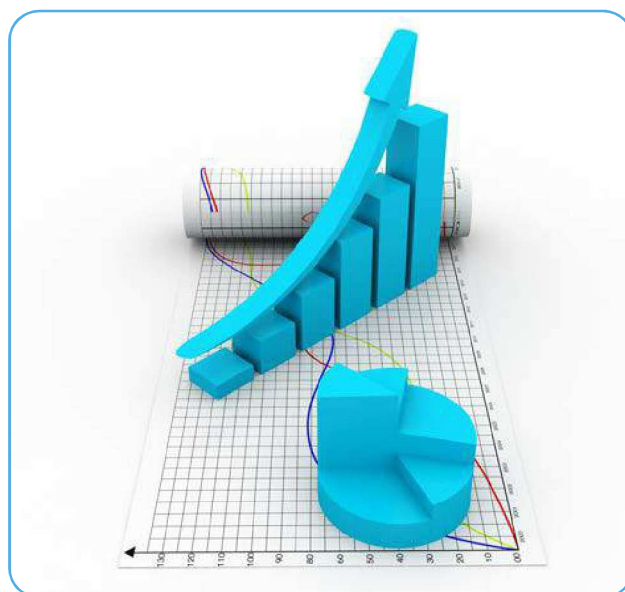


Najważniejszym elementem wyjścia z inwestycji przy wykorzystaniu rynku giełdowego jest przekonanie nowych inwestorów kupujących akcje w ramach oferty publicznej, że akcje sprzedawane przez dotychczasowych inwestorów są atrakcyjnie wycenione i spółka ma szansę nadal rozwijać się na tyle dynamicznie, żeby zapewnić zakładaną stopę zwrotu z inwestycji. Drugą opcją, związaną z rynkiem giełdowym, jest alternatywny system obrotu **NewConnect**. Jest to rynek o znacznie niższych warunkach dopuszczenia (brak minimalnej kapitalizacji, brak wymogu 3-letniej sprawozdawczości finansowej, czy też bardziej liberalne wymogi w zakresie rozproszenia akcjonariatu) skierowany do młodych, dynamicznie rozwijających się spółek. Dominującą formą pozyskania kapitału na tym rynku jest sprzedaż nowych akcji (w podniesionym kapitale spółki) w ofercie prywatnej skierowanej do 99 oznaczonych inwestorów. Sprzedaż akcji dotychczasowych akcjonariuszy w ofercie prywatnej jest bardzo rzadko realizowaną z uwagi właśnie na fazę rozwoju spółek i brak zaufania do dalszych perspektyw rozwoju debiutujących spółek.

Warto jednak zauważyć, że rynek giełdowy to dla inwestorów sposób na rynkową wycenę udziałów w spółce oraz możliwość sprzedaży części akcji w trakcie notowań spółki (może to jednak mieć negatywny wpływ na wycenę spółki, a czasami jest niemożliwe z uwagi na brak płynności i brak chętnych do zakupu akcji). Rynek giełdowy, a zwłaszcza rynek NewConnect, to bardzo dobre miejsce do organizacji kolejnej rundy finansowania spółki, gdy ta ma już jasno sprecyzowaną strategię rozwoju i realizuje przychody z określonych produktów lub usług.

Piggy back

klauzula w umowie inwestycyjnej zobowiązująca zarząd spółki (oraz inwestorów) do wprowadzenia akcji spółki do obrotu na rynku giełdowym do określonego momentu lub na żądanie inwestora posiadającego powyższe prawo.



Słownik pojęć

Teaser – krótki dokument w formie graficzno-tekstowej lub infografiki, w którym opisane są najważniejsze elementy projektu, w praktyce najczęściej jest skróconym biznesplanem; forma pierwszego kontaktu pomysłodawcy z inwestorem, mająca na celu zainteresowanie projektem.

Umowa o zachowaniu poufności – (ang. non-disclosure agreement, NDA) – umowa zawarta pomiędzy pomysłodawcą a inwestorem, określająca zakres i sposób dostępu do informacji poufnych oraz sposób ich wykorzystania przez drugą stronę. Podpisanie NDA może nastąpić na dowolnym etapie rozmów z inwestorem.

Term sheet – formalny dokument określający zakres prowadzonych negocjacji i wstępne warunki umowy inwestycyjnej, najczęściej przedstawiany jest przez inwestora i ma charakter listu intencyjnego, a jego warunki nie są wiążące.

Due diligence – proces prowadzony przez inwestora, który polega na dokładnym sprawdzeniu koncepcji biznesowej pod względem prawnym i ekonomicznym, aspektów technologicznych i rzetelności pomysłodawcy; ma na celu identyfikację ryzyk projektu, przyjęcie założeń prowadzących do ich minimalizacji i ewentualną korektę zarówno biznesplanu przedsięwzięcia, jak i warunków inwestycyjnych.

Pitch, pitching – forma krótkiej, kilkuminutowej prezentacji pomysłodawcy przed inwestorem lub grupą inwestorów, zawierająca najistotniejsze elementy pomysłu. Jej celem jest wzbudzenie u odbiorcy zainteresowania projektem i zachęcenie do poznania jego szczegółów.

Umowa inwestycyjna – szczegółowy dokument określający relacje prawne i biznesowe pomiędzy przedsiębiorcą (pomysłodawcą) a inwestorem. Na ogół składają się na nią tzw. oświadczenia i zapewnienia oraz warunki transakcji, czyli zagadnienia merytoryczne definiujące warunki danej inwestycji (m.in. wysokość zaangażowania inwestora, sposób jego włączenia się w projekt, warunki niezbędne do uruchomienia kolejnych transz, ich wielkość, obowiązki sprawozdawcze spółki wobec inwestora i in.). Uzupełnia ją szereg załączników do umowy, związanych z funkcjonowaniem spółki.

