

Venture capital – kapitał na start

Piotr Tamowicz

Gdańsk 2004

Autor
Piotr Tamowicz

Korekta
Ewa Skrzypkowska

Redakcja
Aleksander Żołnierski

© Copyright by Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, 2004

ISBN
83-88802-90-9

Wydanie I

Nakład 1000 egzemplarzy

Druk i oprawa
Instytut Technologii Eksploatacji
26-600 Radom, ul. K. Pułaskiego 6/10, tel. centr. 364-42-41, fax 3644765
e-mail: instytut@itee.radom.pl <http://www.itee.radom.pl>

Spis treści

Wstęp	5
1. Venture capital – czyli co?	7
2. Seed i start-up – co to jest?	9
3. Jaki fundusz wybrać?.....	11
4. Proces inwestycyjny, jego struktura, czas i koszty	15
5. Czego oczekuje fundusz?	17
6. Czy i jak skorzystać z doradcy?	20
7. Pierwszy kontakt z funduszem	21
8. Zabezpieczenie interesów przedsiębiorcy przed przystąpieniem do negocjacji.....	24
9. Biznesplan	26
10. Ustalenie warunków transakcji (<i>term sheet</i>)	31
11. Badanie typu <i>due diligence</i>	37
12. Umowa inwestycyjna.....	40
13. Współpraca przedsiębiorca – fundusz.....	43
14. Opcje menedżerskie i pracownicze	45
15. Zakończenie inwestycji – wycofanie się funduszu ze spółki.....	47
16. Corporate venturing – korporacyjny venture capital.....	55
17. Business angels.....	57
18. Przykłady inwestycji	58
19. Zakończenie	64
Venture Capital w Internecie	65
Słowniczek podstawowych terminów.....	66
Literatura	70
Załączniki	71
Załącznik 1. Przykład streszczenia propozycji inwestycyjnej	71
Załącznik 2. Przykład umowy o zachowaniu poufności	73
Załącznik 3. Przykładowa struktura umowy inwestycyjnej.....	74
Załącznik 4. Przykładowa zawartość umowy inwestycyjnej w części dotyczącej tzw. oświadczeń i zapewnień	75
Załącznik 5. Przykład informacji wymaganych od spółki przez fundusz venture capital	80
Spis tabel	81
Informacja o autorze	82
Recenzje	83

Wstęp

Stomil Sanok, Euronet, Hoop, Travelplanet, Computerland, Google czy Hewlett Packard to nazwy firm, które na ogół dobrze identyfikujemy, znamy ich sektor działania, a często i produkty. Mniej już wiemy, jakie były początki tych firm i jaką rolę w ich życiu odegrał venture capital. Ta dziwnie brzmiąca forma finansowania – przy bliższym poznaniu – okazuje się być czymś niezwykle interesującym i szczególnym na mapie rynku kapitałowego. Jest to niewątpliwie kapitał, który pod wieloma względami przebija ofertę banków, kapitał bardziej „cierpliwy”, bardziej rozwojowy, kapitał, który stawia na człowieka i jego inwencję. Nie oznacza to oczywiście, że jest on dostępny dla każdego. W tej kwestii jest więc znacznie „gorszy” od bankowego kredytu czy pożyczki od znajomych. Venture capital to niewątpliwie oferta dla biznesowej elity – firm chcących się dynamicznie rozwijać w tempie wielokrotnie przewyższającym „tradycyjny” rozwój branży. Dla tak zdefiniowanego klienta venture capital ma do zaoferowania różnorodne produkty finansowe poczynając od finansowania rynkowych początków firmy aż po skomplikowane transakcje tzw. wykupów.

Niniejsze opracowanie stara się zaprezentować problematykę venture capital właśnie z punktu widzenia finansowania wczesnych etapów rozwoju firmy (tzw. finansowanie załączkowe i start up). Jest to tematyka poruszana, niestety niezbyt często, nie tylko ze względu na małą obecność w Polsce funduszy specjalizujących się w tym, ale generalnie pewną wstrzeźliwość w tego typu finansowaniu (wysokie ryzyko). Sytuacja w tym względzie zapewne już niedługo ulegnie poprawie, bowiem trwają prace nad uruchomieniem sieci funduszy właśnie o takiej specjalności w oparciu o środki Unii Europejskiej.

Opracowanie zawiera przegląd całego procesu inwestycyjnego, począwszy od wyboru funduszu i prezentacji projektu aż po zakończenie inwestycji i sprzedaż akcji/udziałów posiadanych przez fundusz. Chociaż procedury inwestowania w małe i młode projekty oraz duże i dojrzałe są niezwykle podobne, gdzie tylko możliwe staraliśmy się wskazywać na jakieś wątki specyficzne dla fazy seed czy start-up. Prezentację staraliśmy się uatrakcyjnić wypowiedziami ekspertów, dodatkowymi uzupełniającymi informacjami czy też poglądowymi załącznikami. Opracowanie zawiera też cztery studia przypadków pokazujące przykłady konkretnych firm, które swoje powstanie w dużym stopniu zawdzięczają venture capital.

Podziękowania

Wszystkim osobom, które przyczyniły się do powstania tego opracowania, autor pragnie wyrazić słowa podziękowania. W szczególności należą się one panom: Bogusławowi Cesarzowi, Tomaszowi Jagiełło, Maciejowi Kowalczykowi, Aleksandrowi Mokrzyckiemu, Tomaszowi Morozowi, Piotrowi Okońskiemu, Szymonowi Skiendzielewskiemu, Krzysztofowi Wojciszynowi i Marcinowi Zagórskiemu.

1. Venture capital – czyli co?

Venture capital jest specyficzną formą finansowania rozwoju przedsiębiorstw. Polega ona na zasileniu kapitałowym powstającej lub już istniejącej spółki poprzez objęcie nowej emisji akcji lub udziałów. Tym samym kapitał do firmy wprowadzany jest nie w formie kredytu czy mówiąc ogólniej „długu”, ale w formie właścicielskiej (kapitał akcyjny, udziałowy). Inwestor oferujący venture capital staje się tym samym współwłaścicielem spółki, którą finansuje. To finansowe wejście w biznes dokonywane jest na ściśle określony czas. Może to być jeden rok – przy finansowaniu bardzo specyficznych faz rozwoju (np. przygotowanie do wejścia na giełdę) – jak i kilka lat przy finansowaniu dynamicznego rozwoju. Po upływie tego okresu fundusz venture capital wycofuje zaangażowany kapitał sprzedając posiadane akcje lub udziały. Jeszcze jedną, niezwykle istotną, cechą venture capital jest to, iż finansowanie to dotyczy wyłącznie spółek nie znajdujących się giełdzie papierów wartościowych. Z tego też względu venture capital uznaje się za element tzw. niepublicznego lub też prywatnego rynku kapitałowego.

Z powyższego opisu wyraźnie widać, jak bardzo odróżnia się ta forma finansowania od tradycyjnych sposobów wsparcia kapitałowego. Nie mamy tu do czynienia z koniecznością oferowania zabezpieczeń w postaci zastawów czy hipotek, tak jak to się dzieje w przypadku kredytu. Tu formą zabezpieczenia jest udział we własności i wynikające z tego tytułu prawa korporacyjne (prawo głosowania na walnym zgromadzeniu, prawo do informacji, kontroli itd.). Zapłatą za dostarczone finansowanie nie jest „procent” od wartości, płacony cyklicznie bez względu na sytuację firmy. Venture capital jest nagradzany niejako za sukces – im więcej warta jest firma, tym więcej warte są akcje/udziały „zabezpieczające” wniesiony kapitał. Innym wyróżnikiem venture capital jest to, że jest to współwłaściciel i partner w biznesie. Partner, który wnosi do firmy pewien know-how, ale i bezwzględnie rozlicza zarząd z realizacji planów. W przeciwieństwie np. do banku, który raczej trzyma się „z dala” od firmy venture capital, wręcz przeciwnie – interesuje się wszystkim, co firmy dotyczy.

Venture capital najczęściej oferowany jest za pośrednictwem pewnej struktury prawnej, zwanej funduszem. To właśnie ta struktura prawna niejako symbolizuje zgromadzony kapitał, który jest z kolei zarządzany (inwestowany) przez wynajętych specjalistów – tzw. firmę zarządzającą. Struktury prawne służące do zgromadzenia kapitału mają bardzo różną postać. Ze względów podatkowych i regulacyjnych są też lokowane (rejestrowane) w różnych krajach (np. amerykańskim stanie Delaware) często zupełnie innych niż te, w których te fundusze inwestują. Kwestia miejsca rejestracji i formuły prawnej funduszu akurat nie ma większego znaczenia dla przedsiębiorców korzystających z venture capital, więc nie trzeba tego szerzej analizować.

Instytucje najczęściej zainteresowane tworzeniem funduszy venture capital to fundusze emerytalne, banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, a także duże korporacje. Podmioty te, dysponując dużymi zasobami kapitału (np. oszczędności emerytalne), starają się je w ten sposób zagospodarować i uzyskać atrakcyjny zysk. Charakter

inwestorów tworzących fundusz ma na ogół niewielkie znaczenie dla sposobu działania funduszu. W pewnych sytuacjach jednakże może to odgrywać jakąś rolę. Mówi się np. że fundusze tworzone przez banki mogą być bardziej zorientowane na finansowanie dojrzałych przedsiębiorstw (są to więc inwestycje znacznie krótsze). W Europie cztery wymienione grupy podmiotów odpowiadają za ok. 65% kapitału zadysponowanego do funduszy. W Polsce ta struktura udziałowców funduszy jest jednak zupełnie inna. Tutaj ze względu na słabszy rozwój krajowych zasobów kapitałowych przede wszystkim dominują instytucje zagraniczne, a wśród nich banki (np. EBOR) i fundusze emerytalne.

2. Seed i start-up – co to jest?

Oferta finansowa funduszy venture capital jest bardzo zróżnicowana. Praktycznie finansują one wszystkie stadia rozwoju biznesu, jak i sytuacje dosyć specyficzne w życiu firmy – restrukturyzacja/sanacja, przygotowanie do wejścia na giełdę czy wycofanie z giełdy. Seed i start-up to właśnie finansowanie bardzo wczesnych faz rozwoju projektu inwestycyjnego. Seed w tłumaczeniu oznacza ziarno, nasiono, a start-up po prostu start, początek przedsięwzięcia. Chodzi tu zatem o finansowanie prac prowadzących do wyklarowania się koncepcji biznesowej, czyli budowy prototypów, przeprowadzenia wstępnych badań rynkowych, przygotowania biznesplanu i dalej utworzenia, wyposażenia spółki i wejścia jej na rynek.

Oferta typu seed i start-up może być bardzo zróżnicowana, tak jak zróżnicowana jest skala biznesu. Możemy więc mieć tu do czynienia z finansowaniem niewielkim rzędu kilkudziesięciu do kilkuset tysięcy, jak i projektem „startowym” na kilka milionów dolarów. Różne może być też doświadczenie przedsiębiorców – począwszy od początkujących w biznesie naukowców aż po biznesmenów doświadczonych, szukających samodzielności i niezależności.

Z wiekiem i pozycją rynkową finansowanej firmy wiąże się bezpośrednio poziom ryzyka inwestycyjnego i, co za tym idzie, oczekiwany przez fundusz zysk. Finansowanie powstania firmy, jej wejścia na rynek i budowania pozycji to najbardziej ryzykowne z punktu widzenia venture capital inwestycje. Fundusze oczekują więc od takich projektów niezwykle wysokich stóp zwrotu. Ponieważ niewiele projektów jest w stanie coś takiego zaoferować, venture capital dosyć niechętnie podchodzi do tego typu finansowania. O tej niechęci decyduje niestety nie tylko ryzyko takich inwestycji, ale także wysokie koszty ich przygotowania (co faktycznie też przekłada się na niższą zyskowność). Dlatego też z pomocą w tworzeniu funduszy finansujących tzw. fazy *start-up* czy *seed* przychodzą rządy uruchamiając różne programy rozwoju tego typu funduszy.

Ciekawym przykładem oferty finansowej typu seed może być brytyjski program, który doprowadził do powstania ok. 19 funduszy załączkowych zorientowanych na wyłuskiwanie z sektora akademickiego ciekawych projektów inwestycyjnych (*University Challenge Seed Funds*). W okresie sprawozdawczym 2002–2003 fundusze te zakwalifikowały do finansowania ok. 100 projektów na co przeznaczono ok. 13 mln £. Przykładów funduszy finansujących fazę startu jest już znacznie więcej. Przykłady takie są na szczęście obecne u nas w kraju. Ofertą taką dysponuje np. fundusz MCI, Caresbac czy Podlaski Fundusz Kapitałowy. Sfinansowaniem dużego *start-up* nie gardzi też np. Enterprise Investors.

Tabela 1. Cechy charakterystyczne, podobieństwa i różnice omawianych form finansowania

Rodzaj finansowania	Cechy charakterystyczne, podobieństwa i różnice
Kredyt bankowy	Kapitał obcy nie powodujący ingerencji w strukturę własności firmy; dostępny tylko dla firm posiadających zdolność kredytową, a więc raczej o pewnej historii biznesowej, wykazujących bieżące zyski i dysponujących zasobami majątkowymi; bank nie ingeruje w sposób prowadzenia biznesu; kontrola w oparciu o sprawozdania finansowe.
Seed i start up	Finansowanie kapitałem właścicielskim dostępne dla nowo powstających firm o bardzo dobrych perspektywach rozwojowych; firmy nie muszą mieć historii biznesowej ani dysponować zabezpieczeniem majątkowym; inwestor angażuje się w firmę kapitałowo i doradczo; kontrola realizacji planów biznesowych odbywa się na poziomie rady nadzorczej.
Venture capital	venture capital to ogólne pojęcie obejmujące zarówno finansowanie typu seed jak i start up. W zakres tego pojęcia wchodzi także finansowanie wczesnych etapów rozwoju firmy.
Private equity	Pod względem istoty ekonomicznej nie różni się od venture capital; private equity to określenie stosowane jednakże w odniesieniu do finansowania bardziej zaawansowanych faz rozwoju firm; private equity dotyczy też znacznie większej skali finansowania.
Corporate venturing	Finansowanie typu venture capital udostępniane przez duże korporacje; jego celem jest rozwijanie pomysłów biznesowych, mogących być interesującymi z punktu widzenia core biznesu korporacji finansującej; corporate venturing może oferować finansowanej firmie znacznie większe wsparcie biznesowe, rynkowe i technologiczne niż klasyczny fundusz venture capital.
Business angels	Finansowanie o takiej samej charakterystyce jak venture capital, z tym że oferowane przez osoby fizyczne, a nie prawne (fundusz, korporacja); na ogół wielkość kapitału oferowanego przez business angels jest znacznie mniejsza od oferty funduszy.

Źródło: Opracowanie własne.

3. Jaki fundusz wybrać?

Załóżmy, że decyzja co do wyboru formy finansowania naszego przedsięwzięcia jest już za nami. Pojawia się więc nowy problem – jaki fundusz wybrać? Decyzja nie jest łatwa, bowiem w kraju działa już kilkanaście funduszy venture capital.

Generalnie dla naszego wyboru istotnych jest pięć podstawowych parametrów: specjalizacja branżowa, specjalizacja finansowa, preferowane limity inwestycyjne, lokalizacja i reputacja. Zaczniemy od dwóch ostatnich. Kwestia lokalizacji funduszu tak naprawdę w obecnych warunkach „komunikacyjnych” naszego kraju odgrywa mało istotne znaczenie. Fundusze, chociaż na swoją siedzibę najczęściej wybierają Warszawę, realnie operują w całej Polsce. Nie ma więc praktycznie żadnych przeszkód i ograniczeń w finansowaniu przedsięwzięć położonych w bardziej odległych regionach kraju. Odległość nie jest też barierą w utrzymywaniu bieżących kontaktów operacyjnych. Kryterium to – czyli chęć współpracy z funduszem położonym w danej miejscowości/regionie – może mieć jednak znaczenie dla przedsiębiorców realizujących projekty bardzo małe, o wybitnie lokalnym znaczeniu.

Reputacja dla odmiany jest kryterium niezwykle istotnym, jeśli nie chcemy później mieć przykrych niespodzianek. Reputacja to zarówno doświadczenie i wiedza zarządzających funduszem, z którymi będzie przedsiębiorca współpracował (być może nawet przez kilka lat), jak również styl prowadzenia finansowego biznesu i sposób traktowania partnerów. Warto więc dla uniknięcia problemów i rozczarowań zajrzeć na stronę internetową funduszu, zapoznać się z jego dorobkiem, zajrzeć do Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (www.psik.org.pl), poradzić się znajomych.

Specjalizacja branżowa funduszu to główne kryterium zawężające liczbę funduszy, z którymi warto rozmawiać. Zdecydowana większość funduszy reklamuje się jako uniwersalne. Fundusze te interesują się praktycznie wszystkimi branżami i działami gospodarki (produkcja, usługi, handel). Ponieważ i one na ogół podlegają pewnym modom i trendom inwestycyjnym w tej „uniwersalności” też można się natknąć na pewne preferencje.

Trzeba jednak pamiętać, że „uniwersalizm” funduszy ma pewne granice i istnieje grupa branż, które fundusze venture capital omijają z daleka. Są to branże, które praktycznie na całym świecie uznawane są za potencjalne źródło kłopotów natury społecznej, politycznej i także ekonomicznej. Do grupy tej zalicza się sektory zajmujące się produkcją i handlem bronią, wyrobów tytoniowych, środków służących aborcji, alkoholi wysokoprocentowych czy środków odurzających. Fundusze ze względu na odpowiedzialność odszkodowawczą unikają także inwestowania w firmy zatruwające środowisko.

Przeciwieństwem branżowej uniwersalności są fundusze specjalistyczne inwestujące wyłącznie w bardzo konkretne branże. Najbardziej popularnym przykładem takiej specjalizacji są fundusze inwestujące w informatykę, technologie internetowe i telekomunikację. Istnieje jednak wiele funduszy interesujących się wyłącznie sektorami tradycyjnymi, np.: przetwórstwo spożywcze, działy przetwórcze przemysłu (głównie

dobra konsumpcyjne), zaawansowane usługi, handel (na ogół specjalistyczny). Tabele 2 i 3 pokazują, jakie branże preferują poszczególne fundusze venture capital działające w Polsce. Z kolei tabela 4 przedstawia, jakie sektory faktycznie są najczęściej przedmiotem zainteresowania funduszy.

Tabela 2. Oferta inwestycyjna oraz dane kontaktowe funduszy venture capital i private equity (członkowie PSIK)

Firma zarządzająca	Preferowane sektory	Preferowana wielkość inwestycji (mln zł)	Dane kontaktowe (telefon lub e-mail)
3TS Venture Partners	Elektronika, IT, Internet, usługi, telekomunikacja, media	9-27	(22) 456-44-50
Advent International	Media, IT, telekomunikacja, chemia, dobra konsumpcyjne, produkty i usługi dla przemysłu	40-120	(22) 627-51-41
AIB WBK Fund Management	Brak preferencji branżowych	5-45	aibfund@aib.pl
Argus Capital International	Brak preferencji branżowych	20-100	(22) 630-30-31
Ballinger Capital	Brak preferencji branżowych	>22	info@ballinger.com.pl
Baring Communications Equity	Media, telekomunikacja, Internet	>4	(22)88-11-640
Baring Private Equity Partners	Brak preferencji branżowych	30-67	(22)627-40-00
Bmp Polska	Usługi dla biznesu, e-biznes, media, telekomunikacja, dobra konsumpcyjne, biotechnologia, logistyka	<22	bmp@bmp.pl
CARESbac-Polska	Brak preferencji branżowych	0,2-2,5	caresbac@it.pl
Copernicus Capital Partners	Łączność, usługi komputerowe, telekomunikacja, Internet, dobra konsumpcyjne, produkcja	4-10	warsaw@copernicus-capital.com
DBG Eastern Europe	Dobra konsumpcyjne, media, IT, produkcja, usługi, telekomunikacja, transport	13-54	dbgee@pol.pl
Dresdner Kleinwort Capital C&EE	Telekomunikacja, media, IT, usługi medyczne, dobra konsumpcyjne, dystrybucja i logistyka, handel detaliczny, usługi dla biznesu, produkcja przemysłowa	12-100	(22)525-35-00
Enterprise Investors	Produkcja i usługi dla przemysłu, dobra konsumpcyjne, IT, telekomunikacja, opieka zdrowotna, ochrona środowiska, usługi finansowe	12-120	info@ei.com.pl
Environmental Investment Partners	Ochrona środowiska	2,2-18	(22) 756-32-32
e-Katalyst	Internet, IT	<3	info@e-katalyst.pl
Górnośląski Fundusz Restrukturyzacyjny	Ochrona zdrowia, biotechnologia, elektronika, IT, usługi, ochrona środowiska	<5	office@gfr.com.pl
Hals Fundusz kapitałowy	Brak preferencji branżowych	<4	gdansk@hals.pl
Innova Capital	Media, telekomunikacja, usługi finansowe, usługi dla biznesu, IT	20-60	mail@innovacap.com

cd. tab. 2

Firma zarządzająca	Preferowane sektory	Preferowana wielkość inwestycji (mln zł)	Dane kontaktowe (telefon lub e-mail)
Krakowskie Centrum Inwestycyjne	Elektronika, automatyka przemysłowa, produkty i usługi dla przemysłu, produkcja, usługi, nieruchomości	30-50	biurozarzadu@kci.pl
PBK Inwestycje	Media, ochrona środowiska, produkty i usługi dla przemysłu, Internet, telekomunikacja	< 12	poczta@inwestycje.pbk.pl
Raiffeisen Private Equity Management	Usługi, produkty i usługi dla przemysłu, żywność i napoje, media	12-60	rpem@rpem.at
Renaissance partners	Brak preferencji branżowych	2-10	office@rp.pol.pl
Riverside Europe Partners	Brak preferencji branżowych	12-80	(22) 520-27-70
Royalton Partners	Dobra niehandlowe, usługi	40-80	(22)657-04-57
Trinity Management	Wysoka technologia, ekologia, infrastruktura	4-80	trinity@trinity.com.pl

Źródło: Rocznik PSIK 2003.

Tabela 3. Oferta venture capital w zakresie finansowania o charakterze seed i start up

Fundusz	Adres	Strona www	Limity inwestycyjne	Preferowane sektory	Inne uwagi
Lubelski Fundusz Kapitałowy	20-111 Lublin Rynek 7 tel. (0-81) 743-65-43	www.lfr.lublin.pl	Maks. 800 tys. zł	Brak preferencji	Tylko dla firm z województwa lubelskiego
MCI Management	50-125 Wrocław ul. Św. Mikołaja 7 tel. (0-71) 781-73-80	www.mci.com.pl	400 tys. – 2 mln zł	Informatyka, telekomunikacja	--
Podlaski Fundusz Kapitałowy	15-073 Białystok ul. Starobojarska 15 tel. (0-85) 740 86 69	www.pfk.pfr.bialystok.pl	Maks. 800 tys. zł.	Brak preferencji	Tylko dla firm z województwa podlaskiego
Regionalne Fundusze Inwestycyjne	93-578 Łódź ul. Wróblewskiego 18 tel. (0-42) 681-97-98	www.rfi.pl	160 tys. – 2 mln zł	Brak preferencji	--
INTEL Capital	02-305 Warszawa Al. Jerozolimskie 146c tel. (022)570-81-00	www.intel.com/capital	Min. 2 mln zł	Wysokie technologie (biotechnologia, informatyka, telekomunikacja)	Program corporate venturing korporacji Intel

Źródło: Rocznik PSIK 2003.

Tabela 4. Jakie sektory cieszą się największą popularnością? (wartość inwestycji w mln euro)

Sektor	2002		2003	
	Liczba firm	Wartość inwestycji	Liczba firm	Wartość inwestycji
Telekomunikacja	21	16,4	13	39,5
Komputery/informatyka	9	4,5	1	0,1
Elektronika (inne)	3	0,7	1	1,6
Biotechnologia	1	0,6	0	0
Medycyna/zdrowie	3	4,2	2	6,2
Energetyka	4	8,1	1	6,9
Dobra konsumpcyjne	12	41,4	7	33,9
Dobra inwestycyjne/usługi	4	1,9	0	0
Chemia/materiały	0	0	1	1,8
Automatyka przemysłowa	1	2,1	0	0
Inna produkcja przem.	9	18,7	6	3,9
Transport	4	7,1	1	1,2
Usługi finansowe	1	1,4	5	31,5
Inne usługi	8	3,8	1	1,4
Rolnictwo	0	0	1	0,03
Budownictwo	5	6,8	4	1,9
Inne	0	0	4	3,2
Suma	86	117,697	48	133,191

Źródło: EVCA Yearbook 2004.

Wybierając fundusz trzeba także koniecznie zwrócić uwagę na jego specjalizację finansową, czyli to, czy w ogóle zajmuje się on finansowaniem wczesnych faz rozwoju i fazy seed oraz start-up. Trzeba pamiętać, że fundusze mogą oferować finansowanie bardzo różnych faz rozwoju przedsiębiorstwa jak też różnych „sytuacji” przydarzających się w życiu gospodarczym. Można więc spotkać fundusze, które np. wyłącznie zajmują się finansowaniem tzw. wykupów menedżerskich, operacji wprowadzenia spółki na giełdę (pre-IPO), restrukturyzacji czy tzw. późniejszych faz rozwoju (przedsiębiorstwa z dłuższą historią działania na rynku). Wybierając fundusz trzeba więc sprawdzić czy finansowanie fazy startu czy zasiewu leży w jego kręgu zainteresowania. Jeśli nie, przesyłanie informacji o naszym projekcie jest stratą czasu.

Wreszcie ostatnia kwestia, czyli limity inwestycyjne. Są one ściśle związane z wielkością funduszu. Im większy fundusz, tym większa jest minimalna preferowana wartość inwestycji. Reguła ta ma wręcz „żelazny” charakter i jest rzeczą niespotykaną, aby fundusz „zszedł” znacznie poniżej limitu w celu sfinansowania ciekawego projektu. Z wartościami limitów inwestycyjnych należy się więc dokładnie zapoznać i nie tracić czasu i pieniędzy na przesyłanie projektu na 1 mln zł funduszowi, który inwestuje minimum 5 milionów w jeden projekt.

4. Proces inwestycyjny, jego struktura, czas i koszty

Całość działań podejmowanych przez fundusz, poczynając od pierwszego kontaktu z projektem przedsięwzięcia biznesowego aż do momentu wycofania się z tej inwestycji (sprzedaż akcji/udziałów) określana jest mianem cyklu inwestycyjnego. Można go podzielić na trzy podstawowe fazy: przygotowanie inwestycji (włącznie z wniesieniem kapitału do przedsięwzięcia), współpraca z przedsiębiorstwem celem realizacji zakładanej ścieżki wzrostu wartości i wreszcie zakończenie inwestycji, czyli wycofanie zaangażowanego kapitału.

Fazy te można z kolei podzielić na bardzo konkretne zadania i działania podejmowane zarówno przez fundusz, jego (zewnętrznych) doradców, jak i przedsiębiorcę aplikującego o kapitał (rysunek 1). I tak faza przygotowania inwestycji to przede wszystkim szczegółowy proces analizy przedłożonego projektu, a w momencie uznania go za atrakcyjny i wykonalny, etap negocjacji i ustalania warunków realizacji wspólnego przedsięwzięcia. Do najważniejszych składników tej fazy należy chyba zaliczyć tzw. badanie *due diligence*, przygotowanie wstępnej listy warunków (tzw. *term sheet*), negocjacje, a następnie ustalenie finalnych warunków transakcji.

Faza przygotowania inwestycji wymaga zaangażowania obu stron przedsięwzięcia – projektodawcy i pracowników funduszu. Na projektodawcy ciąży „obowiązek” zaprezentowania projektu, sporządzenia i przedłożenia biznesplanu i udzielenia wszelkich wyjaśnień. Fundusz z kolei własnymi siłami lub za pomocą zewnętrznych audytorów dokonuje analizy przedsięwzięcia (i spółki), a następnie opracowania niezbędnej dokumentacji prawnej.

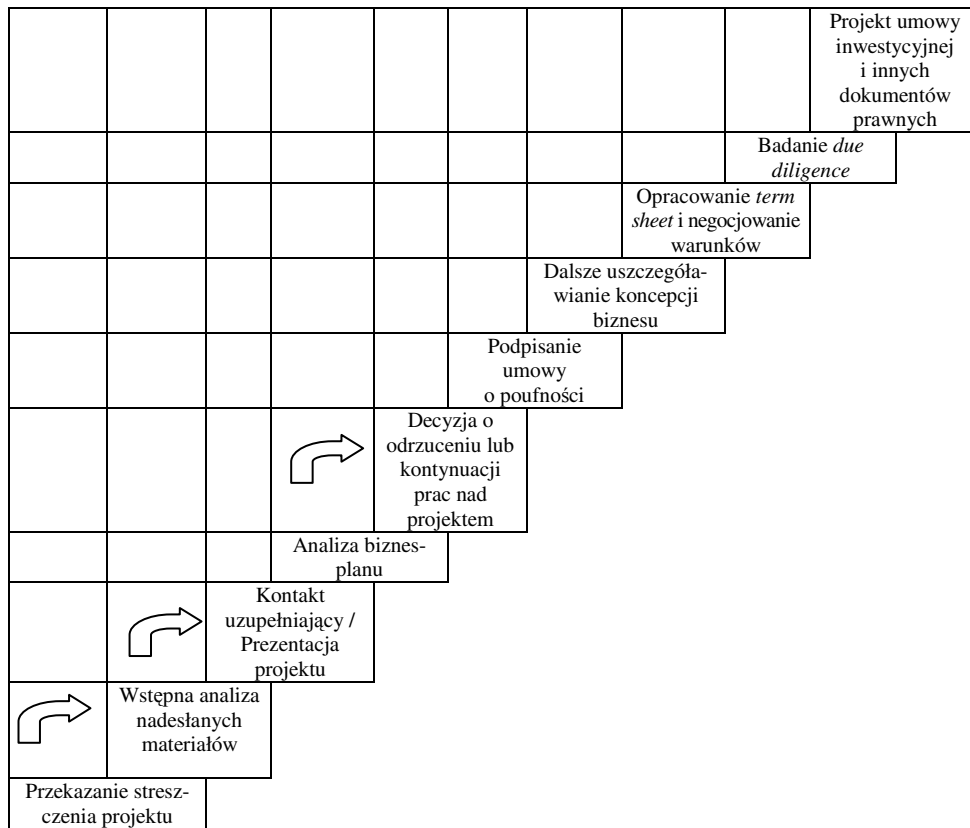
Czas trwania fazy przygotowania inwestycji jest bardzo zróżnicowany i uzależniony od wielkości przedsięwzięcia, a także stopnia jego skomplikowania (biznesowego i finansowego). Może on wynosić od kilku/kilkunastu tygodni aż do kilku miesięcy (2–5). Najbardziej czasochłonny jest tu etap badania przedsięwzięcia (*due diligence*) i opracowywania warunków inwestycji. One też pochłaniają największe koszty – od kilkunastu do kilkudziesięciu tysięcy zł.

Wraz z zakończeniem fazy przygotowania inwestycji rozpoczyna się faktyczna realizacja przedsięwzięcia. Trwa ona najdłużej bowiem kilka lat (zwykle 3 do 7). W fazie tej trudno już wydzielić jakieś etapy czy składniki. Niewątpliwie jednak mamy tu do czynienia z pewnymi „sekwencjami” współpracy wyznaczanymi przez kolejne rundy finansowania następujące z chwilą osiągnięcia przez firmę określonych parametrów ekonomicznych zapisanych w umowie inwestycyjnej.

Z chwilą uznania, że zbliża się moment osiągnięcia celów inwestycji (osiągnięcie przez firmę określonego pułapu wartości) rozpoczyna się faza zakończenia inwestycji mogąca trwać od kilku do kilkunastu miesięcy. W jej skład wchodzi przygotowanie spółki do wycofania funduszu, poszukiwanie nabywcy i wreszcie zrealizowanie transakcji. Podobnie jak w fazie pierwszej, tak i tutaj pojawiają się koszty związane

z wyceną czy przygotowaniem memorandum informacyjnego. Poniżej zaprezentujemy najważniejsze elementy procesu inwestycyjnego.

Rysunek 1. Elementy procesu inwestycyjnego



- Zakończenie procesu decyzyjnego, przekazanie środków
- Współpraca i monitoring inwestycji
- Realizacja rund finansowania
- Przygotowanie operacji wyjścia z inwestycji
- Wycena
- Memorandum informacyjne
- Poszukiwanie nabywców
- Ustalanie warunków i negocjacje
- Zamknięcie inwestycji

5. Czego oczekuje fundusz?

Wybranie spośród rzeszy funduszy jednego lub kilku „pasujących” do ogólnej charakterystyki przedsięwzięcia nie oznacza jeszcze, że fundusz w ogóle się naszym projektem zainteresuje. Trzeba zdać sobie sprawę, że fundusze venture capital są niezwykle wybrednymi inwestorami motywowanymi przede wszystkim oczekiwaniami co do możliwości uzyskania wysokich zysków. Ich zainteresowanie wzbudzą więc dopiero takie projekty, które będą spełniały cztery elementarne przesłanki powodzenia przedsięwzięcia (patrz także ramka 1):

- będą realizowane przez profesjonalny, zgrany zespół menedżerów,
- będą posiadały istotne tzw. przewagi konkurencyjne, zwiększające szanse na dynamiczny wzrost wartości projektu (firmy) oraz minimalizujące ryzyko skopiowania projektu przez konkurentów lub podjęcia innej akcji „odwetowej”,
- będą oferowały stopę zwrotu adekwatną do czasu trwania inwestycji i ponoszonego ryzyka,
- dadzą funduszowi możliwość wyjścia z inwestycji po upływie kilku lat.

Pierwszy z czynników w zasadzie jest uznawany za klucz do sukcesu i jest nawet wyżej ceniony niż jakość samego projektu. Przy ocenie czynnika ludzkiego decydujące znaczenie będzie miało nie tyle wykształcenie formalne, ale znajomość i doświadczenie w danej branży, doświadczenie w prowadzeniu własnej firmy lub realizacji projektów zespołowych. Istotne znaczenie będą miały także pewne cechy charakteru potencjalnego lidera: silna osobowość, orientacja na rozwiązywanie problemów, na osiąganie sukcesu, umiejętność kierowania zespołem i przede wszystkim uczciwość (!). Oceniając czynnik ludzki fundusze biorą pod uwagę kompletność i jakość całego zespołu, a nie tylko lidera.

Projekt, aby zainteresował fundusz musi czymś się wyróżniać od tego, co już jest na rynku, musi dawać firmie pewną i trwałą przewagę nad istniejącymi konkurentami lub stwarzać bariery dla pojawienia się takiej konkurencji. Musi być on wyraźnie adresowany i dopasowany do potrzeb i oczekiwań konsumentów lub być w stanie te potrzeby niejako wykreować. Szczególnie ważne jest, aby projekt był osadzony na rynku wzrostowym o wystarczająco dużych rozmiarach, nie podlegającym nadmiernej ingerencji regulacyjnej państwa i dodatkowo jeszcze niezbyt wyklarowanej strukturze.

Trzeci z warunków elementarnego zainteresowania się projektem przez funduszu jest niejako konsekwencją dwóch poprzednich. Dobrze zaprojektowane i osadzone w realiach gospodarczych przedsięwzięcie, którego kierownictwo spoczywa w rękach ambitnych, uczciwych profesjonalistów musi przynosić zyski adekwatne do ryzyka, jakie się z takim projektem wiąże. W przypadku finansowania fazy zasiewu i startu, gdzie ryzyko jest największe oczekuje się na ogół stóp zwrotu na poziomie co najmniej 50%–100% przyrostu wartości rocznie. Oczekiwania te spadają im bardziej dojrzałe jest przedsiębiorstwo, które się finansuje.

I wreszcie ostatnia sprawa. Inwestycja funduszu jest zaangażowaniem na ściśle określony czas. Na ogół jest to od 3 do 7 lat. Po tym okresie fundusz musi wycofać zaangażowany kapitał wraz z zyskami. Inaczej posiadane akcje lub udziały nawet, jeśli będą wyceniane bardzo wysoko, będą reprezentowały wyłącznie papierowe, teoretyczne korzyści z takiej inwestycji. Trzeba je komuś odsprzedać, a zatem ważne jest, aby był na nie chętny. O tym fundusz musi już myśleć przed inwestycją, by nie znaleźć się w sytuacji, gdzie możliwości wyjścia z inwestycji będą znacznie ograniczone (lub wręcz żadne), np. ze względu na charakter konkurencji na rynku, strukturę sektora czy uwarunkowania regulacyjne.

Ramka 1. Ważny jest pomysł i zespół menedżerski!

Marcin Zagórski wiceprezes Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, w latach 1999–2004 prezes zarządu Funduszu Kapitałowego Hals:

Małe, dopiero powstające przedsiębiorstwa, które uczą się rynku to bardzo specyficzny klient dla funduszy venture capital. Czego najbardziej obawia się inwestor w przypadku takich firm? Z doświadczenia wiem, że często do funduszu przychodzi przedsiębiorca-założyciel, który stworzył tę firmę od podstaw, szuka kapitału, aby ją dalej rozwijać, bo chce „coś” zostawić dla swoich dzieci i wnuków. Taki przedsiębiorca nie jest niestety partnerem dla funduszu i lepiej niech nie traci czasu na przysyłanie nam biznesplanów. Z takim partnerem nie ma możliwości zrobienia interesu bowiem on nie traktuje firmy jako towaru, jako inwestycji. Ten, kto liczy na venture capital musi się oderwać od „ojcowskiego” podejścia do firmy. Drugi problem, którego fundusze bardzo się obawiają, to syndrom przedsiębiorcy-orkiestry. Jest to człowiek, na ogół bardzo zdolny, pomysłowy i oddany pracy, który robi w firmie praktycznie wszystko i co za tym idzie wie o tej firmie wszystko. I oprócz niego... nikt o firmie nic nie wie. To niestety jest sytuacja bardzo niedobra, bowiem ryzyko działania – a właściwie istnienia firmy – związane jest z ryzykiem właśnie tego człowieka. Jeśli jemu się coś stanie to firmy praktycznie nie ma i... pieniędzy zainwestowanych przez fundusz w taką firmę też nie ma! Inne zjawisko, z którym często się spotykałem to przedsiębiorca, który wszystko ma w „głowie”, a nic na papierze. Aby się od niego czegokolwiek dowiedzieć, trzeba by mu zabrać tyle czasu, że praktycznie byłby wyłączony na kilka dni z kierowania firmą. Ponieważ nie jest to za bardzo możliwe, więc i dokładna analiza przedsiębiorstwa staje się koszmarnym przedsięwzięciem i jest praktycznie niemożliwa. Przy tych sprawach personalnych warto podkreślić, że warunkiem inwestycji jest nie tylko świetny pomysł, ale i kompletny zespół zarządzający także na średnim szczeblu. Jak mówi stare porzekadło venture capitalistów: ... wolę zrobić słabszy projekt ze świetnymi menedżerami niż świetny projekt ze słabymi.

Kryteria selekcji projektów

Powyżej przedstawiliśmy ogólne oczekiwania funduszu wobec potencjalnych projektodawców. Tymi kryteriami kierują się pracownicy funduszu dokonując pierwszej oceny materiału nadesłanego przez potencjalnego przedsiębiorcę. Dzięki doświadczeniu finansowemu, znajomości sektorów, mechanizmów konkurencji oraz analizie setek propozycji biznesowych i biznesplanów już po pobieżnym przeczytaniu nadesłanej oferty czy krótkiej rozmowie telefonicznej analityk funduszu jest w stanie stwierdzić czy projekt jest atrakcyjny. Tę pierwszą konfrontację z oczekiwaniami funduszu przeżywa na ogół 10–20% projektów. Dalej przychodzi kolej na

bardziej wnikliwą analizę i... dalszą selekcję. Proces ten skutkuje najczęściej wyborem nie więcej niż 3–5% projektów, w które dokonywana jest inwestycja.

Nie istnieje jeden powszechny wzorzec kryteriów selekcji stosowanych przez fundusze, dlatego w tabeli 5 przedstawiamy ranking kryteriów najczęściej stosowanych przez działające w kraju fundusze.

Tabela 5. Najczęściej stosowane kryteria selekcji projektów inwestycyjnych

Kryteria oceny/selekcji	Miejsce w rankingu		Kryteria oceny/selekcji
Potencjał kierowniczy przedsiębiorcy	1	16	Możliwość utrzymania pozycji rynkowej
Wcześniejsze doświadczenia	2	17	Konkurenci do dokonania transakcji
Wielkość i wzrost rynku	3	18	Łatwość wejścia na rynek
Kompletność zespołu zarządzającego	4	19	Charakter i natężenie konkurencji
Przewidywana stopa zwrotu	5	20	Możliwość wyprowadzenia gotówki (np. dywidenda)
Doświadczenie w branży	6	21	Dostępność sieci dostawców i dystrybutorów
Wycena przedsiębiorstwa	7	22	Możliwość wpływania na działalność
Skala wartości dodanej produktów/usług	8	23	Czas do uzyskania progu rentowności
Sezonowość rynku	9	24	Możliwość zbudowania konsorcjum
Zakres ochrony inwestora	10	25	Faza rozwoju przedsiębiorstwa
Możliwość wycofania się z inwestycji	11	26	Spełnianie warunków wewnętrznych funduszu
Stopień konsolidacji rynku	12	27	Kondycja polskiej gospodarki
Udział w rynku	13		
Dostępność przejrzystego biznesplanu	14		
Skala i możliwość dalszych rund finansowania	15		

Źródło: Klonowski Dariusz, Kapitał wysokiego ryzyka w Polsce. Kryteria podejmowania decyzji inwestycyjnych, Organizacja i Kierowanie, nr 1 / 2003, str. 86.

Jak widać listę otwierają kryteria związane z jakością i doświadczeniem kadry zarządzającej, atrakcyjnością rynku i oferowanego produktu/usługi. W rankingu natomiast nie znalazły się – często wysuwane w ofertach na pierwsze miejsce – zagadnienia techniczne, technologiczne i inżynierskie. Choć niezwykle ważne są one przez fundusze znacznie niżej „wyceniane” – faktycznie nie one bowiem decydują o sukcesie przedsięwzięcia.

6. Czy i jak skorzystać z doradcy?

Całość działań poprzedzających wspólną inwestycję przedsiębiorcy i venture capital to proces niezwykle pracochłonny, kompleksowy i skomplikowany. Różni się on zdecydowanie od tego, z czym spotykamy się np. przy procedurze kredytowej – ujednolicona dokumentacja aplikacyjna, praktycznie z góry wiadome warunki transakcji, do których trzeba się dopasować. Proces inwestowania z venture capital ma zupełnie inną postać. Tutaj w proces ustalania warunków, ich negocjowania i dopracowywania modelu biznesowego muszą być zaangażowane dwie strony transakcji. Jest tak bez względu na to, czy dotyczy to finansowania ekspansji dojrzałej spółki, czy też projektu zupełnie nowego. Przedsiębiorca zatem w każdym momencie procesu inwestycyjnego musi dysponować odpowiednimi materiałami (np. biznesplan) jak i posiadać własny pogląd i zdanie na temat tego, co proponuje druga strona (wycena zaproponowana przez fundusz, warunki umowy inwestycyjnej itd.). W każdej chwili musi więc być gotowy do polemiki i zaproponowania czegoś w zamian.

Konieczność aktywnego udziału przedsiębiorcy w procesie inwestycyjnym wymaga więc albo zaangażowania większego zespołu kierowniczego, albo skorzystania z zewnętrznego doradcy – lub jednego i drugiego.

Bez względu na wielkość projektu warto zatem rozważyć udział w negocjacjach zewnętrznego doradcy (choć niektóre fundusze tego nie zalecają, ale mają niewątpliwie w tej kwestii konflikt interesów). Jego doświadczenie i reputacja powinny być na wstępie dokładnie zweryfikowane, a zadania precyzyjnie zdefiniowane. Nie jest dobrym rozwiązaniem przerzucanie na barki doradcy całego ciężaru i odpowiedzialności związanego z realizacją procesu inwestycyjnego. To nie on przecież później będzie realizował umowę inwestycyjną. Jego rolą powinno być raczej pomaganie w wypracowaniu stanowiska na temat materiałów przedkładanych przez fundusz, jak i pełnienie funkcji „adwokata diabła” w opracowywaniu przez przedsiębiorców własnych dokumentów (np. biznesplan).

O tym, czy i jakiego doradcę można dokooptować do prac nad projektem faktycznie decydują możliwości finansowe przedsiębiorcy. Konieczność wyasygnowania na taką usługę na ogół co najmniej kilku tysięcy złotych może zdecydowanie zniechęcać do jej „zakupu”. Istnieją jednak pewne sposoby obniżenia jej kosztów. Po pierwsze można skorzystać z pewnych dotacji umożliwiających pokrycie części kosztów takiej usługi (np. w ramach programów zarządzanych przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości¹) jak też w przypadku niezwykle atrakcyjnych projektów inwestycyjnych spróbować wynegocjować z doradcą wynagrodzenie w postaci przekazania mu w zamian za usługę pewnego niewielkiego pakietu akcji/udziałów w danym przedsięwzięciu.

¹ Na temat szczegółów patrz www.parp.gov.pl

7. Pierwszy kontakt z funduszem

Wielu przedsiębiorców dla zainteresowania funduszu swoim przedsięwzięciem decyduje się na przesłanie opisu projektu i swojej firmy np. w postaci memorandum informacyjnego czy biznesplanu. Jest to na ogół opracowanie dosyć obszerne i szczegółowe. Często na plan pierwszy w takim dokumencie wysuwa się zagadnienia produkcyjne, techniczne i technologiczne. Ma to w przekonaniu autorów służyć legitymizacji całego przedsięwzięcia i stworzeniu u czytelnika wrażenia wszechstronnej znajomości tematu. Sytuacja ma się jednak zgoła inaczej. Po pierwsze na biurka analityków inwestycyjnych funduszu trafiają dziesiątki tego typu opracowań. Mając jeszcze inne obowiązki związane z działalnością funduszu ludzie ci na ogół na ich przestudiowanie nie mogą poświęcić więcej niż kilka do kilkunastu minut. Po drugie, sposób prezentacji zagadnienia – dominacja kwestii technicznych – może sprawić, że nie znajdując w tym dokumencie odpowiedzi na co najmniej cztery kluczowe pytania (patrz: nasze wcześniejsze uwagi na temat oczekiwań funduszy) interesujące fundusz projekt taki może trafić do przysłowiowego kosza. Może się to więc przydarzyć nie tyle projektowi złemu, ale źle „podanemu” i zaprezentowanemu.

Jak zapobiec tej sytuacji? Przede wszystkim należy unikać przesyłania obszernych i szczegółowych dokumentów. To, co jest najbardziej przydatne do nawiązania pierwszego kontaktu, to krótkie memorandum będące streszczeniem przedsięwzięcia. Nie powinno to być zatem więcej niż kilka stron (2–3), czyli tyle, ile można ze zrozumieniem faktycznie przeczytać w ciągu kilku minut.

Struktura takiego memorandum – streszczenia musi być też odpowiednio przemyślana i dobrana. Najlepiej podzielić je na części odpowiadające głównym oczekiwaniom funduszy. Można więc zacząć od prezentacji celów przedsięwzięcia. Tu należy jednak zdecydowanie unikać błędu mieszania celów z „narzędziami” (środkami) służącymi do ich osiągnięcia. Celem więc nie jest wyprodukowanie nowego produktu lub usługi, ale np. kilkukrotne zwiększenie sprzedaży, podwojenie udziału w rynku i zajęcie pozycji lidera w regionie. Ważne jest zatem wyraźne określenie i wysunięcie na czoło celów ekonomicznych, a nie technicznych. W dalszej kolejności należy zaprezentować, na czym ma polegać ekonomiczna przewaga tego przedsięwzięcia nad tym, co robią konkurenci, wytłumaczenie co będzie sprawiać, że nowy produkt/usługa znajdzie odbiorców. Ważne jest tutaj też określenie rozmiarów rynku. W memorandum muszą się znaleźć oczekiwania wobec funduszu (wielkość zapotrzebowania na kapitał). Z tego punktu widzenia konieczny jest też jakiś szacunek rentowności zaangażowanego kapitału (jaki będzie zwrot po zakończeniu inwestycji). Wreszcie memorandum powinno zawierać informacje na temat zespołu zarządzającego ze wskazaniem jego doświadczenia branżowego i biznesowego (w załączniku 1 prezentujemy przykład takiego hipotetycznego streszczenia).

Jeśli memorandum zacieka fundusz, dochodzi do dalszego kontaktu w celu uzyskania dodatkowych wyjaśnień. Przedsiębiorca wówczas najczęściej proszony jest o zaprezentowanie projektu w trakcie spotkania. Ta druga szansa na przekonanie funduszu do inwestycji jest jeszcze trudniejsza. Przede wszystkim jest to szansa ostatnia. Jeśli prezentacja zostanie „spalona”, fundusz zapewne podziękuje za dalszą współpracę. Co gorsza, prezentacja jest pewną konfrontacją. Tak jak na papierze projekt mógł wyglądać interesująco, tak w rzeczywistości kilka trudnych pytań może zachwiać poczuciem pewności autorów pomysłu. Do prezentacji trzeba się więc przygotować równie starannie jak do napisania dobrego memorandum.

Mając do dyspozycji trochę więcej czasu (niż na przeczytanie memorandum) można więc staranniej pokazać cele i silne strony projektu oraz dobrać szerszą argumentację. Należy jednak pamiętać, że efektywnością prezentacji rządzą bardzo konkretne prawa (patrz ramka 2). Tu nie ilość „wypowiedzianych” informacji decyduje o sukcesie, ale sposób podania tematu, dobór argumentów, posługiwanie się liczbami, tabelkami, wykresami, kolorem itd. Struktura takiej prezentacji może wyglądać następująco²:

- **Koncepcja przedsięwzięcia** (zarys koncepcji biznesowej spółki, wprowadzenie do opisu jej możliwości rozwoju rynkowego z uwzględnieniem istoty jej przewagi konkurencyjnej),
- **Produkt/usługa/technologia** (opis produktu albo wskazanie, jakie jest jego zastosowanie, na czym polega jego unikatowość i czym różni się od innych produktów),
- **Rynek – potencjał, struktura, konkurencja** (opis stanu i struktury rynku, głównych konkurentów, projekcja rozwoju rynku),
- **Kadra kierownicza** (opis doświadczeń, podstawowe informacje o strukturze zarządzania przedsięwzięciem),
- **Strategia biznesowa** (istota strategii biznesowej mającej prowadzić do realizacji celów np. tzw. przywództwo kosztowe),
- **Marketing, sprzedaż, dystrybucja** (w jaki sposób produkty będą wprowadzane na rynek, jakie występują tu bariery i ryzyka),
- **Finansowanie** – dotychczasowe źródła, strategia na przyszłość (wskazanie wielkości i struktury zapotrzebowania na środki finansowe, powiązanie wielkości zapotrzebowania z planem rzeczowym inwestycji),
- **Możliwości współpracy z funduszem, dezinwestycja** (oczekiwania finansowe wobec funduszu, ocena możliwości przeprowadzenia dezinwestycji).

² K. Sobańska., P. Sieradzan, Inwestycje private equity/venture capital, wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004.

Ramka 2. Jak się skutecznie zaprezentować?