Opcja call – jest prawem do nabycia udziałów/akcji po ustalonej wcześniej cenie i w określonym czasie (inaczej: to prawo jednej strony do żądania sprzedaży na jej rzecz udziałów/akcji posiadanych przez drugą stronę). Stosowana w umowach inwestycyjnych, a powiązana z mechanizmem wyjścia z inwestycji. Najczęściej nabywcą tej opcji są pomysłodawcy.

Opcja put – stosowana w umowach inwestycyjnych, jest prawem do sprzedaży udziałów/akcji po ustalonej wcześniej cenie i w określonym czasie (inaczej: to prawo jednej strony do żądania aby druga strona nabyła jej akcje lub udziały). Najczęściej nabywcą tej opcji jest inwestor, który gwarantuje sobie w ten sposób wyjście z inwestycji przy określonych warunkach.



O autorach

Publikacja opracowana została przez Taylor Economics Sp.z o.o.

Zespół: Michał Przybyłowski i Piotr Tamowicz

Michał Przybyłowski

Od 2001 r. związany z Instytutem Badań nad Gospodarką Rynkową oraz współzałożyciel Polskiego Forum Corporate Governance. Autor oraz współautor publikacji na temat rynku kapitałowego oraz corporate governance. Członek zespołu konsultacyjnego kodeks Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW. Od 2004 r. doradca na rynku kapitałowym, odpowiedzialny za pozyskanie kapitału dla projektów typu start-up, a także realizację ofert prywatnych w procesie pre-IPO, współpracę z funduszami venture capital, komercjalizację przedsięwzięć oraz transakcje fuzji i przejęć. Od 2007 r. aktywnie zaangażowany w powstanie alternatywnego systemu obrotu NewConnect, a później w doradztwo w procesie wprowadzania spółek do obrotu (Certyfikowany Doradca NewConnect/Catalyst 54/2011). Od 2010 r. Partner Zarządzający w spółce doradczej Taylor Economics odpowiedzialny za projekty doradztwa strategicznego i kapitałowego dla przedsiębiorstw.

Piotr Tamowicz

Doktor nauk ekonomicznych. W latach 1990-2004 zawodowo związany z gdańskim Instytutem Badań nad Gospodarką Rynkową (IBnGR), obecnie niezależny konsultant gospodarczy i managing partner w spółce Taylor Economics. Laureat nagrody Fundacji Edukacyjnej Przedsiębiorczości za raport na temat rynku venture capital. Pomysłodawca organizacji Krajowego Forum Venture Capital - corocznej imprezy edukacyjno-promocyjnej organizowanej przez dziennik Puls Biznesu i IBnGR. Ekspert w zakresie problematyki rozwoju rynku kapitałowego (w tym w szczególności rynku venture capital, business angels i private equity), polityki naukowo-technologicznej, rozwoju MSP i corporate governance (tzw. ład korporacyjny). Pomysłodawca i współzałożyciel serwisu internetowego poświęconego ładowi korporacyjnemu (www.pfcg.org.pl).

O Inwestorni

Publikacja została opracowana w ramach projektu Inwestornia (pełna nazwa: „Biznes dla biznesu – budowa platformy współpracy między inwestorami prywatnymi i pomysłowymi przedsiębiorcami). Projekt skierowany jest do firm we wczesnej fazie rozwoju oraz osób fizycznych posiadających pomysły na biznes i poszukujących kapitału oraz inwestorów gotowych do zainwestowania w nowatorskie projekty.

Celem działań Inwestorni jest zwiększanie gotowości inwestycyjnej pomysłodawców, promocja innowacyjnych pomysłów na biznes oraz inicjowanie współpracy między przedsiębiorcami i inwestorami. Głównym narzędziem służącym kojarzeniu obu stron jest platforma internetowa www.inwestornia.pl

Projekt dofinansowany jest z działania 3.3 „Tworzenie systemu ułatwiającego inwestowanie w MSP” Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka na lata 2007-2013. Realizuje go Agencja Rozwoju Pomorza SA.

Agencja Rozwoju Pomorza S.A.

Agencja Rozwoju Pomorza S.A. (ARP S.A.) od kilkunastu lat umożliwia i pomaga pomorskim przedsiębiorcom korzystać z Funduszy Europejskich, obsługując programy dotacji kierowane do firm. ARP S.A. jest inicjatorem różnego rodzaju przedsięwzięć gospodarczych, prowadzi Centrum Obsługi Inwestora, zarządza Funduszem Kapitałowym inwestującym w innowacyjne pomysły, a także oferuje bogaty pakiet usług informacyjnych, szkoleniowych i doradczych skierowanych do małych i średnich przedsiębiorstw oraz startupów.

Wysoką jakość świadczonych usług potwierdzają liczne certyfikaty, m.in. ISO 9001, Ministerstwa Gospodarki, rejestracja w Krajowym Systemie Usług oraz inne stosowne akredytacje.



Inwestornia
POMYSŁ - KAPITAŁ - BIZNES

Agencja Rozwoju Pomorza S.A.
ul. Arkońska 6 (budynek A3)
80-387 Gdańsk

www.inwestornia.pl

telefon: +48 58 32 33 209

fax: +48 58 30 11 341

e-mail: inwestornia@arp.gda.pl