Słuchamy za pomocą uszu, oczywiście, ale nie tylko. „Słuchamy” także za pomocą oczu. Badania pokazują, że człowiek jest zdolnym myśleć cztery razy szybciej niż mówić. A więc słowa stanowią tylko ¼ całości komunikowanego przesłania. Sukces czy porażka zależy od tego, co komunikator zrobi z pozostałymi ¾. Prezentacje są najbardziej zaprzepaszczonej formą komunikacji. Często są nudne, za długie, niezorganizowane, zawierają za dużo faktów. Dobra prezentacja nie tylko może wzmagać wizerunek człowieka, lecz także jest dobrym sposobem przekazania przesłania. Jest szansą ustalenia pożądanej myśli i pozostawienia słuchaczom przesłania, które chcesz, by otrzymali. Jest szansą „sprzedania” samego siebie, swoich idei oraz spraw istotnych dla mówcy. W końcu dobra prezentacja to możliwość zbudowania własnej reputacji – jako myśliciela, jako kogoś, kto wie, o czym mówi, czy jako człowieka czynu, który powoduje, że coś zostanie zrobione... Przygotowanie prezentacji wymaga pięciu składników: wyglądu, języka ciała, wyrazu twarzy, zróżnicowania głosowego i informacji. Te pięć elementów określa stopień wpływu na słuchacza. Tylko mała część zależy od tego, co mówisz. Jeśli mówca używa słowa długiego i trudnego, słuchacze tracą kolejnych dziesięć słów, by rozszyfrować sens tego, co było powiedziane. Efektywność prezentacji zależy od jej struktury, ale również od treści. Kiedy treść zostaje rozdrobniona, ucierpi przekaz. Informacja musi zostać skompletowana i zaprezentowana w taki sposób, by była pociągająca dla innych, by musieli wyteńczyć swoją energię do słuchania. Zanim zacznie się pisać materiały prezentacyjne, ważne jest uzmysłowienie sobie różnicy między pisaniem dla oka a pisaniem dla ucha.

Źródło: Gerald Stanisław Abramczyk: Marketing polityczny, uwagi praktyczne. W: praca zbiorowa pt. Komunikatorzy, wpływ, wrażenie, wizerunek.

8. Zabezpieczenie interesów przedsiębiorcy przed przystąpieniem do negocjacji

Zamiar nawiązania kontaktu z zewnętrznym inwestorem prawie zawsze rodzi u przedsiębiorcy lęk, że jego pomysł, projekt czy jakaś poufna informacja biznesowa dostanie się w niepowołane ręce. Inwestor może na tyle okazać się niefrasobliwy, że nasze bezcenne informacje przedostaną się do konkurencji albo też inwestor sam spróbuje rozwinąć biznes oparty na naszym pomysle. Takie przekonanie o złych zamiarach venture capital niewątpliwie może rodzić niepotrzebną podejrzliwość, nadmierną ostrożność w nawiązywaniu kontaktów i generalnie tworzyć niezbyt dobry klimat (patrz ramka 3). Może to szybko zniechęcić fundusz do poświęcaniu takiemu przedsiębiorcy czasu, szczególnie gdy ma się do „przerobienia” kilkadziesiąt innych propozycji inwestycyjnych. Jest więc realne, że całkiem dobry pomysł może nie znaleźć finansowania z zupełnie pozamerytorycznych powodów.

Ramka 3. Wróg czy sojusznik?

Wróg czy sojusznik? Pytanie to na pewno pojawia się w świadomości przedsiębiorców starających się o kapitał z funduszu venture capital. W przeciwieństwie np. do banku nie ma się bowiem do czynienia z partnerem, który daje pieniądze i stoi niejako „z boku”. Tu jest wręcz odwrotnie. Partner ten w zamian za kapitał wymaga prawa do udziału w przyszłych korzyściach (wzrost wartości firmy), po drodze jeszcze chce mieć wgląd w zarządzanie firmą, sprawozdania finansowe, prawo blokowania niektórych decyzji kierownictwa, no i jeszcze na samym wstępie wymaga dokładnego „prześwietlenia” każdego zakątka przedsiębiorstwa. Podejrzliwość co do intencji funduszu może rodzić także fama o niezwykle trudnych negocjacjach warunków transakcji i na ogół rozbieżnych w stosunku do przedsiębiorcy oczekiwaniach. Nietrudno więc, aby w podświadomości przedsiębiorcy zrodził się jakiś lęk, jakaś podejrzliwość.

Fundusz venture capital na pewno nie jest wrogiem przedsiębiorcy. Nie oznacza to jednak, że od razu od pierwszego spotkania jest na pewno sojusznikiem. Całość początkowych relacji pomiędzy venture capital, a przedsiębiorcą to przechodzenie od postawy nieufności do „sojusznictwa”. Przedsiębiorca musi zdać sobie sprawę, że tak jak i jego zachowanie obarczone jest nieufnością, tak i fundusz dla własnego dobra musi zachować rezerwę do przedstawianego mu projektu. Choć obu stronom zależy dokładnie na tym samym – czyli zarobieniu na projekcie – to do negocyjnego stołu siadają one w zupełnie odmiennych rolach. Przedsiębiorca zna swój projekt doskonale, jego silne i mocne strony. Jest w stanie pozytywnie uwypuklać nie, chwalać się zbyt zagrożeniami. Fundusz jest w zupełnie odmiernej sytuacji – o projekcie nie wie nic, natomiast wie, jakie reguły rządzą finansami przedsiębiorstw i rynkiem. To właśnie ta rozbieżność, ten zróżnicowany dostęp do informacji jest przyczyną początkowej (obustronnej) nieufności i twardych negocjacji. Nie ma więc mowy o wrogości, ale jest poszukiwanie takiego punktu równowagi, gdzie biorąc pod uwagę ponoszone ryzyka i wykładany kapitał obie strony zyskują proporcjonalnie tyle samo.

Na szczęście rynek wypracował co najmniej cztery sposoby na rozładowanie tego zagrożenia. Po pierwsze, projekt inwestycyjny, który zarządzający funduszem mogliby sami zrealizować w oparciu o swoje doświadczenie biznesowe i branżowe tak

naprawdę nie jest dla nich interesujący. Jeśli bowiem projekt jest na tyle „łatwy”, że można go zrealizować bez pomocy jego autora, to faktycznie może go zrealizować (skopiować) każdy, a to oznacza, że wartość dodana takiego pomysłu jest bardzo mała. Rynek szybko więc zapełniłby się takimi „naśladowcami” i trudno byłoby osiągnąć ponadprzeciętne zyski. Coś, co jest więc łatwe do skopiowania, nie jest interesujące dla venture capital. Jeden wariant zagrożenia więc odpada – jest po prostu mało realny.

Drugie zabezpieczenie to reputacja zarządzających funduszem venture capital – o czym wspominaliśmy już uprzednio. Warto, aby przedsiębiorca szukający kapitału na to zwracał uwagę, bo to najlepszy wskaźnik jakości działania funduszu, jego doświadczenia biznesowego i sektorowego. Pomocne może więc być przynajmniej skontaktowanie się ze stowarzyszeniem funduszy venture capital (Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych www.psik.org.pl) w celu sprawdzenia, czy dany fundusz jest tam zrzeszony i zasięgnięcia jakichś informacji.

Kolejne zabezpieczenie interesów przedsiębiorcy jest już bardziej konkretne. Prawną ochronę pomysłów i informacji biznesowych zapewnia ustawa o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji. Zabrania ona podejmowania działań naruszających interes przedsiębiorcy, w tym, np. wykorzystywanie lub przekazywanie innym poufnych, informacji biznesowych. Ustawa daje prawo przedsiębiorcy do uzyskania odszkodowania za tego typu działania (patrz ramka 4).

Ramka 4. Jak prawo chroni interesy przedsiębiorcy?

USTAWA z dnia 16 kwietnia 1993 r. o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji

Art. 11.

1. Czynem nieuczciwej konkurencji jest przekazanie, ujawnienie lub wykorzystanie cudzych informacji stanowiących tajemnicę przedsiębiorstwa albo ich nabycie od osoby nieuprawnionej, jeżeli zagraża lub narusza interes przedsiębiorcy.
4. Przez tajemnicę przedsiębiorstwa rozumie się nieujawnione do wiadomości publicznej informacje techniczne, technologiczne, organizacyjne przedsiębiorstwa lub inne informacje posiadające wartość gospodarczą, co do których przedsiębiorca podjął niezbędne działania w celu zachowania ich poufności.

Art. 18.

1. W razie dokonania czynu nieuczciwej konkurencji, przedsiębiorca, którego interes został zagrożony lub naruszony, może żądać:
 - 1) zaniechania niedozwolonych działań;
 - 2) usunięcia skutków niedozwolonych działań;
 - 4) naprawienia wyrządzonej szkody, na zasadach ogólnych;
 - 5) wydania bezpodstawnie uzyskanych korzyści, na zasadach ogólnych.

Wreszcie czwarte, chyba najbardziej „namacalne” dla przedsiębiorcy zabezpieczenie jego interesów to tzw. umowa o poufności. Jest to standardowy i najbardziej powszechny wśród funduszy venture capital sposób ochrony informacji udostępnianych w procesie negocjowania i przygotowania inwestycji. Umowa taka dokładnie reguluje proces dostępu do informacji i jej zabezpieczenia. Załącznik 2 prezentuje przykład takiej umowy.

9. Biznesplan

Biznesplan jest po memorandum informacyjnym podstawowym dokumentem mającym legitymizować racjonalność przedsięwzięcia w oczach inwestora venture capital. Musi on więc zostać przygotowany w sposób niezwykle rzetelny i uczciwy, pokazujący wszystkie „za” i „przeciw”, tak aby czytelnik (fundusz) był w stanie ocenić racjonalność projektu, ale i przede wszystkim wiarygodność biznesową – i tę ludzką – piszącego. Trzeba zdać sobie sprawę, że jego przygotowanie nie wynika z zamiłowania funduszu do biurokracji. Jest to na tym etapie procesu inwestycyjnego kluczowy dokument, który może zdecydować o odrzuceniu lub akceptacji projektu. Każde słowo, zdanie, każda projekcja finansowa zawarta w planie będą uważnie studiowane i próbowane podważyć. Trzeba więc do jego przygotowania podejść niezwykle rzetelnie poświęcając mu odpowiednią ilość czasu oraz środków (ludzie, pieniądze), aby nie znaleźć się w sytuacji gdzie atrakcyjny pomysł na skutek złego, nieprecyzyjnego czy nonszalanckiego zaprezentowania nie znajdzie finansowania.

Techniki sporządzenia biznesplanu są w zasadzie dwie. Można to robić całkowicie samodzielnie lub zlecając na zewnątrz określonego doradcy. To drugie rozwiązanie jest korzystne ze względu na oszczędność czasu, jednakże nie może oznaczać wyłącznie przedsiębiorcy z tego procesu. To musi być biznesplan przedsiębiorcy, ale napisany rękoma konsultanta.

Bez względu na wybraną technikę pisząc biznesplan warto skorzystać z różnych narzędzi ułatwiających pracę. W szczególności niezwykle przydatnej jest specjalistyczne oprogramowanie komputerowe umożliwiające sporządzanie projekcji rachunku wyników, bilansu, przepływów pieniężnych, obliczanie parametrów opłacalności inwestycji i budowanie części opisowej projektu. Możliwość takich programów są olbrzymie nie tylko w zakresie obliczeniowym, ale także prezentacyjnym (budowa tabel, atrakcyjne w formie wykresy, struktura wydruku). Warto więc rozważyć ich zakup³. Obok programów komputerowych istnieje także dosyć obszerna literatura na temat biznesplanów, do której także warto sięgnąć.

Chociaż każdy biznesplan to dokument niezwykle zindywidualizowany, jego struktura jest w zasadzie stała i składają się na nią rozdziały/zagadnienia, które można ująć w postaci następujących haseł-tytułów: opis przedsięwzięcia, charakterystyka podmiotu gospodarczego, charakterystyka istniejących/wprowadzanych produktów i/lub usług, opis procesu produkcyjnego, charakterystyka zespołu kierowniczego i kluczowych pracowników, analiza funkcjonowania sektora/rynku i mechanizmów konkurencji, charakterystyka strategii marketingowej, plany finansowe i rzeczowe, analiza ryzyk inwestycyjnych. Układ ten można rozbudowywać i modyfikować zmieniając np. w zależności od rodzaju przedsięwzięcia rozkład akcentów pomiędzy rozdziałami.

³ Informacje na temat takiego oprogramowania można znaleźć w Internecie.

Pierwszy rozdział – opis przedsięwzięcia – w przypadku, gdy mamy do czynienia z przedsięwzięciem powstającym od podstaw powinien wyczerpująco scharakteryzować ekonomiczne cele projektu, przyczyny i uzasadnienie jego podjęcia, zaprezentować dotychczasowe działania podjęte w celu uruchomienia przedsięwzięcia, sposób ich sfinansowania oraz status prawny projektu (np. spółka w trakcie rejestracji) i jego strukturę własności.

W następnym kroku konieczne jest zaprezentowanie tego na czym w sensie materialnym ma się opierać sukces przedsięwzięcia, czyli produktu lub usługi wprowadzanej na rynek. Obok raczej uproszczonego opisu technicznego produktu ten fragment biznesplanu powinien wszechstronnie prezentować produkt/usługę w relacji do takich samych lub podobnych produktów/usług znajdujących się już na rynku bądź mogących się pojawić (np. na skutek zniesienia barier importowych). Konieczne jest zatem dokładne opisanie, czym się ten produkt różni od innych: jakością wykonania, niezawodnością, zaawansowaniem technologicznym, użytecznością, funkcjonalnością, niższymi kosztami eksploatacji, ceną itd. Również, jeśli produkt jest zupełnie nowy na rynku, konieczne jest wskazanie jego wszelkich możliwych zastosowań, silnych i słabych stron, wrażliwości na pojawienie się substytutów czy imitację przez konkurentów (a także podmioty działające w tzw. szarej strefie). W zależności od rodzaju produktu należy przedstawić stan gotowości produktu do wprowadzenia na rynek – czas i koszt ewentualnych procedur dopuszczeniowych i rejestracyjnych, koszty spełnienia krajowych czy międzynarodowych norm bezpieczeństwa, a także poziom ochrony własności produktu (zabezpieczenie patentem), jeśli taka kwestia jest istotna dla przedsięwzięcia. Te dane są szczególnie ważne, gdy mamy do czynienia z projektem typu seed czy start up.

Opis produktu można bezpośrednio połączyć z opisem procesu produkcji: jego charakterystyką organizacyjną, techniczną i technologiczną. Konieczne jest wskazanie, jakie zasoby (materiałowe i sprzętowe) są niezbędne do zapewnienia określonego rzeczowego poziomu produkcji, jakie są źródła i możliwości pozyskiwania dodatkowych zasobów, który z nich jest tzw. wąskim gardłem (i dlaczego), jakie są możliwości substytucji zasobów, jak wygląda proces zapewnienia i kontroli jakości, a także określenia poziomu oddziaływania stosowanej technologii na środowisko (i mogące pojawić się w związku z tym koszty). Również i w tym rozdziale konieczne trzeba wskazać na techniczne i technologiczne źródła przewagi nad konkurentami.

Po wyczerpującej prezentacji produktu i procesu produkcyjnego można przejść do pokazania rynku, na którym firma będzie działać plasując swoją ofertę. Przygotowanie tego rozdziału prawdopodobnie jest najważniejsze i najtrudniejsze. Najważniejszym bowiem – kluczowym dla funduszu venture capital – będzie pytanie nie tyle jak „coś” wyprodukować, ale, czy to „coś” się sprzeda na rynku. Najtrudniejsze natomiast dlatego, że nie można do końca przewidzieć, jak zachowa się rynek w obliczu nowego produktu. Już samo uchwycenie i zrozumienie wszystkich zależności na współczesnych rynkach jest niezwykle trudne i wymaga dużej wiedzy (patrz ramka 5). Im bardziej nietypowy produkt tym większą zagadką może być reakcja rynku. Przygotowanie tego rozdziału bywa też najbardziej pracochłonne. Tak jak w przypadku opisu produktu i produkcji cała niezbędna wiedza na

Ramka 5. Znajdź swoje miejsce na rynku

„Natężenie konkurencji w sektorze nie jest ani sprawą zbiegu okoliczności, ani pecha, ale wynika ze struktury ekonomicznej i wychodzi daleko poza zachowania obecnych konkurentów. Stan konkurencji zależy od pięciu podstawowych sił konkurencyjnych. Połączona moc tych sił wyznacza ostateczny potencjał zysku sektora, mierzony długofalową stopą zysku. Poszczególne sektory zasadniczo różnią się pod względem ostatecznego potencjału zysku, tak jak różni się moc sił.

...Celem strategii konkurencji jednostki gospodarczej w danym sektorze jest wyszukanie takiej pozycji, w której przedsiębiorstwo najlepiej może się bronić przed tymi siłami albo spożytkować je na własną korzyść. Skoro połączona moc tych sił może być boleśnie odczuwana przez wszystkich konkurentów, to kluczem do opracowania strategii jest przeanalizowanie źródeł każdą z nich. Znajomość sił leżących u podłoża nacisków konkurencyjnych rzuca światło na silne i słabe strony przedsiębiorstwa, oddziałuje na jego umiejscowienie w sektorze, wskazuje, w jakich dziedzinach zmiany strategii mogą przynieść największe korzyści i zwraca uwagę na obszary, w których występujące trendy przypuszczalnie będą miały największe znaczenie jako okazje lub zagrożenia.

...Pięć sił konkurencyjnych – wejście, groźba substytucji, siła przetargowa klientów, siła przetargowa dostawców i rywalizacja obecnych konkurentów – odzwierciedla fakt, że konkurencja w danym sektorze wykracza znacznie poza dotychczasowych uczestników gry. Konkurentami firm są klienci, dostawcy, substytuty oraz ewentualni nowo wchodzący. ...Wszystkie pięć sił łącznie wyznacza natężenie konkurencji w danym sektorze i jego rentowność, a siła lub siły najmocniejsze mają decydujące znaczenie dla formułowania strategii.

Źródło: Michael E. Porter: *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*. PWE, Warszawa 1994.

ten temat znajduje się w głowach autorów projektu, tak tutaj konieczne jest zebranie dodatkowych informacji, zapoznanie się z materiałami statystycznymi, raportami branżowymi, materiałami konkurentów czy nawet zlecenie pewnych analiz. W rozdziale tym muszą zatem znaleźć się wiarygodne odpowiedzi na szereg kluczowych pytań, od których fundusz na pewno uzależni swoją decyzję o sfinansowaniu projektu. Przede wszystkim istotne jest oszacowanie wartościowych rozmiarów rynku (np. 500 mln \$), tempa jego wzrostu, a także wskazanie segmentu, w którym zamierza się działać (np. meble biurowe, meble dla dzieci, sprzęt pomiarowy dla laboratoriów fizykochemicznych, rynek regionalny, rynek międzynarodowy, produkty dla klientów korporacyjnych, dla klientów indywidualnych) z ewentualnym szacunkiem, jaka część popytu przypada na ten segment. Dalej konieczne jest scharakteryzowanie docelowej grupy klientów, ich zachowań i motywacji do nabywania danego dobra (np. niższa cena), ich tzw. lojalności (np. wobec marki), sezonowości popytu itd. Po scharakteryzowaniu populacji konsumentów/klientów konieczne jest zaprezentowanie głównych konkurentów, ich pozycji rynkowej, planów ekspansji, słabych i mocnych stron i tego, jak projekt może wpłynąć na ich zachowanie i pozycję.

Dokładne scharakteryzowanie rynku pozwala przejść do prezentacji strategii marketingowej, a więc tego, jak zamierza się produkty wprowadzić na rynek. Trzeba tu wskazać, jakie formy reklamy i promocji należy zastosować dla danego produktu i danej kategorii klientów, jakie koszty i inne nakłady się z tym wiążą, jak zorganizować sieć dystrybucji i serwis posprzedażowy, jaką politykę cenową zastosować.

Kolejny rozdział, który na pewno będzie bardzo wnikliwie studiowany przez analityków funduszu to opis zespołu podejmującego się uruchomienia projektu. Należy tu dokładnie scharakteryzować doświadczenie biznesowe i branżowe kluczowych osób zaangażowanych w projekt (a nie tylko właścicieli/założycieli): kwalifikacje zawodowe, historię kariery i osiągnięcia zawodowe. Konieczne jest wskazanie też, które z osób (pozycji) są kluczowe dla poszczególnych procesów i w związku z tym, czy obsady tych stanowisk są optymalne. Jeśli nie, powinien być wskazany sposób uzupełnienia braków (koszt, źródło, termin). W tym rozdziale powinna się też znaleźć informacja na temat systemu motywacyjnego w odniesieniu do kluczowych pracowników.

Wreszcie ostatnie dwa rozdziały to projekcje finansowe oraz analiza ryzyk. Istotą projekcji finansowych jest pokazanie, jak może się kształtować dochodowość całego projektu, jak się ona układa w poszczególnych latach i co na tę dochodowość oddziałuje najbardziej. Ponieważ same wyniki poszczególnych prognoz są efektem pewnych – na ogół poprawnych – algorytmów najistotniejsze we wszystkich prognozach są założenia przyjmowane do ich konstrukcji i metoda prognozowania (patrz ramka 6). One też są przedmiotem wnikliwej analizy i krytyki ze strony funduszu. Nie wystarczy więc przedstawić spodziewanej wielkości sprzedaży w trzecim roku od rozpoczęcia inwestycji, ale przede wszystkim trzeba podać, jakie założenia przyjmuje się do konstrukcji takiej prognozy. Założenia takie powinny być zaprezentowane i logicznie opisane dla każdej istotniejszej kategorii ekonomicznej. Przygotowując prognozy trzeba zatem bacznie zwracać uwagę na swoje wcześniejsze szacunki i oceny, np. co do chłonności rynku czy zachowań konsumentów.

Ramka 6. Metody prognozowania

W prognozowaniu sprawozdań finansowych wykorzystuje się wiele metod. Ogólnie możemy podzielić je na dwie grupy. Pierwsza z nich polega na sporządzaniu prognozy sprawozdań w oparciu o przewidywane wielkości sprzedaży, kosztów, zmian w technologii, wynagrodzeniach itp. Chociaż w sporządzaniu tej prognozy uwzględnia się wzajemne relacje między wymienionymi wielkościami, to jednak każdą z kategorii prognozuje się niejako oddzielnie, uwzględniając zarówno relacje ukształtowane w przeszłości, jak również przewidywane zmiany. Przykładowo, koszty operacyjne w przeszłości stanowiły 70% wartości sprzedaży, jednak na podstawie szczegółowej analizy zakłada się, iż w przyszłości udział ten wyniesie jedynie 55%. Należności stanowiły dotychczas 10% sprzedaży i 15% wartości aktywów, ale w wyniku planowanej zmiany w polityce zarządzania należnościami udziały te ulegną znacznemu obniżeniu itd. Druga z grup metod – określana mianem „metody procentu od sprzedaży” – jest niewątpliwie prostsza do zastosowania. Punktem wyjścia także w tym przypadku jest prognoza sprzedaży, jednak następne działania opierają się na założeniu, iż relacje pomiędzy poszczególnymi elementami bilansu oraz rachunku zysków i strat, a wielkością sprzedaży będą stałe w okresie prognozy i oparte na danych historycznych. Jeżeli więc stosunek należności do wielkości sprzedaży wynosi 20%, a prognozowany poziom sprzedaży 200 000 zł, to możemy założyć, że wartość należności na koniec okresu progностycznego kształtuje się na poziomie 40 000 zł. W podobny sposób można prognozować część danych dotyczących rachunku wyników, a dane pozostałe (w szczególności dotyczące finansowania) będą wypadkową kalkulacji przeprowadzonych przy powyższym założeniu.

Źródło: Jerzy Gajdka, Ewa Walińska: Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce. Warszawa 1998.

Analiza ryzyk kończąca zasadniczą część biznesplanu może być sporządzona w przystępnej do celów analitycznych formie macierzy SWOT – wyliczenie mocnych i słabych stron przedsięwzięcia, szans i zagrożeń. O sporządzenie takiej analizy można poprosić wszystkie osoby zaangażowane w projekt, a uzyskane tą drogą wyniki zebrać i „zsumować”.

Do biznesplanu w miarę konieczności można dołączać także i inne rozdziały i materiały. Jednak trzeba pamiętać, że dokument ten powinien przemawiać siłą, a nie liczbą argumentów.

10. Ustalenie warunków transakcji (*term sheet*)

Po zapoznaniu się z przedłożoną propozycją, biznesplanem oraz odbyciu pierwszych spotkań strony zaczynają podejmować rozstrzygające decyzje w sprawie realizacji wspólnego przedsięwzięcia. Na tym etapie dochodzi do ustalenia i podpisania listy warunków, na jakich fundusz ma zasilić kapitałowo projekt (firmę). Podpisany dokument najczęściej określa się mianem *term sheet* lub *leter of intent* (lista warunków, list intencyjny).

Lista warunków transakcji jest jednym z kluczowych dokumentów w procesie przygotowania inwestycji. W sensie prawnym jest to tzw. porozumienie kondycyjne, czyli porozumienie w sprawie warunków umów, jakie mają być zawarte w przyszłości (umowa inwestycyjna). Jego znaczenie wynika co najmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, warunki ustalane w tym dokumencie w toku dalszych prac mogą ulegać uszczegółowieniu, doprecyzowaniu i rozwinięciu, natomiast rzadko się zdarza, aby ulegały one przekreśleniu, a proces ich negocjowania wszczynany był od nowa. Po drugie, ustalone warunki są podstawą do wprowadzenia konkretnych zapisów i zobowiązań w innych dokumentach – umowie inwestycyjnej, statucie firmy. Błąd, przeoczenie czy też nie przyłożenie należytej uwagi do jakiegoś zagadnienia ujętego w *term sheet* będzie więc trudny do naprawienia, a na dodatek zostanie on „przeniesiony” na inne dokumenty i obszary działania wymuszając np. na zarządzających określone zachowania.

Ustalania i podpisywania listy warunków transakcji jest praktyką stosowaną przez wszystkich inwestorów kapitałowych. Dokument ten ma dawać funduszowi gwarancję, że czas i pieniądze zaangażowane w następny etap – czyli badanie *due diligence* – nie zostaną zmarnowane, a przedsiębiorca np. wycofa się z dalszych negocjacji. Również przedsiębiorcy dokument ten daje elementarne poczucie pewności, że jego plany rozwojowe zostaną sfinansowane na określonych warunkach.

Standardowo lista warunków składa się z pięciu głównych działów: charakterystyki inwestycji, warunków zawieszających, określenie zasad korekty wyceny, podział środków z tzw. „wyjścia”, relacje wewnątrz korporacyjne⁴.

Charakterystyka inwestycji to po preambule i zaprezentowaniu stron umowy pierwszy dział o charakterze merytorycznym. Wskazuje się tu cele uruchomienia finansowania (np. zawiązanie spółki, inwestycje rzeczowe, przejęcie innej firmy) oraz dokładnie charakteryzuje sposób przeprowadzenia inwestycji (zakup akcji/udziałów, odkupienie papierów już wyemitowanych, pożyczka) i jej skalę (pieniężna wielkość zaangażowania). Dział ten musi zawierać określenie aktualnej struktury własności

⁴ Ponieważ nie ma czegoś w rodzaju wzorca *term sheet* pasującego do wszystkich rodzajów inwestycji dla scharakteryzowania tego dokumentu wykorzystano przykład listy warunków prezentowany przez p. Szymona Skiendzielewskiego oraz Gregory Krasnova na II Krajowym Forum Venture Capital, jakie się odbyło 16 czerwca 2004 r. w Warszawie oraz inne tego typu dokumenty będące w posiadaniu autora.

oraz struktury oczekiwanej po zakończeniu transakcji, tj. po wejściu do spółki funduszu. W tym miejscu określana jest także wycena spółki – i ewentualnie mechanizm jej korekty, gdy bazuje ona na niezweryfikowanych danych finansowych – będąca podstawą do wskazania, jaki udział we własności obejmuje fundusz.

Zapisy dotyczące wyceny spółki na ogół wzbudzają najwięcej emocji po obu stronach negocyjnego stołu. W nieco lepszej sytuacji jest tu niewątpliwie fundusz mający duże doświadczenie w wycenianiu różnych firm z różnych branż i znajdujących się w różnych fazach rozwoju. Co ważniejsze – ma on doświadczenie w negocjowaniu tych wycen. A trzeba wiedzieć, że niebagatelną rolę w ustalaniu wyceny odgrywa właśnie sztuka negocjacji i różne socjotechniki, a nie tylko znajomość stosownego „wzoru” i metody. Przedsiębiorca musi zatem do sprawy wyceny dobrać się przygotować (patrz ramka 7).

Ramka 7. Musisz wiedzieć, ile wart jest Twój pomysł?

Bogusław Cesarz – doradca finansowy, inwestor i ekspert rynku venture capital

Z mojego doświadczenia wynika, że jednym z zasadniczych błędów popełnianych przez przedsiębiorców w trakcie poszukiwania kapitału jest brak rzetelnej wyceny własnej firmy (projektu inwestycyjnego), a często również brak jakiegokolwiek, nawet intuicyjnej czy szacunkowej, wyceny. Oznacza to, że przedsiębiorca deklaruje chęć pozyskania kapitału w takiej wysokości, „jaka jest potrzebna” za cenę (w tym przypadku cena wyrażona jest w procencie udziału w firmie), jaką gotowy jest zaakceptować (np. kierując się chęcią zachowania kontroli nad spółką), a robi to najczęściej w całkowitym oderwaniu od rzeczywistej wartości zarówno własnego biznesu, jak i gotówki, mającej ten biznes zasilić.

Brak racjonalnej wyceny własnego projektu prowadzi często, w trakcie negocjacji, do sytuacji patowej, w której inwestor chce zainwestować w projekt, przedsiębiorca potrzebuje pieniędzy, nie ma jednak zgody co do warunków transakcji. Doświadczenie wskazuje, że wina leży najczęściej po stronie przedsiębiorcy. Jeśli przedsiębiorcy brakuje jakiejś kwoty na dokończenie projektu inwestycyjnego, to należy sobie zdawać sprawę, że te brakujące np. 5% środków zazwyczaj warte jest znacznie więcej niż 5% udziałów w firmie, skoro od nich zależy powodzenie całego przedsięwzięcia, czy chociażby możliwość wycofania już zaangażowanych środków. Ponadto trzeba wiedzieć, że gotówka nie generuje kosztów, czego nie można powiedzieć o majątku, który wymaga ochrony, remontów, opłacania podatków etc. Środek trwały za 1 mln zł to nie to samo, co 1 mln zł w gotówce. Dlatego też wysoka wycena „utopionych” w projekcie pieniędzy, a często także i niska wycena wkładu inwestora, jest przeszkodą w osiągnięciu porozumienia z inwestorem.

Zastanawiając się za ile się „sprzedać” inwestor powinien pamiętać, że wartość inwestycji venture capital to nie tylko wniesiony kapitał i jego koszt. To również koszt związanego z inwestycją ryzyka. To niedostrzeżenie zależności pomiędzy kosztem kapitału (oczekiwaną stopą zwrotu z inwestycji, a więc wielkością udziału w kapitale zakładowym w zamian za wniesienie niezbędnych środków finansowych) jest najczęstszą przyczyną występowania rozbieżności w wycenie wartości udziału venture capital w przedsięwzięciu przez obie strony. Nie od rzeczy będzie również uwzględnienie takich wartości jak wsparcie inwestora w zakresie zarządzania, udostępnienia kontaktów biznesowych czy też wzrostu prestiżu i wiarygodności firmy.

Oprócz tych dość częstych błędów prowadzących do przewartościowania „wkładu” przedsiębiorcy zdarza się i sytuacja odwrotna. Mianowicie, znaczna grupa przedsiębiorców ma opory, by zaliczyć do swoich aktywów i odpowiednio wycenić – pomysły, wiedzę, doświadczenie, kontakty czy chociażby własną osobę. A przecież takie cechy charakterologiczne, jak gotowość do (racjonalnego) ryzyka, otwartość i umiejętność przewidywania, a nade wszystko przedsiębior-

czość, to cenne wartości w oczach inwestora. To od kompetencji przedsiębiorcy zależy rentowność wniesionego do firmy kapitału. Ograniczenia wynikające z „nieelastyczności” przepisów o rachunkowości nie są przeszkodą w ujęciu tej wartości w ogólnej wycenie firmy czy projektu inwestycyjnego. Natomiast ostrożność w ujęciu tych wartości w wycenie firmy podyktowana jest ich niematerialnym charakterem i związaną z tym nieumiejętnością ich wyceny przez przedsiębiorców.

Poważnym problemem, przed którym stoi przedsiębiorca jest konieczność ustalenia sposobu wyceny przedsiębiorstwa oraz wnoszonych do spółki wkładów przez inwestora. Wspólna zgoda, co do metody wyceny jest dużym krokiem na drodze do ustalenia warunków planowanej transakcji. Dlatego też należy zapoznać się z zasadami funkcjonowania rynku venture capital, kryteriami wyboru projektów czy też sposobami oceny projektów.

O ile można uznać za racjonalne, często przytaczane przez inwestora venture capital argumenty, że jego podejście do wyceny oparte jest o specyficzne oczekiwania i odmienne spojrzenie na przedmiot transakcji (np. w odróżnieniu od inwestora branżowego czy też inwestorów giełdowych), to ewentualne deklaracje, że „żadne z powszechnie stosowanych metod wyceny nie mają zastosowania w branży venture capital” muszą wywoływać wątpliwości, co do intencji partnera. Zaświadczamy zatem, w takim przypadku, wskazania tego „unikalnego” sposobu wyceny naszej firmy, po to, by móc zasadność zaproponowanych warunków zweryfikować. Skoro inwestor oczekuje od nas przyjęcia precyzyjnego stanowiska, co do żądanej ceny i jej uzasadnienia, to takie prawa przysługują również nam. Nie wahajmy się z nich korzystać. Nigdy i w żadnej sytuacji wycena przedsiębiorstwa nie może być oderwana od prognozy generowanych przez niego strumieni pieniężnych w przyszłości. Stanowisko odmienne prowadzi do sytuacji, w której decyzja inwestycyjna jest podejmowana bez racjonalnego uzasadnienia. Taka postawa, być może kilka lat temu dość powszechna (przykładem niech będą nieracjonalne wyceny spółek dotcomowych), dziś, brutalnie zweryfikowana przez rynek, nie ma racji bytu. Jeśli inwestor deklaruje, że „proszę zapomnieć o DCF, dla nas nie ma to znaczenia”, a zarazem skwapliwie unika wyłożenia sposobu wyceny i jej uzasadnienia, niewątpliwie ma na celu pozbawienie przedsiębiorcy inicjatywy i kontroli nad procesem wyceny. Jest to o tyle niebezpieczne, że przedsiębiorca zdaje sobie sprawę, że na tym polu ma znacznie mniejsze doświadczenie niż menedżerowie funduszu, co przekłada się na jego pasywną postawę w trakcie wyceny i, co najwyżej, negocjowanie jej wyników.

Jakie, wobec tego, stosować metody wyceny naszej firmy? Zdecydowanie te oparte o zdyskontowane strumienie pieniężne, gdyż wartość przedsiębiorstwa zasadza się na wielkości dochodów, jakie wygeneruje ono w przyszłości, bez względu na planowany przez inwestora scenariusz wyjścia z inwestycji. Ze względu na specyfikę inwestycji zakładającą szybki wzrost wartości firmy, w którą fundusz zamierza zainwestować, przyszły, zdyskontowany strumień gotówki jest właśnie tą wartością, za którą inwestor gotowy jest zapłacić. Bo to ten strumień gotówki przekłada się na wzrost wartości spółki. Pamiętajmy zatem, że rzeczywista wartość nie wynika z wartości posiadanego majątku, osiągniętych przez przedsiębiorstwo wyników finansowych w przeszłości czy też wyłącznie z ceny, jaką w danym momencie można za nie osiągnąć na rynku. Pomocniczo możemy użyć metody porównań rynkowych, opartej na analizie cen porównywalnych transakcji. Jednak ma ona ograniczone możliwości zastosowania ze względu na brak wystarczającej ilości wiarygodnych danych z sektora małych i średnich firm, a dane dotyczące transakcji giełdowych są nieprzydatne z powodu różnic w dojrzałości rynkowej firm. Warto też pamiętać, że stosowanie ogólnie przyjętych procedur wyceny nie oznacza, że wyniki wyceny będą tożsame z wynikami innych firm, a już tym bardziej nie można oczekiwać, że dla każdego inwestora wartość firmy będzie na zbliżonym poziomie. Do tego dochodzi, subiektywna najczęściej, ocena ryzyka, która wpływa na określenie stosownego dyskonta z tego tytułu.

To wszystko powoduje, że wycena jest niezwykle istotnym elementem całego procesu i należy przygotowaniu jej poświęcić odpowiednio dużo czasu, a w razie potrzeby skorzystać z kompetentnego doradztwa. Koszty takiego doradztwa będą, z pewnością, ułamkiem „zatrzymanej” wartości.

Określone powyżej warunki zaangażowania funduszu są ustalane po analizie biznesplanu, rozmowie z przedsiębiorcą i wstępnym rozpoznaniu sytuacji w danej branży. Szereg kwestii nie jest więc do końca rozpoznanych i rozstrzygniętych. Inwestycja funduszu musi więc zostać objęta obowiązkiem spełnienia się określonych warunków. Tego dotyczy właśnie działanie warunków zawieszających. Jednym z kluczowych warunków zawieszających całą transakcję jest wynik badania *due diligence*, które może prowadzić do ujawnienia pewnych niekorzystnych sytuacji/zjawisk stawiających pod znakiem zapytania racjonalność inwestycji lub zapisane prognozy finansowe. Może to być istnienie nieujawnionych zobowiązań, roszczeń osób trzecich, wygaśnięcie licencji itd. Jeśli zatem *due diligence* nie jest satysfakcjonujące dla funduszu, do transakcji nie dojdzie. Kolejny warunek zawieszający to konieczność uzyskania przez przedsiębiorcę zezwoleń wymaganych przepisami prawa (np. prawo geologiczne, przepisy dotyczące ochrony środowiska, zezwolenia MSWiA).

Równie istotnym warunkiem zawieszającym jest obowiązek złożenia w umówionym terminie tzw. oświadczeń i zapewnień (jest na ogół element umowy inwestycyjnej lub załącznik do tej umowy). Jest to dokument opisujący dokładnie stan spółki, jaki został ujawniony przez właścicieli funduszowi (także w trakcie *due diligence*), na podstawie, którego ten ostatni zdecydował się zainwestować w dany projekt. Składając ten dokument i podpisując go pierwotni właściciele tym samym oświadczają, że to, co ujawniono funduszowi jest rzetelne, wiarygodne i kompletne, tzn. nie ma żadnych spraw mogących nieść ryzyko dla powodzenia przedsięwzięcia. Ponieważ naruszenie oświadczeń i zapewnień jest usankcjonowane określonymi karami przewidzianymi w umowie inwestycyjnej, fundusz wymagając podpisania takiego dokumentu chce uświadomić przedsiębiorcy konieczność odpowiedzialności za swoje słowa (np. biznesplan, sprawozdawczość!) w procesie przygotowania inwestycji.

Innym warunkiem zawieszającym wejście funduszu jest konieczność podjęcia przez statutowe organy spółki (zarząd, rada nadzorcza, walne zgromadzenie) stosownych decyzji i uchwał zmieniających brzmienie statutu (zgodnie z ustaleniami poczynionymi w umowie inwestycyjnej) oraz podwyższających kapitał (emisja akcji/udziałów).

Często może się zdarzyć, że już na samym wstępie plany rozwoju przedsięwzięcia przedstawione w biznesplanie mogą okazać się zbyt ambitne, przedsiębiorca może popełnić błędy w ich realizacji lub też rynek może się zachować w sposób trudny do przewidzenia. Prowadzi to więc do sytuacji, gdzie pierwotna wycena przedsięwzięcia – z punktu widzenia funduszu – okazuje się być nieadekwatna do zaangażowania kapitałowego. Dlatego w *term sheet* na ogół przewiduje się pewien mechanizm korekty pierwotnej wyceny, np. poprzez transfer akcji/udziałów od założycieli na rzecz funduszu. Transfer ten dokonywany w momencie, gdy firma nie osiągnie z góry określonego wskaźnika/wskaźników. Wówczas to np. założyciele są zobowiązani do zbycia na rzecz funduszu określonej liczby akcji/udziałów po symbolicznej cenie. Dzięki transferowi akcji/udziałów fundusz zwiększa poziom kontroli właścicielskiej nad przedsięwzięciem jednocześnie niejako obniżając wyjściową wycenę spółki. Ponieważ zachwianie wykonania prognoz w początkowym okresie realizacji projektu może być przejściowe mechanizm korekty wyceny na ogół ma charakter dwu-

stronny. Jeżeli np. w ostatnim roku okresu, którego dotyczy mechanizm korekty (jest on bowiem przypisany do określonego przedziału czasu, a nie całego okresu współpracy z funduszem) spółka nadrobi prognozy z lat poprzednich, wówczas to fundusz transferuje akcje/udziały przejęte od właścicieli do poziomu z początku inwestycji.

Dosyć dużo miejsca *term sheet* poświęca relacjom wewnątrz-korporacyjnym, tj. strukturze i kompetencjom rady nadzorczej oraz walnego zgromadzenia. Dzieje się tak bowiem te dwa organy zajmują kluczowe miejsce w mechanizmach kontroli funkcjonowania spółki. Całość zapisów, jakie w tej kwestii wprowadzane są do *term sheet* służy zbudowaniu takiego mechanizmu decyzyjnego w kwestii zarządzania operacyjnego, który z jednej strony nie będzie krępował menedżerów, a z drugiej będzie dawał właścicielom poczucie zabezpieczenia przed działaniami niekorzystnymi dla spółki. W szczególności precyzyjnie ustalana jest liczebność i skład rady nadzorczej. W przypadku gdy fundusz jest mniejszościowym właścicielem i ma prawo do mniej niż 50% miejsc w radzie nadzorczej standardem jest wprowadzanie zapisów przyznających reprezentantom funduszu specjalne kompetencje. Polega to na ogół na tym, że bez ich głosowania „za” nie jest możliwe przyjęcie określonych uchwał (w tym sensie można powiedzieć, że mają oni prawo weta). Dla zabezpieczenia praw korporacyjnych funduszu „ostrzej” – niż przewiduje to kodeks spółek handlowych (co najmniej połowa obecnych) – definiuje się quorum rady nadzorczej: wśród obecnych na posiedzeniu rady musi być co najmniej jeden reprezentant funduszu.

Obok liczebności i składu rady kluczową kwestią jest także katalog kompetencji rady. Ponieważ prawo dosyć ogólnie definiuje te kwestie (art. 382 i 383 kodeksu spółek handlowych) konieczne jest znaczne rozbudowanie kompetencji kontrolnych. Na przykład radzie mogą zostać przypisane takie uprawnienia, jak: zatwierdzanie regulaminu zarządu, wyrażanie zgody na udzielenie prokury, wyrażanie zgody na dokonywanie wszelkich transakcji i operacji finansowych (zakupy, zaciąganie pożyczek i kredytów, udzielanie poręczeń i pożyczek, ustanawianie zastawu i hipoteki, nabywanie i obejmowanie akcji/udziałów w innych podmiotach, emitowanie obligacji) nie ujętych w rocznym budżecie zatwierdzonym przez radę, a dodatkowo przekraczających pewien pułap wartości. Wśród uprawnień kontrolnych istotne miejsce zajmują kompetencje dotyczące kontroli transakcji z tzw. podmiotami uprzywilejowanymi: wyrażanie zgody na zawieranie umów (np. sprzedaży, o dzieło, zlecenia) pomiędzy spółką a członkami zarządu, rady nadzorczej czy akcjonariuszami.

Podobnie dosyć szczegółowo ustalany jest katalog kompetencji walnego zgromadzenia. Ponieważ w tej kwestii prawo jest bardziej precyzyjne, z punktu widzenia funduszu najważniejsze jest ustalenie bezpiecznego quorum dla ważności obrad walnego zgromadzenia (tak, aby bez obecności reprezentantów funduszu walne zgromadzenie nie mogło się odbyć), a także takiego limitu głosów, jakie muszą być oddane za uchwałą, aby fundusz miał realne prawo weta.

Kolejne zagadnienie, jakie musi znaleźć swoje miejsce na liście warunków transakcji to zasady zakończenia przez fundusz inwestycji. Definiuje się tutaj, do jakiego

momentu w czasie inwestycja funduszu powinna się zakończyć oraz jaki jest preferowany tryb wycofania się funduszu (np. sprzedaż inwestorowi zewnętrznemu, sprzedaż po wprowadzeniu na giełdę itd.). Oprócz tych elementarnych kwestii lista warunków na ogół zawiera jeszcze klauzule określające specjalne prawa związane z procesem zakończenia inwestycji oraz zasady podziału środków finansowych uzyskanych z zakończenia inwestycji. W tym pierwszym przypadku chodzi tu np. o prawo pierwokupu, tzw. prawo przyłączenia i przyciągnięcia.

Prawo pierwokupu jest rozwiązaniem dosyć oczywistym: każdy z właścicieli (założyciele, fundusz) ma pierwszeństwo nabycia akcji/udziałów zaoferowanych podmiotowi zewnętrznemu. Daje to założycielom możliwość „obrony” przed wejściem nowego zewnętrznego inwestora, a funduszowi możliwość skoncentrowania własności i późniejszą sprzedaż całej spółki za zapewne jednostkowo wyższą cenę. Tak zwane prawo przyłączenia jest z kolei rozwiązaniem mającym zabezpieczać wszystkie zaangażowane strony przed próbami samodzielnego i jednostronnego zbywania akcji/udziałów zewnętrznemu inwestorowi. Gdy dojdzie do takiej próby wówczas i pozostali właściciele będą mieli prawo – a podmiot negocjujący sprzedaż obowiązek – dołączyć swoje walory do sprzedawanej puli na takich samych warunkach. Interesy ich tym samym nie będą mogły być pominięte. Innym rozwiązaniem jest prawo przyciągnięcia. Chodzi tu o stworzenie niejako przymusu sprzedaży wraz z akcjami/udziałami należącymi do funduszu także akcji/udziałów pozostałych właścicieli. Dzięki zaoferowaniu nabywcy całego 100-procentowego pakietu własności możliwe będzie wynegocjowanie wyższej ceny sprzedaży.

Z problematyką wyjścia nierozzerwalnie związana jest kwestia podziału środków uzyskanych ze sprzedaży akcji/udziałów. W *term sheet* muszą być zatem przewidziane i opisane dwie sytuacje. Wyjście, które kończy się sukcesem, tj. fundusz zarabia na inwestycji co najmniej tyle, ile oczekiwał. W tym wypadku – jako element motywujący – na ogół przewiduje się partycypację założycieli w podziale nadwyżki ponad to co oczekiwał zarobić fundusz. Jednakże, gdy wyjście okaże się niezbyt udane, tj. fundusz uzyska dochód poniżej pewnego minimalnego oczekiwanego progu wówczas przewiduje się istnienie mechanizmu kompensacji jakiejś części (na ogół nie więcej niż 50%) straty funduszu (niższy zysk). Wyrównanie straty odbywa się np. poprzez przekazanie funduszowi części dochodów ze sprzedaży akcji/udziałów należących do założycieli.

Przedstawione zagadnienia nie wyczerpują wszystkich kwestii ujmowanych i rozważanych w liście warunków transakcji. Obok kwestii formalnych takich jak sposób rozstrzygnięcia sporów, obowiązujące prawo, kwestie poufności i wyłączności negocjacji z innych ważniejszych klauzul należy wspomnieć o określeniu obowiązków sprawozdawczych zarządu wobec rady nadzorczej czy też zasad motywowania kadry menedżerskiej (gdy są to inne osoby niż założyciele-właściciele) w drodze tzw. opcji menedżerskich.

11. Badanie typu *due diligence*

Po wyrażeniu zainteresowania sfinansowaniem przedłożonego projektu i opracowaniu listy warunków transakcji (*term sheet*) fundusz musi dokonać dokładnej i wszechstronnej analizy i oceny racjonalności całego przedsięwzięcia. Badanie to określa się za pomocą żargonowego, angielskiego zwrotu „*due diligence*”⁵. Celem tego badania jest ujawnienie wszelkich ryzyk związanych z najistotniejszymi obszarami funkcjonowania firmy lub projektu. Nie chodzi więc tu tylko o sprawdzenie np. wiarygodności przedłożonych prognoz finansowych, ale wskazanie wszelkich „ukrytych” w sensie prawnym, ekonomicznym, a także społecznym problemów, które mogą się pojawić w trakcie realizacji inwestycji.

Badanie *due diligence*, jego pedantyczność i szczegółowość może rodzić pewne „zdenerwowanie” u przedsiębiorców. Może ono być postrzegane jako wyraz nadmiernego zburokratyzowania procesu inwestycyjnego, jak też braku zaufania ze strony funduszu mimo w zasadzie ustalenia warunków umowy. Badanie to jednak należy uznać za działanie niezwykle racjonalne i faktycznie leżące w interesie obu stron. Dla funduszu wskazanie i oszacowanie ryzyk związanych z inwestycją służy przede wszystkim za podstawę do dalszych końcowych negocjacji warunków zaangażowania; pozwala ograniczyć ryzyko odstąpienia od inwestycji, zidentyfikować wymogi regulacyjne i umowne utrudniające transakcję, podliczyć koszty transakcji⁶. Jednakże daje ono także i przedsiębiorcy duży zasób informacji na temat zagrożeń co niewątpliwie wzmacnia jego biznesowe know-how, jak i może być wykorzystane do modyfikacji strategii i modelu biznesowego (tego lub innego projektu).

Due diligence jest badaniem bardzo zindywidualizowanym, dopasowywanym do specyfiki firmy i projektu inwestycyjnego. Jego zakres może się wahać od przeglądu dosyć wąskiego (np. kwestie biznesowe i prawne) aż po analizę bardzo szeroką – uwzględniającą np. wpływ inwestycji na środowisko naturalne czy sprawy pracownicze. Z tego też względu *due diligence* może trwać od kilkunastu dni do ok. dwóch miesięcy, a w jego realizację może być zaangażowane od kilku do kilkunastu osób. Badanie wykonywane jest przez pracowników funduszu jednakże wiele jego części składowych jest zlecane firmom konsultingowym czy audytorskim. Polega ono na spotkaniu z przedsiębiorcą (jego współpracownikami, partnerami biznesowymi) i przedłożeniu listy pytań, jak również przeglądnięciu stosownej dokumentacji biznesowej, finansowej, podatkowej itd., a następnie sporządzeniu raportu z wyników badania. Koszty wykonania *due diligence* mogą sięgać do kilkudziesięciu tysięcy złotych.

⁵ W dosłownym tłumaczeniu oznacza to „należyta staranność”, badanie prowadzone z należyta starannością.

⁶ Trzeba też wskazać, że z punktu widzenia inwestora *due diligence* spełnia funkcję dokumentacyjną i dowodową, odnośnie odpowiedzialności nabywcy za długi przedsiębiorstwa wynikającej z art. 526 Kodeksu Cywilnego (inwestor nie może odpowiadać za długi, o których mimo zachowania należytej staranności, nie wiedział w chwili nabycia akcji/udziałów) – porównaj: Jakub Kiedrowski Specyfika umów inwestycyjnych private equity/venture capital, miesięcznik „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 7/2004 str. 54–59, oraz Robert Lewandowski, Znaczenie i funkcja badania „*due diligence*” w ramach sprzedaży przedsiębiorstwa, „Monitor Prawniczy” 6/2004.

Opis elementów składowych badania *due diligence* prezentuje tabela 6. Jak zaznaczono wcześniej elementy składowe procedury *due diligence* są „uruchamiane” stosownie do rodzaju badanej firmy czy projektu. Na przykład w przypadku projektów technologicznych opartych na przetwórstwie przemysłowym istotna będzie kwestia wpływu na środowisko. W projektach związanych z technologiami internetowymi dla odmiany nie będzie to miało żadnego znaczenia. W nowo powstającej firmie nie mającej w ogóle infrastruktury nie ma potrzeby badania stanu ksiąg wieczystych, tytułów prawnych do nieruchomości, sporów co do majątku itd.

Tabela 6. Elementy składowe badania *due diligence*

Sfera działania podlegająca badaniu <i>due diligence</i>	Opis przedmiotu badania
Działalność operacyjna	Badanie ma na celu przedstawienie mechanizmów działania firmy (projektu) decydujących o jej bieżącej pozycji rynkowej poczynając od jej struktury formalnoprawnej poprzez charakterystykę rynku działania, aż po zagadnienia organizacyjne i zarządcze. Badanie powinno wskazać czy istnieją rezerwy efektywności oraz możliwości obniżki kosztów.
Technika/technologia	Ten element badania ma za zadanie wskazanie na ile techniki i technologie produkcyjne stosowane w firmie (planowane do zakupienia) są użyteczne i adekwatne z punktu widzenia zakładanych celów przedsięwzięcia. Istotna jest tu ocena takich zagadnień, jak koszty stosowania takich technik/technologii (materiałochłonność, energochłonność), osiągnięte poziomy wydajności, jakości, możliwości operacyjne.
Stosunki prawno-majątkowe	Celem badania jest analiza wszystkich prawnych i prawno-majątkowych stosunków mających znaczenie dla realizacji projektu lub funkcjonowania firmy. Analizie poddaje się więc status prawny projektu (firmy), tytuły własności do majątku, w tym w szczególności nieruchomości i majątku mającego decydujące znaczenie dla funkcjonowania firmy, ryzyko pojawienia się roszczeń prawnych w stosunku do głównych składników majątku (zobowiązania hipoteczne, reprivatyzacyjne, spadkowe) konstrukcję najważniejszych umów z dostawcami i odbiorcami, toczące się spory i postępowania sądowe itd.
Finansowanie działalności	Celem badanie jest nie tylko sprawdzenie rzetelności historycznych sprawozdań finansowych, ale przede wszystkim tych sfer działania, które bezpośrednio rzutują na stan finansów firmy/projektu. Analizie poddaje się zatem mechanizmy planowania finansowego, stosowane zasady zarządzania gotówką, zapasami, należnościami, zobowiązaniami.
Zobowiązania podatkowe	Badanie ma na celu ujawnić czy przedsięwzięciu (firmie) nie grozi w przyszłości obciążenie jej wyników finansowych zobowiązaniami i karami wynikłymi z istnienia jakiś dotychczas nieujawnionych lub źle rozliczonych zobowiązań publiczno-prawnych (podatek VAT, CIT, PIT, składki na FUS, akcyza, podatki lokalne, rozliczenia transakcji handlu zagranicznego itd.), jak również wskazanie czy istnieje możliwość zmniejszenia obciążeń podatkowych. Analizie poddaje się jakość funkcjonowania księgowości i sprawozdawczości podatkowej, prawidłowość kwalifikowania zdarzeń gospodarczych pod kątem ustaw podatkowych, wyniki kontroli skarbowych i postępowań karnoskarbowych, stosowaną strategię podatkową itd.

Sfera działania podlegająca badaniu <i>due diligence</i>	Opis przedmiotu badania
Sprawy pracownicze	Analiza zagadnień pracowniczych obejmuje dosyć duży kompleks problemów począwszy od kwestii właściwego rozlokowania zasobów kadrowych w firmie aż po spory i konflikty pracownicze, zasady wynagradzania czy zobowiązania finansowe wobec pracowników. Podobnie jak w przypadku badania innych obszarów to badanie ma na celu wskazanie, czy koszty siły roboczej są uzasadnione (wskazanie ewentualnych źródeł oszczędności), czy mechanizmy motywacji są optymalne (i tym samym poziom wydajności), czy zarządzanie kapitałem ludzkim jest właściwe (selekcja, awanse, szkolenia) oraz stosunki międzyludzkie nie oddziałują negatywnie na motywację.
Wpływ na środowisko naturalne	Badanie ma na celu oszacowanie ryzyk związanych z oddziaływaniem zastosowanej technologii na środowisko naturalne (emisja zanieczyszczeń do powietrza i wód, hałas, wibracje, pyły). Analizie podlega kwestia zezwoleń na uruchomienie produkcji, decyzji administracyjnych dotyczących dopuszczalność emisji zanieczyszczeń i produkcji odpadów, uprawnień do prowadzenia niebezpiecznej produkcji, gospodarki odpadami, planowane lub projektowane procedury zarządzania środowiskowego). Ten element <i>due diligence</i> jest na ogół zlecany do wykonania przez profesjonalne firmy audytorskie.

Źródło: opracowanie własne.

Trudno mówić o jednym wzorcowym modelu (układzie) badania *due diligence*. Dlatego przedstawiony podział ma jedynie charakter przykładowy/poglądowy. W literaturze można spotkać podziały znacznie bardziej szczegółowo ujmujące poszczególne działania analityczne⁷.

⁷ Bardziej szczegółowo *due diligence* opisują Sobańska K., Sieradzan P., op.cit. str. 57–86.

12. Umowa inwestycyjna

Po ustaleniu warunków transakcji i dokładnym rozpoznaniu projektu rozpoczynają się prace nad umową inwestycyjną i wszystkimi towarzyszącymi jej dokumentami o charakterze operacyjnym. Zakończenie tych prac i podpisanie dokumentów przez obie strony oznacza więc faktyczne przejście od słów do czynów – rozpoczyna się realna współpraca i realizacja biznesu.

Umowa inwestycyjna to – obok *term sheet* – drugi najważniejszy dokument w całym procesie inwestycyjnym. Podczas gdy *term sheet* ustalał tylko ogólne warunki współpracy umowa inwestycyjna jest dokumentem bardzo obszernym i szczegółowym precyzyjnie opisującym sposób ułożenia stosunków biznesowych pomiędzy przedsiębiorcą a funduszem. Wraz z różnymi załącznikami umowa inwestycyjna to na ogół kilkadziesiąt stron ustaleń. Poniżej zaprezentujemy jaka jest struktura umowy inwestycyjnej i jakie podstawowe klauzule i ustalenia ona zawiera (patrz także załącznik 3).

Oświadczenia i zapewnienia

Jak już wspominaliśmy jednym z warunków zawieszających, jaki zawsze wprowadzany jest do *term sheet* jest wymóg złożenia przez właścicieli firmy i osoby nią kierującej tzw. „oświadczeń i zapewnień”, czyli deklaracji, że informacje i dane udostępnione funduszowi są prawdziwe i rzetelne. W umowie inwestycyjnej ten lakoniczny warunek zostaje szczegółowo rozpisany tak, aby obejmować wszystkie kategorie informacji i sfery działania przedsiębiorstwa. Na ogół „oświadczenia i zapewnienia” (stanowiące element samej umowy lub jej załącznik) mogą składać się z dziesięciu klauzul (paragrafów), ale faktyczna ich liczba zależy między innymi od fazy rozwoju przedsięwzięcia (w przypadku fazy *seed* czy *start-up* może to być zaledwie kilka). Tak więc w rozdziale tym znajdują się następujące informacje:

- oświadczenia dotyczące posiadanych akcji/udziałów – faktyczny stan akcji/udziałów posiadanych przez wspólników, brak obciążenia akcji/udziałów na rzecz osób trzecich, brak zagrożenia w postaci postępowań sądowych (lub zamiarów wszczęcia takich postępowań) przeciw właścicielom, co mogłoby skutkować powstaniem zobowiązań finansowych, deklaracja co do braku zaangażowania w działalność o charakterze konkurencyjnym,
- oświadczenia na temat działalności spółki – zapewnienie 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,
- oświadczenia na temat zakresu ujawnionych informacji biznesowych oraz dokumentacji finansowej – zapewnienie, że informacje ujawnione funduszowi na temat działalności firmy i proponowanego projektu inwestycyjnego są pełne, rzetelne, wiarygodne i prawdziwe, zapewnienie, że księgi rachunkowe są pro-

- wadzone rzetelnie i zgodnie z przepisami oraz, że informacje finansowe udostępnione funduszowi dają rzetelny pogląd na stan gospodarki firmy,
- oświadczenia w sprawach sądowych – chodzi tu o zapewnienie, że przeciwko firmie nie jest prowadzone oraz że nie zachodzą podstawy do wytoczenia postępowania mogącego skutkować powstaniem zobowiązań finansowych (np. odszkodowania),
 - oświadczenia co do aktywów, pasywów spółki oraz własności intelektualnej – chodzi tu o precyzyjne wymienienie, 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 zapewnieniu rzetelności ujęcia pasywów, czyli braku ukrytych zobowiązań,
 - oświadczenia o niezaleganiu przez spółkę z opłatami publiczno-prawnymi (podatki, składki ubezpieczenia społecznego),
 - osobiste oświadczenia członków kierownictwa spółki – zapewnienie, że wobec osób kierujących firmą nie są prowadzone postępowania sądowe.

Przykład oświadczeń i zapewnień, jakie mogą się znaleźć w umowie inwestycyjnej, zawiera załącznik 4.

Warunki transakcji

Po niezwykle obszernym rozdziale „oświadczeń i zapewnień” umowa inwestycyjna przechodzi już do zagadnień merytorycznych definiujących warunki transakcji. W pierwszej kolejności na ogół określa się wielkość zaangażowania funduszu venture capital i sposób jego „wejścia” w przedsięwzięcie. Wymaga to np. dokładnego określenia terminów zwołania walnego zgromadzenia, wskazania liczby udziałów/akcji i ceny, po której będą one obejmowane i przez kogo. Fakt zwołania walnego zgromadzenia na ogół wykorzystuje się także do podjęcia licznych uchwał normujących zasady dalszej współpracy. Chodzić tu może np. o zmiany w regulaminach funkcjonowania rady nadzorczej, czy walnego zgromadzenia, postanowienia w sprawie powołania zarządu (ewentualnie także jego motywowania – kontrakt menedżerski, opcje). 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 kapitału wprowadzonego do spółki przez ten okres tak aby nie mógł on być zadysponowany bez wiedzy funduszu (wymóg zdeponowania pieniędzy w banku przy jednoczesnym ograniczeniu możliwości samodzielnego dysponowania nimi przez spółkę).

Ze względu na to, iż udostępnianie finansowania spółce odbywa się na ogół etapami (transze) umowa inwestycyjna musi dokładnie definiować po spełnieniu jakich warunków (np. osiągnięcie pewnego poziomu sprzedaży, zysków) dochodzi do uruchomienia kolejnych transz, jaką te transze mają wielkość i jakie zmiany w strukturze własności to ma wywołać. Umowa inwestycyjna może także zawierać uregulo-

wania dotyczące pożyczek udzielanych spółce i/lub nabywania obligacji przez nią emitowanych.

Obowiązki sprawozdawcze

Ważnym rozdziałem umowy inwestycyjnej są obowiązki sprawozdawcze spółki wobec funduszu. Określa się tu listę informacji przekazywanych funduszowi, termin ich przekazania, zasady weryfikacji sprawozdania rocznego oraz zasady zatwierdzenia planu strategicznego i budżetów spółki. Niektóre z tych wymogów sprawozdawczych umowa inwestycyjna wprowadza do statutu spółki. Przykład wymogów sprawozdawczych „nałożonych” przez fundusz na spółkę prezentuje załącznik 5.

Inne ustalenia

Z innych zapisów merytorycznych umowy inwestycyjnej warto wspomnieć o ustaleniach w sprawie wypłaty dywidendy oraz zakończenia inwestycji. W tej pierwszej kwestii strony ustalają, czy i jaka część zysku spółki będzie wypłacana w formie dywidendy i w jakich warunkach możliwa jest zmiana tych ustaleń. Sprawa zakończenia inwestycji to rozwinięcie ustaleń z *term sheet* w sprawie realizacji prawa pierwokupu oraz opcji specjalnych (prawo dołączenia i przyciągnięcia).

Wreszcie końcowe ustalenia umowy inwestycyjnej to zapisy w sprawie odpowiedzialności właścicieli, spółki i zarządu za złożenie nieprawdziwych oświadczeń i zapewnień oraz nierealizowanie umowy inwestycyjnej (kary finansowe), zapisy stanowiące zakaz podejmowania działań konkurencyjnych i naruszających interes spółki.

13. Współpraca przedsiębiorca – fundusz

Powoli dobiegają końca kilku- czy kilkunastotygodniowe zabiegi o kapitał. Warunki inwestycji zostały już ustalone, a podpisy pod umową inwestycyjną ostatecznie kończą etap żmudnych negocjacji, ustaleń i pracy nad dokumentami. Firma uzyskuje zupełnie nową tożsamość: ma nowego – dosyć nietypowego – współwłaściciela, ale co najważniejsze także kapitał na rozwój. Teraz rozpoczyna się okres kilkuletniej współpracy pomiędzy dotychczasowymi właścicielami a funduszem, który zostaje podporządkowany jednemu zasadniczemu celowi: w przewidywanym czasie spółka powinna zrealizować cele ekonomiczne określone w swojej strategii rozwoju, tak aby osiągnąć zakładany przyrost wartości rynkowej.

Współpraca ta na pewno nie będzie łatwa. Wizja biznesu, która dotychczas istniała wyłącznie na papierze i w głowach założycieli musi teraz zostać wdrożona w życie. Trzeba będzie więc wykonać olbrzymią i czasochłonną pracę organizacyjną, skonfrontować plany i założenia z rynkową rzeczywistością, przeciwstawić się bieżącym niekorzystnym zjawiskom, kaprysom koniunktury czy środowiska regulacyjnego (prawo, podatki). Pojawi się i jeszcze jedna trudność. Kapitał udostępniony firmie przez fundusz venture capital został zaofiarowany pod pewnymi warunkami. Najważniejszym z nich jest to, że ma on być spożytkowany na konkretne zadania i służyć osiągnięciu konkretnych celów (wzrost wartości). Dawca kapitału z realizacji tych celów będzie więc w sposób konsekwentny rozliczał kierownictwo firmy.

Z tych wymogów wieloletniego partnerstwa, jakie jest konsekwencją wejścia do firmy funduszu trzeba zdać sobie sprawę zanim się wybierze sposób finansowania, aby zaoszczędzić sobie późniejszych rozczarowań. Partnerstwo to nie jest szczególnie trudne czy kosztowne, jest raczej po prostu wymagające. Pierwsza kwestia, z której trzeba sobie zdać sprawę to pojawienie się w firmie obcych ludzi. Będzie to osoba lub osoby, które zasiądą w radzie nadzorczej reprezentując w niej fundusz. Mogą to być osoby pracujące w funduszu lub też spoza niego. W sytuacjach szczególnych może się nawet zdarzyć pojawienie w radzie (lub w formie doradcy) zagranicznego eksperta. Oprócz „nadzorców” może pojawić się także kwestia obsadzenia przez osobę wskazaną przez fundusz stanowiska dyrektora finansowego czy też kontrolera finansowego.

Zarządzanie relacjami „swoi-obcy” zacznie więc nabierać jakiegoś znaczenia w miarę rozrastania się firmy. Pojawi się tu nie tyle problem dopasowywania charakterów, ale przede wszystkim dopasowywania odmienności spojrzeń: założyciele świetnie znają branżę (i siebie nawzajem) a fundusz świetnie zna się na finansach i regułach kierujących rynkiem.

Drugą, może nawet istotniejszą, kwestią jest budowa pewnego systemu (modelu) współpracy i konsekwentne poddanie się mu. System taki faktycznie musi być zbudowany na etapie negocjowania warunków zaangażowania funduszu, a następnie wpisany w umowę inwestycyjną i statut spółki. Do sprawy tej trzeba więc przyłożyć tak samo dużo wagi jak do kwestii wyceny czy biznesplanu.

System taki składa się generalnie z dwóch elementów: zasad raportowania przez spółkę oraz mechanizmów kontroli i reagowania na pojawiające się zagrożenia. Kwestia raportowania sprowadza się do określenia listy informacji i terminów ich przekazywania radzie nadzorczej. Są to na ogół sprawozdania miesięczne, kwartalne oraz roczne oczywiście o różnej zawartości i stopniu szczegółowości. Obok kategorii ekonomicznych i finansowych (wielkość i struktura przychodów i kosztów, wyniki operacyjne itd.) muszą one zawierać także dane o realizacji planów rzeczowych (postęp procesów inwestycyjnych, organizacja sieci sprzedaży), jak również informacje o zdarzeniach mających istotny wpływ na wyniki (podpisane/zerwane umowy, upadłość odbiorcy itd.).

Mechanizmy kontroli to nic innego, jak zbiór uprawnień, jakie zostają przypisane radzie nadzorczej. Omówiono to w poprzednich rozdziałach (*term sheet*, umowa inwestycyjna) i nie ma zatem konieczności tych kwestii powtarzać. Wreszcie ostatni element tworzący ramy współpracy z funduszem to mechanizmy reagowania na pojawiające się zagrożenia.

Bez względu na to, jaka jest przyczyna zagrożeń dla realizacji strategii (zła koniunktura, przeszacowane prognozy, błędy w zarządzaniu), fundusz musi na to jakoś zareagować dla ochrony swojego kapitału. Skala tych zagrożeń i co się z tym wiąże rodzaj niezbędnej reakcji nie ma charakteru uznaniowego, ale wynika z porównania bieżących wyników z konkretnymi kryteriami wykonawczymi wynikającymi z biznes planu (osiąganie określonych wielkości sprzedaży, zysku itd.). Reakcja funduszu może przybierać kilka form. Najprostszą reakcją na słabsze wyniki jest zaostrzenie kontroli, wprowadzenie do spółki audytora (celem wskazania przyczyn takiego stanu) i ewentualnie zwiększenie liczby przedstawicieli funduszu w radzie nadzorczej i/lub delegowanie członka rady do indywidualnego nadzoru. W dalszej kolejności, jeżeli np. okaże się, że plan sprzedaży nie jest realizowany, może pojawić się konieczność korekty wyceny poprzez przejęcie udziałów/akcji od założycieli lub objęcie przez fundusz nowej tzw. emisji kompensacyjnej. Substytutem tych rozwiązań może być po prostu zwiększenie poziomu uprzywilejowania akcji posiadanych przez fundusz. Te mechanizmy, które wiążą się z ograniczeniem własności założycieli, na ogół są (i powinny być) odwracalne. To znaczy w momencie powrotu firmy na ścieżkę wzrostu i nadrobienia strat z poprzednich lat emisja kompensacyjna powinna być dokonana w odwrotną stronę prowadząc do stanu wyjściowego.

Przedstawiony w zarysie „system” współpracy pomiędzy spółką a funduszem – jak już wspomniano – musi być dobrze przemyślany już na etapie negocjacji, wspólnie „wydiskutowany”, a następnie wprowadzony do umowy inwestycyjnej oraz statutu. Mechanizmów tych nie trzeba się bać i traktować jako zło konieczne. Ich rolą jest ograniczanie ryzyk i przełamywanie pewnej nieufności w stosunkach, a nie krępowanie założycieli choć, z ich funkcjonowaniem wiążą się pewne koszty. Ważne jest, aby już na samym początku jak najdokładniej sprecyzować wszystkie kwestie, jak najmniej pozostawiając przypadkowości i uznaniowości. Tylko w ten sposób można uniknąć późniejszych nieporozumień i sporów.

14. Opcje menedżerskie i pracownicze

Ważnym fundamentem sukcesu projektu inwestycyjnego jest istnienie atrakcyjnego systemu motywacji dla osób zaangażowanych w jego realizację. Chodzi tu przede wszystkim o kadre zarządzającą oraz tzw. kluczowych pracowników. Budowa takiego systemu ma tym większe znaczenie im większe znaczenie dla powodzenia przedsięwzięcia mają ludzie – ich wiedza, doświadczenie i zaangażowanie – a nie infrastruktura materialna taka, jak maszyny i urządzenia. Skuteczna motywacja będzie zatem miała kluczowe znaczenie w firmach technologicznych i innowacyjnych, a mniejsze w biznesie opartym o procesy i technologie tradycyjne.

Zwyczajową podstawą systemu motywacyjnego są wynagrodzenia etatowe uzupełniane premią motywacyjną. Rozwiązanie takie jest spotykane powszechnie w zasadzie bez względu na rodzaj branży czy wielkość firmy. Jego stosowanie natrafia jednak na dwa poważne mankamenty. Po pierwsze w przypadku wysokich kosztów pozapłacowych (ubezpieczenie społeczne, podatki) – z czym niestety w Polsce mamy do czynienia – rozwiązanie takie pociąga za sobą powstawanie dodatkowych znacznych kosztów obciążających budżet firmy. Jest to tym dotkliwsze, im firma jest młodsza i więcej środków potrzebuje na inwestycje. Po drugie wkład intelektualny kadry kierowniczej i kluczowych pracowników w rozwój firmy może być na tyle duży, że przy jej szybkim rozwoju łatwo może dojść do powstania znacznego rozdzwieniu pomiędzy wartością firmy a wartością „nagrody” (płacą) otrzymywanej przez pracowników. Może to skutkować spadkiem motywacji czy wręcz odejściem najlepszych pracowników.

Rozwiązaniem mogącym zaradzić tym problemom jest motywacja za pomocą tzw. opcji pracowniczych i menedżerskich. Polega to na przyznaniu określonej grupie osób prawa do nabycia pewnej puli akcji spółki (lub np. obligacji zamiennych na akcje) po preferencyjnych cenach. Prawo to często uwarunkowane jest osiągnięciem przez spółkę określonych wyników finansowych. Im większa jest zatem wartość biznesu tym większa jest wartość „nagrody”.

Opcje menedżerskie i pracownicze są rozwiązaniem, które już od wielu lat funkcjonuje w Polsce. Stosuje je szereg spółek giełdowych, w tym szczególnie te z sektora IT. Opcje pojawiają się również w spółkach, w które zainwestowały fundusze venture capital, chociaż brak jest dokładniejszych danych na temat skali tego zjawiska. Prawdopodobnie w ogóle na rynku polskim po raz pierwszy pojawiły się one w spółce ComputerLand w roku 1994. Innym przykładem może być spółka Hygienika, gdzie w roku 2004 uruchomiono program opcji menedżerskich opiewający na 180 tys. akcji sprzedawanych kadrze zarządzającej po 1 zł pod warunkiem, że spółka osiągnie w danym roku określony poziom zysku na sprzedaży. Jeszcze inny przykład to program wprowadzony w roku 2003 przez fundusz MCI, a obejmujący, oprócz kadry zarządzającej funduszu, także kluczowych pracowników jego spółek portfelowych. Na cele programu motywacyjnego MCI przeznaczyło liczbę akcji stanowiącą 3,7% kapitału zakładowego. Cena zbycia akcji została określona na poziomie średniej arytmetycznej notowań giełdowych dla pewnego przedziału czasu

pomniejszona o 10%. Dodatkowo płatność za nabywane akcje została rozłożona na dwie raty.

Zasadność wprowadzenia programu opcji motywacyjnych należy dokładnie rozważyć na etapie konstruowania projektu inwestycyjnego i negocjowania jego warunków z funduszem venture capital. Stosowne zapisy na temat tego rozwiązania powinny się bowiem znaleźć w *term sheet* oraz umowie inwestycyjnej.

15. Zakończenie inwestycji – wycofanie się funduszu ze spółki

Zakończenie całego cyklu inwestycyjnego zapoczątkowanego wniesieniem przez fundusz kapitałów paradoksalnie jest chyba najtrudniejszym i najważniejszym – dla venture capital i nie tylko – elementem całego procesu kilkuletniej współpracy. Wzrost wartości przedsięwzięcia, co jest wspólnym celem działania funduszu i przedsiębiorcy co roku uzewnętrzniany jest w konkretnych wynikach finansowych i coraz wyższej wycenie spółki. Wycena ta jednak do momentu weryfikacji przez rynek można powiedzieć, że ma wyłącznie walor informacyjny, a nie realny. Nie jest to więc coś co ma wymiar pieniężny stanowiący wartość dla funduszu i innych udziałowców, ale wyłącznie wartość teoretyczna, papierowa. Dopiero rzeczywista sprzedaż udziałów/akcji należących do funduszu, a najczęściej także i tych należących do pozostałych właścicieli, jest „etapem prawdy” pokazującym, ile warte jest całe przedsięwzięcie i jak zysk ma się do pierwotnych założeń.

Konfrontacja teoretycznych wycen spółki z rynkową rzeczywistością, czyli tym ile potencjalny nabywca chce zapłacić za akcje/udziały to nie jedyny problem, z jakim boryka się inwestor. Znacznie poważniejszy problemem wynika z dużej niepewności czy niestabilności całego procesu, gdyż w przeciwieństwie do „wejścia” odbywającego się „tu i teraz” na rozpoznanych warunkach, „wyjście” będzie się odbywać w dosyć odległej przyszłości. W przypadku finansowania wczesnych faz rozwoju przedsiębiorstwa (czyli np. *seed*, *start-up*) o wyjściu można mówić np. w perspektywie minimum 3 i maksimum 7–9 lat. Trudno jest więc w tak odległej perspektywie wiarygodnie je zaprojektować w szczegółach tak, aby mieć pełną gwarancję osiągnięcia zakładanych zysków.

Z tych też względów wyjście z inwestycji jest niewątpliwie przysłowiowym oczkiem w głowie kierownictwa funduszu. Wydarzenie to, aby przyniosło oczekiwane efekty, musi być zatem traktowane jako proces poszukiwania najlepszego momentu wyjścia (przy wcześniej określonych warunkach), a nie dopasowanie wszystkiego do dużo wcześniej wybranego terminu.

Proces planowania wyjścia funduszu z inwestycji rozpoczyna się już w momencie podejmowania inwestycji i opracowywania podstawowych dokumentów transakcji. Teoretycznie najlepszym momentem na realizację wyjścia jest sytuacja, kiedy proces wzrostu wartości spółki osiąga swój zakładany pułap w momencie, gdy na rynku inwestycyjnym (tj. rynku fuzji i przejęć czy rynku giełdowym) rozwija się dobra koniunktura. Nasz projekt osiąga więc maksimum wartości przy danym zaangażowaniu funduszu venture capital i jednocześnie istnieje przekonanie o dalszych możliwościach wzrostu jego wartości, co znajduje odbicie w popycie na akcje/udziały spółki. Z sytuacją takiej zbieżności dobrych koniunktur niestety mamy do czynienia raczej rzadko, dlatego wyjście musi być zaplanowane w sposób elastyczny i wariantowy.

Ogólne ustalenia w tej kwestii wprowadzane są najpierw do *term sheet*, a następnie umowy inwestycyjnej. Najbardziej ogólnym zapisem jest określenie przedziału czasu, w ciągu którego ma nastąpić wycofanie (np. za 7 lat od rozpoczęcia inwestycji). Kolejnym już bardziej dokładnym ustaleniem jest wskazanie sposobu wyjścia. Wymaga to dokonania uprzedniego wstępnego rozpoznania, jakie są w ogóle możliwości wyjścia z inwestycji w przypadku konkretnej branży. Trzeba więc przeanalizować, czy w tej branży dochodzi do transakcji łączenia lub przejmowania firm, czy istnieje pewna grupa podmiotów opierających swoje strategie rozwoju na przejmowaniu konkurentów, czy warunki prawne i regulacyjne nie są jakimś szczególnym ograniczeniem dla przeprowadzania takich operacji. W przypadku zamiaru wyjścia poprzez rynek giełdowy trzeba zwrócić uwagę na strukturę rynku i reprezentowane na nim sektory, motywacje i preferencje inwestorów, planowane upublicznienie innych firm.

Gdy wyniki takiego rozpoznania są pozytywne wówczas w umowie inwestycyjnej można określić preferowaną ścieżkę wyjścia z podaniem oczywiście 2–3 alternatyw. Oprócz takich ustaleń umowa inwestycyjna przewiduje także zasady podziału środków z wyjścia, a także specjalne rozwiązania prawne mające zwiększyć efektywność wyjścia (patrz wcześniejsze rozdziały). Poniżej zostaną omówione najczęściej spotykane sposoby wycofania się funduszu venture capital z inwestycji.

Sprzedaż inwestorowi strategicznemu (ang. *trade sale*)

Rozwiązanie to polega na zaoferowaniu akcji/udziałów należących do funduszu venture capital (a na ogół całego 100-procentowego pakietu) innej firmie z tej branży czyli tzw. inwestorowi strategicznemu. Jest to najczęściej spotykany sposób wycofania się venture capital z inwestycji. W Europie w latach 1999–2003 ten sposób wyjścia z inwestycji dotyczył praktycznie co trzeciego przypadku (licząc w ujęciu wartościowym). W Polsce w roku 2003 *trade sale* zastosowano w odniesieniu do 22 firm (34%), co w ujęciu wartościowym oznaczało 10% zrealizowanych „wyjść”. Rok wcześniej było to odpowiednio 14 firm (47%) i 53% (wartość transakcji).

Długość i skomplikowanie procesu przygotowania do sprzedaży inwestorowi strategicznemu są uzależnione od wielkości spółki, a także charakterystyki branży. Im spółka większa, a sektor bardziej zróżnicowany (np. liczna obecność inwestorów zagranicznych) i rozległy (ponadnarodowy), tym proces ten dłuższy i trudniejszy. Może on zatem trwać i kilkanaście miesięcy i wiązać się z koniecznością zatrudnienia doradcy branżowego mającego odpowiedzieć z kim, w jakim momencie i jak negocjować.

Nie bez znaczenia dla powodzenia procesu wyjścia jest wybór właściwego momentu – o czym wspomniano uprzednio. Przede wszystkim chodzi tu o „wstrzelenie się” w sprzyjającą koniunkturę w sektorze (co przekłada się na wycenę spółki) i na rynku inwestycyjnym (rynek fuzji i przejęć). Ten ostatni podlega różnym cyklom i modom, co może znacznie ułatwić lub utrudnić operację wyjścia. Aby wiedzieć kiedy jest najlepszy moment, konieczne jest poświęcenie czasu i uwagi analizie tego, co

się na tych rynkach aktualnie dzieje i będzie się działo w najbliższej przyszłości. Pracę tę można wykonać samodzielnie sięgając do różnych opracowań analitycznych lub też zlecając doradcy.

Działania prowadzące do wyjścia poprzez „*trade sale*” składają się na ogół z kilku standardowych etapów i kroków, jakkolwiek ich „wewnętrzna treść” może być bardzo zróżnicowana w zależności od spółki. Przede wszystkim trzeba zacząć od przygotowania memorandum informacyjnego (czasem zwanego dezinwestycyjnym) dokładnie prezentującego przedmiot transakcji, czyli firmę. Zawiera ono takie rozdziały jak charakterystyka działalności i modelu biznesowego firmy, opis produktów, charakterystyka rynku działania i konkurencji, analiza sytuacji finansowej, wycena, historia inwestycji (od momentu wejścia funduszu).

Wraz z przygotowaniem memorandum konieczne jest także przygotowanie do transakcji samej spółki. Chodzi tu przede wszystkim o rozstrzygnięcie wszystkich kwestii formalnych, prawnych, finansowych, które mogą rodzić po stronie nabywcy jakieś obawy, koszty lub ryzyka. Te problemy rodzące ryzyka to przede wszystkim jakieś sprawy o charakterze sporów sądowych, sporów z organami podatkowymi, nie przeprowadzone wcześniej, a konieczne zmiany w statucie, przyspieszenie procesu uzyskiwania decyzji administracyjnych, uregulowanie praw do patentów i znaków towarowych. W ramach tego etapu warto też rozważyć kwestię pewnej restrukturyzacji firmy np. poprzez zbycie zbędnych składników majątku.

Tego etapu przygotowania firmy do sprzedaży nie da się pominąć, ponieważ nie da się w takim organizmie jak spółka pewnych spraw ukryć czy zamazać. Wszelkie takie próby z pewnością zostaną odkryte przez potencjalnego nabywcę i będą podstawą do żądania np. obniżenia wyceny czy też zmiany innych warunków transakcji.

Przygotowanie spółki do sprzedaży wymaga też jej właściwego ustawienia pod względem biznesowym. Wymaga to aktualizacji biznesplanu i szczególnie prognoz finansowych. Ma to na celu przekonanie nabywcy, że perspektywy biznesowe firmy po transakcji będą co najmniej tak atrakcyjne, jak w okresie przedtransakcyjnym. Również i w tym przypadku wskazana jest niezwykła staranność i rzetelność bowiem wszelki nieracjonalny superoptymizm w prognozowaniu (i wycenianiu spółki) zostanie na pewno wyłapany i wykorzystany jako argument przeciw sprzedającym.

Kiedy w oparciu o wiedzę doradcy lub na podstawie samodzielnie przeprowadzonej analizy da się ustalić krąg potencjalnych zainteresowanych, wysyła się do nich dokument zwany *traserem*, czyli czymś w rodzaju streszczenia memorandum mającego odgrywać rolę reklamy planowanej transakcji i wzbudzić ciekawość adresata. Podmiotom, które zainteresują się sprawą, przesyłane jest memorandum po uprzednim podpisaniu umowy o poufności. Adresaci memorandum proszeni są – o ile transakcja ich faktycznie zainteresuje – o złożenie tzw. wstępnej niewiążącej oferty zakupu z podaniem ceny.

Po analizie ofert wstępnych nadesłanych przez potencjalnych inwestorów rozpoczyna się kolejny już etap. Możliwe jest także, że zainteresowanie będzie na tyle małe, a oferty na tyle słabe, że cały proces trzeba odsunąć w czasie (oczywiście w zależ-

ności od tego, jakie są realne przyczyny tego słabego zainteresowania). Jeśli jednak jest zainteresowanie, spośród nadesłanych ofert wyłaniane jest grono inwestorów najbardziej atrakcyjne z punktu widzenia sprzedających (tzw. krótka lista). Grupa ta, realnie zainteresowana nabyciem akcji/udziałów firmy, rozpoczyna proces badania *due diligence* dla wyrobienia sobie własnego poglądu na temat przedmiotu transakcji i jego wyceny. Badanie to jest w swojej istocie praktycznie identyczne z *due diligence* przeprowadzanym przez fundusze przed wejściem do spółki.

Proces *due diligence* ze względu na uzyskiwanie dostępu do coraz bardziej poufnych informacji o firmie może być podzielony na dwa etapy. Wstępny, gdy ujawnia się informacje bardziej szczegółowe niż w memorandum, ale nie te najbardziej ważne i poufne. Po tym wstępnym etapie *due diligence* inwestorzy muszą złożyć poprawioną wersję oferty ze wskazaniem cenowym. Z ofert tych wybiera się najczęściej dwie najciekawsze, a inwestorów tych dopuszcza do drugiego, końcowego etapu *due diligence*. Gdy zakończą oni badanie, wówczas następują ostateczne negocjacje cenowe i ustalenie innych warunków sprzedaży⁸.

Wyjście poprzez „*trade sale*” jest rozwiązaniem bardzo dobrym z punktu widzenia venture capital, jak i spółki, ale nie idealnym. Wprowadzenie inwestora branżowego w miejsce inwestora finansowego (funduszu) jest na ogół ważnym impulsem rozwojowym dla firmy. Oznacza bowiem powstanie większego organizmu o lepszej pozycji w branży, dostęp do nowych kontaktów biznesowych, nowych technik i technologii. Pojawienie się inwestora branżowego – tak jak to już sygnalizowaliśmy – najczęściej oznacza konieczność sprzedaży nie tylko akcji/udziałów funduszu, ale i pozostałych współwłaścicieli. Założyciele tracą więc kontrolę, z czego z góry muszą sobie zdawać sprawę. Jeśli pełnią oni dodatkowo funkcje zarządcze, wówczas może się pojawić także ryzyko zmian na tych stanowiskach. Wreszcie ostatnim ryzykiem związanym z „*trade sale*” jest możliwość instrumentalnego potraktowania nabywanej firmy i np. ograniczenia skali jej działania, a nawet po jakimś czasie zamknięcie.

Wprowadzenie na giełdę

Innym sposobem wycofania zainwestowanych pieniędzy jest wprowadzenie akcji spółki na rynek giełdowy, a następnie zbycie ich. Jest to rozwiązanie mniej popularny niż sprzedaż inwestorowi strategicznemu, ale za to chyba bardziej spektakularne. Jak pokazuje przykład Travelplanet.PL (patrz dalej) – planującej wejść na warszawską giełdę w roku 2005 – jest to rozwiązanie możliwe także do zastosowania w przypadku spółek, które jeszcze niedawno zaczynały jako klasyczny start-up z venture capital.

⁸ Niezwykle przystępnie i obrazowo proces negocjacji, stosowane techniki negocjacyjne, jak i cały proces fuzji i przejęć opisali Piotr Buda-Pawlus, Tomasz Kwiecień i Łukasz Radkowski w cyklu 10 artykułów opublikowanych na łamach Gazety Wyborczej pomiędzy lutym a czerwcem 2004 r. Na temat fuzji i przejęć patrz także Frąckowiak W., (red.) Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 1998.

W Europie w latach 1999–2003 wyjście poprzez giełdę stanowiło ok. 13% wartości wszystkich dezinwestycji. W Polsce w roku 2003 poprzez giełdę zakończono inwestycje w 4 firmach (rok wcześniej w 8), co stanowiło odpowiednio 21% i 32% wartości wszystkich dezinwestycji.

Wybór giełdy jako miejsca dokonania dezinwestycji podlega mniej więcej tym samym prawidłowościom, co „*trade sale*”. Proces ten jest dosyć długi, wymaga poniesienia pewnych nakładów, skorzystania z doradców, również i tutaj mają miejsce swoiste „negocjacje” cenowe (budowa księgi popytu), wreszcie istotny jest wybór właściwego momentu wejścia na giełdę.

Wprowadzenie spółki na giełdę ma szereg zalet. Po pierwsze, istnieje możliwość uzyskania korzystnej wyceny poprzez przemyślane zarządzanie procesem wyjścia (czyli zbycia akcji wprowadzonych do obrotu publicznego). Proces ten znacznie łatwiej – niż w przypadku *trade sale* – można np. dopasować do koniunktury giełdowej. Można go rozłożyć na etapy i np. „wstrzelić” się w popyt ze strony inwestorów instytucjonalnych. Kolejną zaletą to łatwość dostępu do finansowania dalszego wzrostu już po wycofaniu się funduszu *venture capital*. Nie oznacza to oczywiście „bezwartkowej” łatwości, bo koszt tego finansowania może się znacznie wahać, jak i jego podaż. Tym niemniej „bycie” na giełdzie oznacza znalezienie się w bezpośrednim zasięgu dosyć dużej grupy inwestorów potrafiących docenić każdy racjonalny projekt inwestycyjny. Również takie instytucje finansowe jak banki nieznacznie przychylniejszym okiem patrzą na spółki giełdowe. Ze względu na ostre tzw. wymogi informacyjne są bowiem bardziej wiarygodne od innych (więcej o nich wiadomo), a co za tym idzie, są obciążone mniejszym ryzykiem kredytowym.

Z „byciem” na giełdzie wiążą się także zagrożenia. Najistotniejszym jest otwarcie się na ryzyko wejścia do spółki inwestorów wrogo nastawionych do zarządu lub też zamierzających dokonać diametralnej zmiany strategii działania. Co gorsze, kapryśność koniunktury giełdowej może spowodować, że spółka zostanie opanowana przez nowego inwestora w sytuacji uzyskiwania bardzo niskich notowań. Będzie to oczywiście mało korzystne dla tych spośród założycieli, którzy zdecydowali się na niesprzedawanie swoich pakietów akcji. Może się też tak zdarzyć, że możliwości swobodnego dysponowania akcjami przez założycieli będą ograniczone i wynikać z warunków upublicznienia, aby nie kreować nadmiernej podaży akcji. Strata więc będzie niejako podwójna. Z innych „niedogodności” związanych z byciem spółką publiczną należy wspomnieć o kosztach, jakie muszą być ponoszone. Chodzi tu o obowiązek systematycznego przedkładania sprawozdań finansowych, ich audytowania oraz ponoszenia kosztów notowania papierów (opłata roczna). Znacznie wyższe niż w przypadku *trade sale* są także koszty samego wejścia na giełdę (przygotowanie prospektu, ewentualne koszty związane z gwarantowaniem emisji itd.).

Wyjście poprzez giełdę nie jest rozwiązaniem, jakie można zastosować w odniesieniu do każdej spółki. Przede wszystkim może to dotyczyć wyłącznie spółek akcyjnych. Jeśli więc taki sposób wyjścia ustalamy za priorytetowy w *term sweet*, to warto już na początku współpracy z funduszem *venture capital* zadbać o przekształcenia spółki z o.o. w akcyjną. Drugie podstawowe ograniczenie to konieczność posiadania

przez spółkę odpowiedniej masy krytycznej – chodzi tu o wielkość spółki, wartość kapitału akcyjnego, strukturę akcjonariatu i poziom jego rozproszenia (patrz tabela 7).

Tabela 7. Wymogi, jakie musi spełniać spółka wg rynków notowań

Pozycja	Rynek podstawowy	Rynek równoległy	Rynek wolny
Wartość akcji	40 mln zł	14 mln zł	4 mln zł
Wartość księgową spółki	65 mln zł	22 mln zł	4 mln zł
Struktura akcjonariatu	Wartość akcji, które zostały dopuszczone do obrotu giełdowego i będące w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu wynosi co najmniej 32 mln zł. Akcje, o których mowa stanowią co najmniej 25% wszystkich akcji spółki. Warunek ten uważa się za spełniony, jeżeli co najmniej 500.000 akcji spółki o wartości co najmniej 70 mln zł jest w posiadaniu tych akcjonariuszy.	Wartość akcji które zostały dopuszczone do obrotu giełdowego i będące w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu wynosi co najmniej 11 mln zł. Akcje, o których mowa stanowią co najmniej 10% wszystkich akcji spółki. Warunek ten uważa się za spełniony, jeżeli co najmniej 200.000 akcji spółki o wartości co najmniej 35 mln zł jest w posiadaniu tych akcjonariuszy.	Brak wymagań
Rozproszenie akcji	Właścicielami akcji, które zostały dopuszczone do obrotu giełdowego, jest co najmniej 500 akcjonariuszy.	Właścicielami akcji, które zostały dopuszczone do obrotu giełdowego, jest co najmniej 300 akcjonariuszy.	Brak wymagań

Źródło: A. Sierant: *Jak zostać spółką giełdową? Fundacja Edukacji Rynku Kapitałowego, Warszawa 2003.*

Sama procedura wprowadzenia spółki do obrotu giełdowego wygląda następująco. Punktem wyjściowym jest podjęcie przez władze spółki (walne zgromadzenie akcjonariuszy) stosownej uchwały. W dalszej kolejności podejmowane są prace nad przygotowaniem prospektu emisyjnego stanowiącego podstawowe źródło informacji o spółce. Zawartość prospektu jest określona w przepisach prawa i nie będziemy jej tutaj szczegółowo omawiać⁹. Prospekt wraz z innymi niezbędnymi dokumentami składa się do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, która decyzję w sprawie zgody na wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu wydaje w ciągu dwóch miesięcy¹⁰. Z kolei po uzyskaniu decyzji zarządu Giełdy możliwe jest wprowadzenie

⁹ Reguluje to Rozporządzenie Rady Ministrów z 11 sierpnia 2004 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny oraz skrót prospektu.

¹⁰ Procedurę składania wniosku określa ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z dnia 21 sierpnia 1997. Bardziej szczegółowe informacje na temat upublicznienia można znaleźć w publikacji Artura Sieranta: *Jak zostać spółką giełdową? Fundacja Edukacji Rynku Kapitałowego, Warszawa 2003.*

akcji do obrotu (notowanie ich w codziennym obrocie). Jest to więc dopiero faktyczne otwarcie możliwości dokonania dezinwestycji poprzez sprzedaż akcji.

Umorzenie (ang. *buy back, redemption*)

Trzecim sposobem dezinwestycji wartym zaprezentowania jest umorzenie akcji/udziałów będących w posiadaniu funduszu venture capital. Rozwiązanie to jest zdecydowanie rzadziej stosowane niż dwa poprzednie, ale warte uwagi, ponieważ umożliwia pierwotnym założycielom powrót do wyjściowej struktury własności, a więc ponowne objęcie kontroli nad biznesem.

Nie jest to oczywiście rozwiązanie łatwe. Podstawowa trudność wiąże się oczywiście z koniecznością wygenerowania przez spółkę odpowiednich środków (zysków), z których umorzenie można sfinansować. W warunkach młodej dynamicznie rozwijającej się firmy, jeżeli nawet takie zyski się pojawiają, to zawsze raczej bardziej zasadne wydaje się ich zatrzymanie i reinwestowanie niż transferowanie na „zewnątrz”. Niechęć do tej metody wyjścia może też wykazywać fundusz. W przypadku umorzenia nie ma możliwości spieniężenia tzw. premii za kontrolę (co miałyby miejsce przy sprzedaży wszystkich akcji/udziałów), nie ma też przetargu pomiędzy nabywcami „kto da więcej” (tak jak przy *trade sale*). Mimo tych słabości umorzenie jest jednak lepszym rozwiązaniem niż sprzedaż akcji/udziałów założycielom. W tym ostatnim przypadku mają oni poważny konflikt interesów – teoretycznie nie są oni bowiem zainteresowani dynamicznym zwiększaniem wartości spółki. Im będzie ona więcej warta tym wyższą cenę będą musieli zapłacić za odkupienie akcji/udziałów funduszu. W przypadku umorzenia jest w zasadzie odwrotnie – im większe będą zyski, tym szybciej umorzenie będzie mogło nastąpić (przy z góry wiadomych warunkach jego realizacji).

Umorzenie – w języku prawniczym – jest sposobem zakończenia bytu prawnego akcji/udziału, z czym wiąże się definitywne unicestwienie praw i obowiązków majątkowych oraz korporacyjnych przysługujących właścicielowi¹¹. Warunkiem realizacji umorzenia jest wprowadzenie stosownego zapisu dopuszczającego taką operację do statutu spółki. Należy więc o tym pamiętać przy spisywaniu *term sheet* i umowy inwestycyjnej, a zmianę w statucie (dopuszczającą umorzenie) dokonać przy pierwszej nadarzającej się okazji. W umowie inwestycyjnej (jak również w statucie) można także z góry określić warunki, na których umorzenie zostanie dokonane – cena za jaką akcje/udziały zostaną odkupione przez spółkę. Warunkiem rozpoczęcia procesu umorzenia jest powzięcie uchwały w tej sprawie przez walne zgromadzenie (chyba, że warunki umorzenia są określone w statucie – wówczas o jego przeprowadzeniu decyduje zarząd spółki). Jeśli warunki takie są podane w statucie, wówczas o rozpoczęciu procedury umorzenia decyduje zarząd. W następnej kolejności spółka nabywa akcje od zainteresowanych udziałowców/akcjonariuszy i dokonuje obniże-

¹¹W. Popiołek, Dobrowolne umorzenie akcji, „*Monitor Prawniczy*” nr 17/2001.

nia kapitału spółki. Tym samym następuje realne wycofanie funduszu venture capital (chyba że mamy do czynienia z umorzeniem etapami)¹².

Inne metody

Sprzedaż inwestorowi strategicznemu, wprowadzenie na giełdę czy umorzenie, to nie jedyne sposoby rozstania się funduszu venture capital ze spółką. Spotyka się jeszcze szereg innych metod dezinvestycji, jednakże w porównaniu z wymienionymi wcześniej są to rozwiązania daleko mniej preferowane. Pierwszą, o jakiej należy wspomnieć, jest sprzedaż udziałów innej instytucji finansowej lub innemu funduszowi venture capital. W obu przypadkach jest to pewna słabsza odmiana transakcji „*trade sale*”. Mało realne jest uzyskanie premii za kontrolę ze względu na inną „nie-strategiczną” motywację nowych inwestorów. Jest to rozwiązanie korzystne dla spółki, gdyż (w przypadku nowego venture capital) zdobywa jakąś nową szansę na kontynuowanie wzrostu. Innym rozwiązaniem jest przeprowadzenie dezinvestycji w oparciu o transakcję wykupu menedżerskiego (buy-out). Warunkiem jest oczywiście istnienie silnego zespołu menedżerskiego (i rynku menedżerów, gdy zespół taki trzeba wzmocnić). Ze względu na to, iż jest mało realne, aby zespół taki miał wystarczające własne zasoby na sfinansowanie wykupu, kolejnym warunkiem jest istnienie sprawnego rynku bankowego, czy w ogóle rynku tzw. długu¹³.

¹² Szerzej na temat problematyki umorzenia patrz: W. Popiołek op. cit oraz T. Sójka: Umorzenie akcji, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 2004.

¹³ Najbardziej spektakularne wyjście poprzez wykup menedżerski miało miejsce w firmie Stomil Sanok, gdzie pakiet akcji należący do amerykańskich funduszy venture capital wykupił zespół menedżerski korzystając z kredytu bankowego.

16. Corporate venturing – korporacyjny venture capital

Finansowanie typu venture capital może być oferowane nie tylko za pośrednictwem takiego podmiotu, jak fundusz inwestycyjny. Od blisko 40 lat w tego typu działalności angażują się także duże korporacje. Nabywają one na ogół mniejszościowe pakiety akcji/udziałów dynamicznie rozwijających się przedsiębiorstw, aby po kilku latach sprzedać je ze znacznym zyskiem albo wręcz odwrotnie – zacieśnić partnerstwo „produkcyjne” włączając taki podmiot do grupy kapitałowej. Jak więc widać, motywacja korporacyjnego venture capital jest trochę inna niż klasycznego funduszu. Obok korzyści czysto finansowych ważną rolę w podjęciu inwestycji odgrywa też kwestia uzyskania wglądu we wszelkie innowacje i nowinki technologiczne, jakie często są udziałem małych, dynamicznych przedsiębiorstw. Co więcej, często zdarza się, że *corporate venturing* jest wykorzystywany do pobudzania tzw. wewnętrznej przedsiębiorczości dużej korporacji. Chodzi tu o nakłonienie najbardziej twórczych pracowników do zakładania własnych firm dzięki wsparciu kapitałowemu macierzystej korporacji. Pracownicy tacy stając się przedsiębiorcami i właścicielami własnych firm nadal faktycznie pracują na rzecz korporacji aczkolwiek w nieco innej formule i przy znacznie silniejszej motywacji.

Chociaż ojczyzną i największym rynkiem *corporate venturing* są Stany Zjednoczone, ta forma inwestowania znajduje naśladowców i w Europie. Do najbardziej aktywnych rynków można zaliczyć Wielką Brytanię, Niemcy, Francję i kraje skandynawskie. Z największych graczy można wymienić Electricite de France, Bayer Innovation GmbH, SAP AG, Siemens, Telefonica, British Gas, Nokia.

Proces inwestycyjny *corporate venturing*, jego struktura i czas trwania są praktycznie identyczne jak w przypadku inwestycji prowadzonych przez klasyczny fundusz venture capital. To, co jednak może znacznie odróżniać te dwie formy inwestowania, to głębsza współpraca i pomoc dla spółki ze strony korporacji-inwestora oraz preferencje co do sposobu zakończenia inwestycji. W tym pierwszym przypadku głębsze zaangażowanie się w funkcjonowanie spółki wiąże się z faktem, że na ogół finansowane projekty mają wybitnie technologiczny charakter, a zasoby – przede wszystkim wiedzy i kontaktów – zgromadzone w korporacji mogą w ogromnym stopniu przyczynić się do sukcesu inwestycji. Technologiczny charakter inwestycji stwarza więc konieczność znacznego zasilenia projektu dodatkową wiedzą, natomiast zasoby korporacji to realnie umożliwiają. Kwestia sposobu zakończenia inwestycji to problem nieco mniejszej liczby możliwych rozwiązań (oczywiście nie dotyczy to sytuacji, gdy inwestycja ma wyłącznie charakter komercyjny – czyli dla zysku finansowego). W takiej sytuacji raczej będzie preferowane zwiększenie zaangażowania w spółce portfelowej lub zastąpienie innym podmiotem, ale np. z tej samej grupy kapitałowej.

Corporate venturing nie jest jeszcze zbyt rozpowszechnione w Polsce. Chociaż wiele dużych przedsiębiorstw angażowało znaczne środki w nabywanie akcji/udziałów innych firm, na ogół miało to służyć budowie własnej grupy kapitałowej, a nie działalności typu *corporate venturing*. Tym niemniej mamy już w Polsce dwóch dosyć interesujących graczy, o których powinni pamiętać startujący w świat biznesu, a szczególnie ci działający w sektorach wysokich technologii.

Od kilku lat działalność inwestycyjną w kraju – jak i całej Europie Środkowo-wschodniej – prowadzi Intel Capital. Jest to typowy *corporate venturing*, czyli program inwestycyjny zarządzany przez amerykańskiego lidera w branży mikroprocesorów – korporację Intel. Program jest finansowany z budżetu Intela, więc teoretycznie nie posiada większych ilościowych ograniczeń inwestycyjnych. Preferowany minimalny poziom zaangażowania to około kilkadziesiąt tysięcy dolarów. Intel Capital w swoich inwestycjach jest dosyć wybredny, bowiem interesuje się technologiami z najwyższej półki. Obszarem jego szczególnego zainteresowania jest nanotechnologia, genomika, nowe technologie czy protokoły komunikacyjne, czyli wszystko to co znajduje się w otoczeniu nowej gospodarki i może wspomóc jej rozwój. Interesuje się także przedsięwzięciami opartymi o sprawdzone produkty czy modele biznesowe, które mogą zdynamizować rozwój rynku informatycznego czy telekomunikacyjnego jako całości.

Drugi przykład korporacyjnego inwestora to Prokom Investment. Jest to „ramię inwestycyjne” potentata informatycznego Prokomu. Portfel inwestycyjny Prokom Investment jest dosyć zróżnicowany, a strategia być może jeszcze nie do końca klarowna. Tym niemniej jego jedna inwestycja zasługuje na szczególną uwagę i wskazuje na wyraźne ambicje w obszarze *corporate venturing*. Chodzi tu o słynną inwestycję – mającą niewątpliwie znamiona finansowania załączkowego i start up – w produkcję tzw. Gensuliny, czyli syntetycznej insuliny ludzkiej niezbędnej w leczeniu cukrzycy. Dzięki zastrzykowi kapitału z Prokom Investment warszawski Instytut Biotechnologii i Antybiotyków (poprzez spółkę Bioton) dołączył do grona trzech światowych liderów w produkcji insuliny. Zainteresowanie działalnością typu *corporate venturing* przejawia także Computerland, i Softbank.

17. Business angels

Kończąc prezentację problematyki venture capital i finansowania wczesnych faz rozwoju przedsiębiorstwa warto jeszcze chwilę poświęcić dosyć specyficznej i jak na razie mało znanej w Polsce formule venture capital, czyli *business angels*. Pojęcie to nie doczekało się jeszcze specjalnej rodzimej nazwy i jest na ogół tłumaczone wprost z angielskiego dosłownie jako aniołowie biznesu (lub też opiekunowie biznesu). Faktycznie oznacza ono osoby fizyczne inwestujące swoje prywatne oszczędności w akcje/udziały małych innowacyjnych przedsiębiorstw, znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju i oczywiście wykazujących się dużym potencjałem wzrostu wartości. Anioły biznesu inwestują na ściśle określony czas, po czym zbywają swoje udziały realizując zyski.

Inwestycje takie – poza swoją niewielką skalą – nie różnią się zbyt od tego, czym zajmują się „klasyczne” fundusze venture capital. Aniołowie inwestują w firmy zlokalizowane w niewielkiej odległości od miejsca swojego zamieszkania. Na ogół jest to obszar/region znajdujący się w odległości ok. 2 godzin jazdy samochodem. Ograniczenie to wynika stąd, że inwestorzy tacy nie dysponują biurem i zapleczem analityków doglądających poszczególnych inwestycji. Wszystkie te obowiązki (znalezienie projektu, jego analiza i ocena, przygotowanie inwestycji i jej monitorowanie) spoczywają więc na inwestorze, co powoduje, że nie jest on w stanie zajmować się jednocześnie więcej niż 2–3 projektami. Z tych także względów sam proces inwestowania – niezwykle drobiazgowy w przypadku funduszy – tutaj musi opierać się na pewnej rutynie, doświadczeniu i... intuicji. Substytutem więc szczegółowego (i drogiego) badania *due diligence* jest np. wcześniejsza znajomość przedsiębiorcy czy posiadane przez niego referencje.

Statystyczny europejski anioł biznesu to na ogół mężczyzna w wielu od 35 do 65 lat, posiadający doświadczenie jako przedsiębiorca lub menedżer. Inwestuje on od 25 do 250 tys. euro i poświęca jeden dzień w tygodniu na doradzanie przedsiębiorstwu. Rynek business angels najlepiej rozwinięty jest w Wielkiej Brytanii. W Polsce, chociaż rynek ten jest w początkowej fazie rozwoju, od czasu do czasu można usłyszeć o firmie, która swój rozwój zawdzięcza business angels¹⁴.

Promocją rynku business angels w Polsce zajmuje się powstałe pod koniec 2003 roku stowarzyszenie Polska Sieć Aniołów Biznesu – PolBAN. Stowarzyszenie oferuje usługę kojarzenia projektów i kapitałodawców (patrz strona internetowa stowarzyszenia www.polban.pl).

¹⁴ Porównaj np. materiały z seminarium Forum Business Angels zorganizowanego przez dziennik Puls Biznesu 27 maja 2004.

18. Przykłady inwestycji

Nic tak nie przemawia do wyobraźni, jak konkretny przykład, przypadek z życia wzięty. Pokazanie firm, które skorzystały z venture capital w fazie swoich narodzin i początkowego rozwoju jest więc chyba najlepszym sposobem na uświadomienie, jak taka formuła finansowania „działa”. Poniżej chcemy zaprezentować cztery firmy, które swoje powstanie i rozwój zawdzięczają venture capital i oczywiście pomysłowości i pracowitości założycieli. Przykłady te staraliśmy się dobrać, tak aby jak najbardziej oddawały one rzeczywistość, w której gospodarujemy. Są to więc firmy niewielkie o bardzo różnych profilach działania, rynkach czy docelowych grupach konsumentów.

Uważny czytelnik zapewne łatwo odnajdzie w opisie poszczególnych przypadków realne odbicie tego, co staraliśmy się zaprezentować i uwypuklić we wcześniejszych rozdziałach. Szczególnie dobrze widać tu „co” i „kogo” chcą finansować fundusze venture capital bez względu na to czy jest to etap początkowego rozwoju, czy już „dojrzałe” życie firmy. We wszystkich przypadkach ewidentnie widać, że motorem sukcesu są ludzie. I bynajmniej nie chodzi tu o to, aby mieć superwykształcenie (choć to też jest ważne), ale aby rozumieć biznes i rynek, mieć inicjatywę, dynamizm, pomysłowość i odwagę. Ważne jest, aby doświadczenie wyniesione z danej branży nie oznaczało tylko „x” lat stażu, ale równało się rozumieniu praw, które tą branżą rządzą.

Wszystkie przykłady pokazują, jak wielką rolę dla venture capital odgrywa pomysł. Nie należy tego jednak pojmować wyłącznie w sposób „jednowymiarowy”. Ważny jest kontekst rynkowy i to w jakim „miejscu” tego rynku ten pomysł się znajduje. Tutaj mieliśmy do czynienia z rynkami wręcz dopiero się rodzącymi (Travelplanet, Diagnosis), czy też nabierającymi nowego kształtu (Eratech, Helios). Dla decyzji funduszy o finansowaniu inwestycji olbrzymie znaczenie miały zapewne duże bieżące rozmiary tych rynków i perspektywy ich dalszego wzrostu.

Z historii Travelplanet i Diagnosis wyraźnie widać także, jaką rolę w życiu firmy może odegrać biznesplan. Aby przyciągnąć uwagę funduszu i pełnić rolę biznesowego kompasu, w przygotowanie tego dokumentu trzeba włożyć dużo wysiłku i przysłowiowego serca. Nie jest to więc – jak pisaliśmy – dokument na pokaz, ale dla firmy (!), aby jej rozwój nie był rozwojem przez chaos, ale przez cele.

Czytając poszczególne przypadki warto zwrócić uwagę na jeszcze jedną kwestię. Prezentowane tu firmy – a właściwie ludzie – nie myślą kategoriami „bycia” jedną z wielu (rentownych) firm. Tu wyraźnie widać ambicje kształtowania rynku, chęć zajęcia pozycji lidera, a przynajmniej bycia jednym z czołowych graczy. Nie ma więc myślenia pasywnego, ale jest ciągle parcie do przodu, chęć wyprzedzenia konkurencji, wejścia na nowy rynek, zaproponowania czegoś nowego. Chyba nie popełnimy większego błędu mówiąc, że budowa firmy nie jest tu celem samym w sobie. Firma jest tu raczej narzędziem zdobycia rynku.

Travelplanet.pl – odważna budowa nowego rynku

Tomasz Moroz, współzałożyciel i wiceprezes spółki Travelplanet.PL SA.

Idea założenia spółki zajmującej się sprzedażą usług turystycznych przez Internet narodziła się pod koniec roku 1999, kiedy na świecie następował bardzo szybki rozwój bezpośrednich kanałów sprzedaży w tej branży, czyli call center i Internetu. Na zachodzie Europy i w Stanach Zjednoczonych sprzedaż poprzez te kanały zaczęła bardzo szybko rosnąć, na co miały wpływ zmieniające się nawyki konsumenckie oraz zalety wynikające z dokonywania zakupów wycieczek turystycznych i biletów lotniczych przez Internet. Ogromne znaczenie dla powodzenia całego przedsięwzięcia miało doświadczenie branżowe twórców firmy. Ja w tym czasie pracowałem dla jednego z największych w Polsce tour-operatorów, będącego częścią dużego zagranicznego koncernu turystycznego, natomiast pozostałe dwie osoby prowadziły własną firmę tour-operatorską operującą na rynku wyjazdów zimowych i będącą jednym z liderów w tym sektorze.

Widząc ogromne możliwości drżące w nowym segmencie rynku turystycznego zaczęliśmy się zastanawiać jak założyć firmę i zrobić dobry biznesplan tego typu przedsięwzięcia. Stanęliśmy przed problemem finansowania – własne oszczędności były zbyt małe. Pomyśleliśmy o venture capital. W opracowaniu biznesplanu bardzo nam pomogli ludzie z MCI; włożyli w to bardzo dużo wysiłku. Opierając się na naszej wiedzy rynkowej i na tym, co obserwowaliśmy na rynkach zagranicznych stworzyliśmy całościowy projekt przedsięwzięcia biznesowego. Negocjacje weszły w bardzo zaawansowaną fazę. Zaczęliśmy szczegółowo przedstawiać nasz projekt i przekonaliśmy do tego całą kadrę inwestycyjną MCI. Nie wiem dokładnie z jakich powodów – chyba miało to związek z wchodzeniem MCI – na giełdę proces negocjacji nagle uległ spowolnieniu. Obawiając się, że MCI zrezygnuje z wejścia kapitałowego w Travelplanet.pl – także z powodu kryzysu na rynku internetowym, który już wówczas zaczął być widoczny – stwierdziliśmy, że pewnym rozwiązaniem dla nas jest rozpoczęcie negocjacji z innym partnerem, który mógłby alternatywnie sfinansować nasz projekt. Rozpoczęliśmy negocjacje ze spółką EasyNet należącą do Elektrimu i holenderskiej grupy Eastbridge. Spółka ta była bardzo zainteresowana naszym projektem i chciała go sfinansować. Rozpoczęły się negocjacje. Nam zależało jednakże, aby ostatecznie znaleźć płaszczyznę porozumienia z MCI, bowiem gwarantował on nam niezależność przedsięwzięcia, tzn. możliwość realizacji projektu w ramach odrębnej firmy. W EasyNet natomiast bylibyśmy tylko częścią dużej korporacji bez istotnych możliwości decyzyjnych. Mając perspektywę wyższego wynagrodzenia w EasyNet wybraliśmy jednak MCI. W październiku 2000 roku rada nadzorcza tej spółki zatwierdziła nasz projekt. Po dosyć długich i trudnych negocjacjach – w czym posiadanie drugiego wariantu finansowania nam pomogło – MCI z 91% pakietem akcji zostało dominującym inwestorem. To był koniec roku 2000. W grudniu zarejestrowaliśmy spółkę akcyjną Travelplanet.pl SA. Był to więc typowy start-up – od idei poprzez proces pozyskiwania kapitału doszliśmy do etapu zakładania firmy i przystąpiliśmy do realizacji projektu.

Z perspektywy czasu widzę, że decyzja o współpracy z MCI była dla nas optymalna. Dlaczego? W początkowym okresie my mieliśmy tylko wiedzę o rynku, o sektorze, byliśmy przedsiębiorcami, znaliśmy prawa rynku natomiast nie posiadaliśmy doświadczenia w zarządzaniu tego typu projektami. Tego zaczęliśmy się uczyć od MCI. Szczególnie korzystne dla rozwoju spółki było głębsze zaangażowanie się funduszu w nadzór właścicielski. Fundusz włożył do spółki łącznie prawie 3 mln zł kapitału z czego teraz prawie 7% należy do zarządu. Te trzy lata jakie upłynęły od inwestycji były nawet trudniejsze niż sam proces pozyskania kapitału. Zaczęliśmy budować przedsięwzięcie, którego celem było nie tylko zrealizowanie planu inwestycyjnego, ale również wykreowanie rynku. Trzeba bowiem pamiętać, że przez rok 2001 w Polsce nie było możliwości dokonania internetowej rezerwacji wycieczki. Musieliśmy bez środków na marketing wejść na ogólnopolski rynek, zbudować odpowiednią strategię i doprowadzić do osiągnięcia zakładanych poziomów sprzedaży – musieliśmy „wychować” rynek.

Od początku staraliśmy się być firmą bardzo przejrzystą, ujawnialiśmy nasze cele, nasze wyniki. Wszystkich wówczas interesował ten typ biznesu, a media w bardzo dużym stopniu pomogły nam zbudować pozytywny wizerunek spółki. Tego typu działania pomogły nam stworzyć przedsięwzięcie, które od samego początku cieszyło się zaufaniem klientów i partnerów biznesowych. Po początkowej euforii i bardzo udanym sezonie wakacyjnym roku 2001 nastął trudny okres. Inwestycje w infrastrukturę, w organizację pochłonęły znaczną część środków. Firma stanęła przed koniecznością restrukturyzacji. MCI już nie było skłonne dofinansowywać rozwoju spółek portfelowych. Wspólnie zaczęliśmy więc cały proces restrukturyzacji wychodząc od strony kosztowej, a kończąc na zarządzaniu strategicznym.

Obecnie jesteśmy największym internetowym biurem podróży w Polsce, a także pewnie w tej części Europy. Po trzech latach działania zmniejszyliśmy stratę do zera. W tym czasie sprzedaż spółki wzrosła kilkunastokrotnie. W pierwszym roku to było 0,6 mln zł, następnie prawie 3 mln, a w 2003 9,2 mln zł. W roku 2005 Travelplanet.pl zamierza trafić na warszawską giełdę, a pieniądze pozyskane z nowej emisji przeznaczyć na dalszą ekspansję, także zagraniczną.

Diagnosis Sp. z o.o. – strategia i konsekwencja

Piotr Okoński – współzałożyciel i wiceprezes zarządu

W roku 1997 założyłem w Gdańsku małą hurtownię, zajmującą się dystrybucją drobnego sprzętu medycznego do aptek i sklepów medycznych. Obecny mój wspólnik Adam Mocarski – którego poznałem na kongresie farmaceutycznym – prowadził podobną hurtownię w Białymstoku. W roku 1999 zdecydowaliśmy się połączyć nasze wysiłki tworząc jedną większą hurtownię obsługującą region Polski północno-wschodniej. Rok później sprzedaliśmy naszą hurtownię firmie z Warszawy, która była wówczas liderem w branży, ale równocześnie – na zasadzie kontraktu menedżerskiego – zaczęliśmy dla tej firmy pracować. Po dwóch latach mając nowy bagaż doświadczeń, szerszą perspektywę spojrzenia na biznes i kontakty zagraniczne podjęliśmy jednak decyzję o stworzeniu nowej, własnej firmy. Zdecydowaliśmy się na

kupienie niewielkiej – dopiero powstałej – spółki. Jej założyciel pracuje obecnie dla nas i ma także kilkuprocentowe udziały w Diagnosis.

Kapitalizacja firmy była niewielka, bo zaledwie ok. 100 tys. zł. Przez pierwszych kilka miesięcy roku 2003 – praktycznie do rozpoczęcia rozmów z funduszem venture capital – firma była w fazie ciągłej budowy. Udało się nam nawiązać kontakt z A&D Medical, japońskim producentem sprzętu medycznego i zaczęliśmy pracować nad wprowadzeniem ich produktów na polski rynek. Rozpoczęliśmy także rozmowy z firmą Biomercia – amerykańskim producentem testów diagnostycznych – oraz producentem urządzeń pomiarowych, japońską firmą TANITA. Wówczas też dojrzeliliśmy do tego, aby zacząć myśleć o budowaniu nie tylko firmy regionalnej, ale o zasięgu ogólnopolskim – chociaż w zasadzie od początku ten kierunek rozwoju był w naszych głowach.

Aby sfinansować te ambitne plany, potrzebowaliśmy kapitału. Dla banków byliśmy niewiarygodni – krótka historia oraz ujemny wynik. Zdecydowaliśmy się na nawiązanie kontaktu z funduszem venture capital. Wybór padł na Podlaski Fundusz Kapitałowy ze względów lokalizacyjnych (nasza firma ma siedzibę w Białymstoku), jak również na ich podejście do finansowania przedsięwzięć, dające nam pełną swobodę działania. W przekonaniu funduszu do nas bardzo nam pomógł profesjonalny biznesplan, który sami przygotowaliśmy. Pokazaliśmy w nim dokładnie naszą 5-letnią strategię rozwoju z wszystkimi wyliczeniami, planem marketingowym, szacunkami wartości rynków w poszczególnych produktach, pokazaniem, ile chcemy tego rynku zdobyć, analizą konkurencji itd. Rzetelność naszego biznesplanu spodobała się funduszowi. Przekonała ich także atrakcyjność branży i nasze kilkuletnie doświadczenie. Umowa inwestycyjna z funduszem przewidywała objęcie 33% udziałów za 150 tys. zł oraz pożyczkę w wysokości maks. do 650 tys. Sami równocześnie podnieśliśmy kapitał do 300 tys. zł. Finansowanie było uruchamiane w trzech transzach – pierwszą otrzymaliśmy w październiku 2003 r. Fundusz zaangażował się na 5 lat i zamierza się wycofywać etapami – pierwszy już za dwa lata. Zdecydowaliśmy, że najlepszym rozwiązaniem będzie odkupienie udziałów funduszu przez właścicieli. Fundusz kontroluje wykonanie biznesplanu mając w radzie nadzorczej swojego przedstawiciela (przewodniczący rady).

Dzięki wzmocnieniu kapitałowemu możemy się szybko rozwijać. Działamy na rynku profesjonalnego sprzętu medycznego dla klinik i gabinetów lekarskich, ale mamy także sprzęt medyczny do użytku domowego. Obecnie kładziemy bardzo duży nacisk na rozwój drugiej bardzo ważnej dla nas grupy produktowej, jaką są testy diagnostyczne do użytku domowego – są to testy ciążowe, owulacyjne, testy wczesnego wykrywania chorób układu pokarmowego. To bardzo obiecujący dla nas rynek. Wystarczy powiedzieć, że na początku roku sprzedawaliśmy zaledwie ok. 3000 testów miesięcznie, a obecnie ok. 30 tys. Nasz udział w rynku szacujemy już na 8–9%. Od początku tego roku notujemy znaczną dynamikę wzrostu sprzedaży. Pojawił się także zysk operacyjny, a zatrudnienie z początkowych kilku osób wzrosło do 16. Wzrosła też nasza wiarygodność wobec dostawców – kredyty kupieckie i odroczone terminy płatności mamy już prawie u wszystkich partnerów zagranicznych

– również banki zaczynają przychylnie spoglądać w naszą stronę. Planujemy już przeprowadzkę do nowego magazynu, bo obecny „pęka w szwach”.

Byliśmy pewni, że nasz pomysł na biznes jest dobry. Przekonaliśmy także do niego innych – venture capital. Uczestnictwo funduszu to olbrzymie wsparcie, ale także większa odpowiedzialność i dlatego cały czas myślimy o tym, aby być o krok przed konkurencją.

CF Helios S.A. – innowacyjność źródłem sukcesu

Tomasz Jagiełło – współzałożyciel i prezes zarządu

Na początku lat 90. zaraz po studiach prawniczych w Anglii rozpocząłem pracę w firmie zarządzającej kinami w centralnej Polsce. W kraju wówczas rozpoczął się proces prywatyzowania kin. Nie była to taka pełna, klasyczna prywatyzacja, bowiem wszystko sprowadzało się do znalezienia prywatnego dzierżawcy państwowego majątku, czyli całej infrastruktury kina (sala, sprzęt itd.). Generalnie obowiązywał taki model, że pojedyncze kina przejmowali ich „państwowi” kierownicy. My – tzn. założyciele Heliosa – postąpiliśmy inaczej, gdyż rozumieliśmy, że rozwiązanie „jeden właściciel – jedno kino” jest niewłaściwe. Od początku chcieliśmy stworzyć coś więcej niż „kino” – chodziło o biznes oparty o branżę kinową. W roku 1993 powstała spółka CF Helios założona przez 6 osób wyłącznie w oparciu o własne oszczędności. Kapitał, jaki posiadaliśmy, był bardzo mały, ale na szczęście biznes nie wymagał na początku dużych nakładów. Zaraz po zawiązaniu spółki pojechałem do Anglii na „praktykę”, aby zobaczyć, jak wygląda kinowy biznes od środka. Przez kilka dni obserwowałem pracę kina, stosowane procedury, metody zarządzania, wykorzystywany software itd. Zaczęliśmy do dwóch sal kinowych w Łodzi, ale szybko zaczęliśmy rozwijać biznes pozyskując kolejne sale w różnych miastach. Postawiliśmy też na nowoczesne zarządzanie: jako pierwsi w Polsce wprowadziliśmy karty lojalnościowe, skomputeryzowaliśmy firmę, wynajęliśmy informatyków, którzy specjalnie dla nas napisali oprogramowanie do zarządzania firmą, wprowadziliśmy możliwość rezerwowania biletów przez Internet. Cały czas jednak bazowaliśmy na mało nowoczesnej, niezbyt atrakcyjnej rynkowo infrastrukturze. W roku 1996 udało się nam nawiązać kontakt z łódzkim Regionalnym Funduszem Inwestycyjnym. Po niezbyt długich negocjacjach fundusz zasiłił nas kwotą 1,8 mln zł w zamian za 30% akcji spółki. To pozwoliło nam rozpocząć proces intensywnej modernizacji wszystkich kin: nowe fotele, nowy sprzęt, dobudowanie nowej sali w łódzkim „Bałtyku”, stworzenie kina w Kaliszu. Tym samym mogliśmy się przygotować na konkurencję ze strony kin wielocalowych, czyli tzw. multipleksów – których era właśnie wówczas się zaczynała. Wtedy też powstał pomysł, aby iść dalej i rozwinąć sieć własnych supernowoczesnych obiektów.

Po kilku latach fundusz wycofał się z inwestycji ze znacznym zyskiem poprzez tzw. umorzenie akcji. Jednak ponieważ my nadal potrzebowaliśmy kapitału na dalszą ekspansję, jego miejsce zajął inny fundusz venture capital (Nova Polonia), który w zamian za 10 mln euro objął 46% akcji. To pozwoliło nam na kolejny olbrzymi skok rozwojowy. Dzięki venture capital i własnemu wysiłkowi znaleźliśmy się

w czołówce tego sektora. Łącznie mamy 37 sal kinowych (11 sal w kinach tradycyjnych i 4 multiplexy). Pod względem liczby widzów zajmujemy 3 pozycję w kraju.

Wspólnie z funduszem poszukujemy obecnie najlepszego sposobu wyjścia dla venture capital. Najprawdopodobniej będzie to giełda. Sądzymy, że to będzie kolejny impuls rozwojowy, bo potencjał rynku nie został jeszcze wyczerpany.

ERATECH S.A. – obiecujący, ale trudny rynek

Krzysztof Wojciszyn – prezes zarządu

Spółka Eratech powstała w połowie 2000 roku. Był to typowy start-up, gdzie wszystko praktycznie zaczęło się od pomysłu. Pod koniec lat 90. kilka osób wywodzących się z przemysłu i branży utylizacyjnej zastanawiało się nad bardzo profesjonalnym podejściem do likwidacji szczególnie szkodliwych odpadów w oparciu o złożone linie technologiczne. W ówczesnych warunkach pomysł ten był niejako konsekwencją uważnej obserwacji struktury rynku „utylizacyjnego” i zmian, jakie na nim zachodziły. Sytuacja w tym sektorze była mniej więcej taka, że większość firm zajmujących się odpadami skupiała się na utylizacji tworzyw sztucznych, papieru, szkła czy szmat. Praktycznie nie było firm zajmujących się odpadami należącymi do kategorii „niebezpiecznych” (np. kwasy, rozpuszczalniki, emulsje). W roku 1996 pojawiła się ustawa regulująca gospodarkę odpadami i to dało początek pewnego rynku.

Prace nad pomysłem doprowadziły do powstania nawet spółki jawnej, ale nie podjęto działalności, bowiem brakowało kapitału. Po jakimś czasie projektem udało się zainteresować fundusz venture capital (PBK-Inwestycje). Powstała spółka, do której fundusz wniósł ponad 1,3 mln zł w zamian za 66% akcji. Pozostały kapitał to technologiczne know-how wniesione aportem przez założycieli. Przez blisko półtora roku trwał proces organizowania firmy. Zakupiono, wyremontowano i zaadaptowano hale produkcyjne na terenie dawnej łódzkiej Anilany. Następnie rozpoczął się montaż instalacji do utylizacji poszczególnych rodzajów zanieczyszczeń. Pod koniec 2001 roku, po uzyskaniu wszystkich niezbędnych pozwoleń, zaczęliśmy przyjmować pierwsze zlecenia.

Pierwsze dwa lata naszej działalności przyniosły bardzo zachęcające efekty – co roku nasze obroty wzrastały dwukrotnie; od początku 2004 roku zaczęliśmy osiągać zyski. Nasza pozycja na rynku nie jest jeszcze zbyt mocna, chociażby dlatego, że rynek jest bardzo chimeryczny i nieprzewidywalny. Sam rynek jest jednak olbrzymi. Przykładowo nasz udział w utylizacji świetlówek wynosi ok. 10–12%. Rocznie utylizuje się około 1 mln sztuk świetlówek, ale przecież na rynek „wchodzi” co roku około 14 milionów nowych świetlówek. Rynek niestety został ostatnio „popsuty” na skutek wprowadzenia zmian do wspomnianej ustawy o gospodarce odpadami. Spowodowała ona, że na rynku pojawiło się wiele firm nierzetelnych. Dodatkowo wyrosła nam konkurencja, bowiem zezwolono na spalanie niektórych niebezpiecznych zanieczyszczeń w piecach przemysłowych. Wiele firm z tego korzysta, bo jest to bardzo tanie i często dobre paliwo (kaloryczne). Te zmiany w funkcjonowaniu rynku odbiły się znacznie na naszych obrotach, ale sądzymy, że sytuacja jednak się unormuje.

19. Zakończenie

Tak w dużym uproszczeniu wygląda – trwające czasem kilka lat – spotkanie przedsiębiorcy z venture capital. Na tych kilkudziesięciu stronach staraliśmy się proces ten opisać jak najbardziej przystępnie, pokazując najważniejsze dla przedsiębiorcy momenty. Punkt ciężkości staraliśmy się położyć na zagadnienia dotyczące finansowania bardzo wczesnych faz rozwoju biznesu – seed i start up. Opracowanie nie wyczerpuje oczywiście wszystkich kwestii związanych z venture capital, gdyż nie taki był jego cel. Warto jednak, aby zainteresowanie przedsiębiorców tym tematem nie kończyło się na niniejszej lekturze. Konieczność dobrego – choć ogólnego – orientowania się w świecie finansów jest obecnie warunkiem powodzenia każdego przedsięwzięcia. Mając już w Polsce spore zaplecze finansowe – banki, giełdę, inwestorów instytucjonalnych, rynek inwestorów prywatnych – trzeba więc wiedzieć, jaka jest charakterystyka tych źródeł, do czego się one najbardziej nadają, jak do nich dotrzeć i współpracować. Jeśli więc tematyka venture capital kogoś zainteresowała, zachęcamy do sięgnięcia po inne opracowania, do śledzenia źródeł internetowych i wydarzeń branżowych. Ta inwestycja w wiedzę na pewno się opłaci.

Venture Capital w Internecie

Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych (PSIK) www.psik.org.pl

Strona internetowa działająca od roku 2002 stowarzyszenia skupiającego większość działających w kraju firm zarządzających funduszami venture capital i private equity. Strona zawiera podstawowe informacje o stowarzyszeniu i jego członkach oraz dane statystyczne na temat rynku polskiego.

Polska Sieć Aniołów Biznesu (PolBAN) www.polban.pl

Powstałe w roku 2003 stowarzyszenie stawiające sobie za cel promowanie rynku prywatnych inwestorów kapitałowych. Strona zawiera podstawowe informacje o rynku business angels na świecie. Na stronie znajduje się także serwis służący kojarzeniu projektów z inwestorami.

www.venture-capital.pl

Najstarsza w Polsce prywatna witryna internetowa poświęcona zagadnieniom rynku venture capital i business angels.

European Venture Capital & Private Equity Association www.evca.com

Działające od roku 1983 ponadnarodowe stowarzyszenie promujące rynek venture capital. EVCA skupia obecnie kilkanaście organizacji narodowych oraz ok. kilkuset członków zwyczajnych i stowarzyszonych. EVCA prowadzi szeroką działalność informacyjną, szkoleniową i promocyjną. Jest także bardzo aktywna w dialogu z Komisją Europejską na temat regulacji rynku equity. Strona stowarzyszenia oferuje szeroki zakres informacji poczynając od informacji prasowych, biuletynu kwartalnego, zapowiedzi konferencji i szkoleń oraz różnych publikacji tematycznych.

VC Experts <http://vcexperts.com/>

Strona oferująca szereg ciekawych produktów edukacyjnych i informacyjnych, w tym przede wszystkim obszerną encyklopedię venture capital i private equity. Niestety dostęp do tych produktów jest odpłatny; strona redagowana jest w języku angielskim.

National Association of Seed and Venture Funds – www.nasvf.org

Strona powstałego w roku 1997 amerykańskiego stowarzyszenia skupiającego praktyków oraz organizacje działające na rzecz rozwoju finansowania lokalnej przedsiębiorczości poprzez fundusze załączkowe (seed funds) czy publiczne fundusze venture capital. Celem stowarzyszenia jest wymiana doświadczeń poprzez coroczne spotkania, organizację grup dyskusyjnych, newsletter, czy programy szkoleniowe. Stowarzyszenie stara się też działać na arenie międzynarodowej.

PrivateEquityOnline.com – www.privateequityonline.com

Jeden z najpopularniejszych wortalii internetowych poświęconych rynkowi private equity i venture capital na świecie (darmowy newsletter z bieżącymi informacjami z rynku).

Venture Economics – www.ventureeconomics.com

Olbrzymi serwis internetowy oferujący (niestety najczęściej odpłatny) dostęp do informacji o rynku venture capital.

Słowniczek podstawowych terminów

Audyt

Zbiór różnorodnych działań mających służyć weryfikacji określonych obszarów działania spółki. Najczęściej pojęcie audytu jest odnoszone do weryfikacji sprawozdań finansowych. Można jednak także mówić np. o audycie prawnym (wskazanie ryzyk związanych z posiadanymi tytułami własności do majątku produkcyjnego, nieruchomości, roszczeniami osób trzecich itd.), audycie środowiskowym (badanie wpływu przedsiębiorstwa na środowisko celem oszacowania związanych z tym ryzyk i wszelkich obecnych i przyszłych kosztów), audycie technologicznym itd. Audyty tematyczne stanowią na ogół element badania due diligence.

Business Angel – anioł biznesu, prywatny inwestor kapitałowy

Osoba, która prawie w sposób zawodowy zajmuje się inwestowaniem własnych oszczędności w dynamicznie rozwijające się przedsiębiorstwa. Inwestor taki angażuje się w przedsiębiorstwo nabywając jego akcje/udziały, które po upływie kilku lat są odsprzedawane (lub umarzone). Inwestycje takie dokonywane są przede wszystkim z pobudek finansowych, jakkolwiek wielu inwestorów wskazuje również na aspekty społeczne swojego działania (wsparcie dla nowego pokolenia przedsiębiorców, rozwój rodzinnych stron). Anioł biznesu na ogół zasiada w radzie nadzorczej firmy wspierając jej zarząd swoją wiedzą i kontaktami. W roli aniołów biznesu występują najczęściej przedsiębiorcy, menedżerowie, doradcy finansowi. Rynek aniołów biznesu najbardziej rozwinięty jest w Wielkiej Brytanii.

Buy back – odkupienie akcji/udziałów przez spółkę, umorzenie

Sposób zakończenia inwestycji przez fundusz polegający na skupieniu przez spółkę akcji/udziałów należących do funduszu i umorzenie ich.

Buy out – ang. wykupienie, wykup

Rodzaj operacji finansowej bardzo chętnie finansowanej przez fundusz private equity, jak również banki, polegającej na kupieniu przez zespół menedżerski od dotychczasowych właścicieli pakietu kontrolnego akcji/udziałów w firmie. Istnieje szereg rodzajów transakcji wykupów w zależności od tego, jak one są finansowane i jaki jest skład zespołu menedżerskiego (menedżerowie pracujący w firmie lub nie).

Corporate Venturing – inwestycje kapitałowe korporacji, korporacyjny venture capital

Inwestycje kapitałowe o charakterze venture capital (czyli zakup na ogół mniejszościowego pakietu akcji/udziałów) dokonywane przez duże przedsiębiorstwa (korporacje) w powstające lub istniejące już mniejsze firmy.

Delaware

Jeden z najmniejszych stanów amerykańskich słynący z posiadania niezwykle korzystnych regulacji sprzyjających zakładaniu i sprawnemu działaniu funduszy inwestycyjnych i w ogóle korporacji. Delaware słynie też z niezwykle sprawnego sądow-

nictwa gospodarczego. Spora część funduszy private equity działających w Polsce jest zarejestrowana w Delaware. Stan ten mylnie jest czasem określany rajem podatkowym.

Due diligence – badanie spółki, analiza spółki, badanie z dochowaniem należytej staranności

Jeden z podstawowych terminów związanych z procesem przygotowania inwestycji. Oznacza niezwykle szczegółowe badanie wszystkich istotnych aspektów funkcjonowania przedsiębiorstwa, w które zamierza zainwestować fundusz, tj. gospodarki finansowej spółki, stanu majątkowego, statusu prawnego majątku i nieruchomości, oddziaływania przedsiębiorstwa na środowisko, występowanie ukrytych zobowiązań, stosowanych technik i technologii produkcyjnych. Proces *due diligence* ma doprowadzić do oszacowania wszystkich ryzyk, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją funduszu.

Equity

Zwrot bardzo ogólny, w żargonie inwestorów oznaczający finansowanie bazujące na kapitale akcyjnym/udziałowym (czasem mówi się też o kapitale właścicielskim). Używa się go dla podkreślenia odmienności od finansowania opartego na długu (np. kredyt bankowy). W pewnym zakresie equity może też być synonimem pojęcia venture capital czy private equity.

Exit – dezinwestycja, wyjście z inwestycji, zakończenie inwestycji

Wycofanie się funduszu z inwestycji. Następuje na ogół po około 3–7 lat od rozpoczęcia inwestycji. Akcje lub udziały będące w posiadaniu funduszy są wówczas sprzedawane lub umarzone (odkupywane przez spółkę) tak, aby możliwe było co najmniej odzyskanie zainwestowanego kapitału. Podstawowe warunki dezinwestycji na ogół określone są już w momencie jej rozpoczynania. Istnieje szereg sposobów realizacji dezinwestycji: sprzedaż inwestorowi strategicznemu, sprzedaż menedżerom lub dotychczasowym właścicielom/założycielom, sprzedaż akcji na giełdzie, umorzenie akcji/udziałów. Wycofanie może nastąpić także w związku z niezrealizowaniem planu inwestycyjnego i nieosiągnięciem zakładanego wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Firma zarządzająca

Fundusz venture capital czy private equity to pewien byt prawny służący do zgromadzenia kapitału od inwestorów. Fundusz na ogół jest zarządzany przez oddzielny podmiot czyli firmę zarządzającą. To ona dokonuje selekcji projektów inwestycyjnych, przygotowania transakcji itd. Za te czynności firma zarządzająca pobiera wynagrodzenie od inwestorów. Faktycznie więc przedsiębiorca poszukujący kapitału styka się z firmą zarządzającą działającą w imieniu funduszu.

Milestones – ang. kamienie milowe, etapy

Określenie oznaczające te punkty (etapy) planu inwestycyjnego, po osiągnięciu których następuje uruchomienie przez fundusz kolejnej rundy (transzy) finansowania przedsięwzięcia.

Private equity – prywatny kapitał inwestycyjny, prywatne equity

Hasło to ma praktycznie takie samo ekonomiczne znaczenie, jak venture capital, z tą niewielką różnicą, że jest to inwestycja w bardziej dojrzałe przedsiębiorstwa.

Rozwodnienie – ang. dilution

Zmniejszenie udziału któregoś z akcjonariuszy/udziałowców we własności spółki na skutek emisji akcji (lub innych papierów wartościowych), w której objęciu ten akcjonariusz/udziałowiec nie uczestniczy. Rozwodnienie powoduje osłabienie pozycji danego akcjonariusza/udziałowca w spółce i z tego względu uznawane jest za zjawisko niekorzystne.

Seed – ang. ziarno, załączek

Określenie odnoszące się do bardzo wczesnego etapu rozwoju przedsięwzięcia kiedy jest ono jeszcze w fazie koncepcji, pomysłu. Mówi się więc o finansowaniu typu seed – finansowaniu badań, prac wdrożeniowych, analiz rynkowych itd., czyli działań prowadzących do powstania projektu inwestycyjnego który można przekształcić w biznes, jak też o seed funds (fundusze załączkowe) – czyli o funduszach venture capital specjalizujących się w tego typu finansowaniu.

Start-up – ang. założenie firmy, rozpoczęcie działania

Zwrot najczęściej odnoszący się do rozpoczęcia działalności gospodarczej. W kontekście venture capital oznacza to sfinansowanie powstania firmy.

Term sheet – lista warunków, warunki transakcji

Dokument podpisywany na wczesnym etapie negocjacji pomiędzy przedsiębiorcą a funduszem venture capital ustalający najważniejsze warunki realizacji wspólnej inwestycji (wycena spółki, warunki zawieszające transakcję, zasady zakończenia inwestycji, kompetencje kontrolne funduszu itd.). Większość zapisów term sheet jest rozwijana i precyzowana w umowie inwestycyjnej.

Trade sale – sprzedaż inwestorowi strategicznemu

Sprzedaż akcji/udziałów należących do funduszu venture capital (a często także i pozostałych akcji/udziałów należących do założycieli) innej firmie z danej branży (inwestor strategiczny).

Transza – runda, etap finansowania

Sposób udostępniania spółce środków finansowych przez fundusz w porcjach, partiach w zależności od zrealizowania konkretnego etapu inwestycji. Ma to zminimalizować ryzyko funduszu, że jego środki nie zostaną wykorzystane tak jak zakładano na skutek np. załamania się przedsięwzięcia.

Umowa o poufności

Dokument podpisywany przez przedsiębiorcę i fundusz przed przystąpieniem do analizy projektu inwestycyjnego. Umowa ta ma gwarantować przedsiębiorcy, że informacje udzielone funduszowi na temat działania i planów firmy nie zostaną wykorzystane przeciwko niej.

Venture capital – kapitał ryzyka, kapitał właścicielski

Forma finansowania polegająca na inwestycji w papiery wartościowe o charakterze udziałowym/właścicielskim przedsiębiorstw nie notowanych na giełdzie papierów wartościowych z zamiarem ich późniejszej odsprzedaży (tzw. exit) dla wycofania zainwestowanego kapitału i realizacji zysku (bądź minimalizacji strat). Zwrot venture capital jest też używany w połączeniu z wieloma innymi hasłami (np. rynek venture capital, fundusz venture capital itd.).

Wehikuł inwestycyjny

Zwrot, który w żargonie inwestorów oznacza formę prawną, jaką zastosowano do utworzenia funduszu venture capital lub private equity: chodzi tu więc o np. spółkę akcyjną, komandytową, limited partnership itd. Wybór wehikułu (formy prawnej funduszu) jest zagadnieniem niezwykle ważnym ze względu na konieczność „dopasowania” jej do uregulowań podatkowych, jakim poddani są poszczególni inwestorzy (mogący np. pochodzić z różnych krajów).

Umowa inwestycyjna

Podstawowy dokument regulujący wszelkie relacje finansowe i biznesowe pomiędzy funduszem a przedsiębiorcą.

Upublicznienie – wprowadzenie do obrotu publicznego, na rynek giełdowy

Wprowadzenie akcji spółki do obrotu publicznego, czyli uzyskanie możliwości handlowania nimi poprzez giełdę papierów wartościowych, jak i oferowania nowych emisji nieograniczonej liczbie nabywców. Warunkiem upublicznienia jest uzyskanie zgody Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, co następuje po spełnieniu określonych warunków.

Literatura

- Frąckowiak Waldemar (red.), Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 1998.
- Kiedrowski Jakub, Specyfika umów inwestycyjnych private equity/venture capital, miesięcznik „*Nasz Rynek Kapitałowy*”, nr 7/2004 str. 54–59.
- Kornasiewicz Alicja, Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2004.
- Lewandowski Robert, Znaczenie i funkcja badania „due diligence” w ramach sprzedaży przedsiębiorstwa, „*Monitor Prawniczy*” 6/2004.
- Sierant Artur, Jak zostać spółką giełdową? Fundacja Edukacji Rynku Kapitałowego, Warszawa 2003.
- Sobańska Katarzyna, Sieradzan Piotr, Inwestycje private equity/venture capital, wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004.
- Sójka Tomasz, Umorzenie akcji, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 2004.
- Tamowicz Piotr, Rynek kapitału ryzyka w Polsce. Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, Gdańsk 2003.
- Węclawski Jerzy, Venture Capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw. PWN 1997.
- Wrzesiński Michał, Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO). K.E. Liber, 2000.

Załączniki

Załącznik 1. Przykład streszczenia propozycji inwestycyjnej

Streszczenie propozycji inwestycyjnej opracowane przez kierownictwo firmy „Bezpieczna jazda” dla zarządu funduszu venture capital „Kapitał bez granic”

Podsumowanie

Firma „Bezpieczna jazda” powstała trzy miesiące temu i jest jedynym w kraju producentem systemów kontroli bezpieczeństwa pojazdów kołowych oraz zdalnych sterowników bezpieczeństwa. Oba urządzenia posiadają unikalną konstrukcję decydującą o ich wysokiej niezawodności i niskim koszcie produkcji. W związku z oczekiwanym dynamicznym rozwojem rynku na systemy bezpieczeństwa pojazdów kołowych firma planuje rozbudowę swoich mocy produkcyjnych oraz budowę kanałów sprzedaży, tak aby w perspektywie roku 2010 w pełni nasycić rynek. Firma poszukuje na te cele finansowania na kwotę 1,5 mln zł.

Ludzie i firma

Firma jest spółką z o.o. i została utworzona przez jedną osobę, która niedawno odsprzedała łącznie 10% udziałów czterem innym osobom, z którymi stale współpracuje. Trzech spośród obecnych udziałowców jest związanych z sektorem informatycznym, z czego dwie osoby przez kilka lat prowadziły własne firmy. Pierwotny założyciel przez trzy lata kierował zespołem wynalazców w firmie „Cosmos” (USA). Powstanie firmy zostało sfinansowane z własnych oszczędności założyciela. Firma uzyskała też niewielki kredyt za poręczeniem z lokalnego funduszu gwarancyjnego. Obecnie firma podzielona jest na dwa wydziały: projektowanie, produkcja i kontrola jakości oraz sprzedaż, promocja, finanse. Firma ulokowana jest w miejscowości Glonek i zatrudnia oprócz udziałowców jeszcze 2 osoby.

Produkt i biznes

Firma dysponuje dwoma produktami „system_1” i „sterownik_1”, z których ten ostatni jest produkowany w dwóch wersjach (a i b) w zależności od sposobu zastosowania. Produkty te uzyskały prestiżowe wyróżnienie na międzynarodowej wystawie w USA. Produkt „system_1” jest przeznaczony do montażu w samochodach osobowych i pełni rolę układu odbiorczo-sterującego parametrami ruchu pojazdu (prędkość, położenie względem drogi). Produkt „sterownik_1” jest przeznaczony do montażu na skrajni drogi, np. na słupach znaków drogowych lub też może być wbudowywany w nawierzchnię drogi, np. miejscu rozgraniczenia pasów ruchu (np. linia ciągła). Działanie „sterownika_1” polega na wysyłaniu impulsów odbieranych przez „system_1” i korygowaniu parametrów ruchu samochodu. Pojawienie się produktów naszej firmy zrewolucjonizuje bezpieczeństwo w ruchu drogowym. Montaż tych urządzeń w pełni wymusi na kierowcach przestrzeganie przepisów ruchu drogowego, w tym w szczególności znaków ograniczenia prędkości i zakaz przekraczania linii ciągłej. Masowym zakupem i stosowaniem w pojazdach tych urządzeń zainteres-

sowały się towarzystwa ubezpieczeniowe licząc na spadek liczby wypadków i kolizji a tym samym możliwość obniżki składek ubezpieczeniowych. Obecnie trwają prace nad nowymi wersjami obu produktów do samochodów ciężarowych i innych pojazdów kołowych. Oba produkty są bezpieczne dla środowiska i posiadają stosowne atesty. Oba produkty będą dostarczane bezpośrednio do salonów samochodowych za pośrednictwem trzech ponadregionalnych specjalnych centrów informacyjno-promocyjnych, nad koncepcją których obecnie pracujemy.

Stan zaawansowania projektu

Oba produkty są objęte ochroną patentową i mają postać produktów w pełni gotowych i nadających się do obrotu rynkowego. Posiadają one stosowne certyfikaty bezpieczeństwa i spełniają odpowiednie normy międzynarodowe. Pierwsza sprzedaż rynkowa – w oparciu o dwie linie produkcyjne – została uruchomiona dwa miesiące temu. Dwa inne produkty są w fazie końcowych testów na prototypach. Faza ta zostanie zakończona w ciągu najbliższych 3 miesięcy, a doprowadzenie do postaci produktów gotowych do obrotu zajmie dalsze 5 miesięcy.

Pozycja rynkowa

Rynek na produkty oferowane przez firmę jest w początkowej fazie rozwoju i nie ma jeszcze ukształtowanej struktury. Z posiadanych danych wynika, że jesteśmy jedynym producentem w regionie i kraju. Nie mamy bliższych informacji na temat konkurentów zagranicznych, ale jest mało prawdopodobne, aby były to duże firmy. Wielkość rynku w ocenie ekspertów to około 16 mln pojazdów samochodowych i ciągników, z czego samych samochodów osobowych jest ok. 11 mln. Znaków drogowych, na których można montować sterownik_1 jest co najmniej kilkanaście milionów sztuk. Obecny udział firmy w rynku jest bardzo mały i nie daje się oszacować. Firma ma obecnie podpisane dwie umowy, a dwie są negocjowane na sprzedaż o łącznej wartości 15 mln zł. Wprowadzenie nowych produktów może zaowocować podpisaniem kolejnych dwóch kontraktów, co zostało już wstępnie ustalone z potencjalnymi kontrahentami.

Strategia

Firma obecnie pracuje nad sformułowaniem 5-letniej strategii rozwoju, opierającej się na dwóch kierunkach działań. Pierwszy kierunek to zwiększenie zdolności sprzedażowej poprzez budowę kanałów dystrybucji, budowę relacji z klientami oraz intensywną promocję i reklamę. Firma zamierza też otworzyć swoje przedstawicielstwo za granicą w celu nawiązania współpracy z największymi europejskimi producentami samochodów. Drugi kierunek to zwiększenie funkcjonalności obu produktów oraz wprowadzenie na rynek dwóch nowych, a także pełna automatyzacja procesu produkcji (zmniejszenie kosztów jednostkowych o 30%).

Ostatnie osiągnięcia

W ciągu ostatnich dwóch miesięcy udało się rozpocząć negocjacje z gminą ABC oraz DFG nad instalacją sterowników na terenie obu gmin. Firma zakończyła także proces wdrażania systemu kontroli jakości i przystąpiła do audytu certyfikacyjnego.

Uruchomiono także korporacyjną stronę internetową oraz rozpoczęto wydawanie elektronicznego newslettera.

Załącznik 2. Przykład umowy o zachowaniu poufności

Umowa zawarta w dniu pomiędzy spółką akcyjną działającą pod firmą „Mam pomysł” zarejestrowaną pod numerem KRS 00001 reprezentowaną przez zwaną dalej spółką, a firmą zarządzającą funduszem venture capital „Mam kapitał”. W związku z podjęciem przez strony umowy negocjacji w sprawie realizacji wspólnej inwestycji kapitałowej ustala się co następuje:

Par. 1. Fundusz zobowiązuje się wszelkie informacje – w tym w szczególności plany inwestycyjne, biznesplany, projekcje finansowe, sprawozdania finansowe, raport zarządu, raporty z prowadzonych prac badawczych i wdrożeniowych – otrzymane w formie papierowej, elektronicznej lub ustnej ze spółki lub od osób działających w jej imieniu traktować jako poufne, tzn. nie ujawniać ich w żaden sposób osobom innym niż działającym w imieniu funduszu, chyba że obowiązek ujawnienia tych informacji wynika z przepisów prawa, o czym spółka powinna być niezwłocznie powiadomiona.

Par. 2. Powyższe zobowiązanie nie dotyczy informacji, które są publicznie dostępne lub są uzyskane zgodnie z prawem.

Par. 3. Wszelkie informacje uzyskane od spółki zostaną wykorzystane przez fundusz wyłącznie celem dokonania oceny zasadności realizacji inwestycji.

Par. 4. Fundusz zobowiązuje się zapewnić bezpieczeństwo informacji uzyskanych od spółki, a przechowywanych przez fundusz w postaci papierowej, elektronicznej lub na jakimkolwiek innym nośniku oraz wyczerpująco powiadomić spółkę o każdej sytuacji naruszenia bezpieczeństwa informacji.

Par. 5. W przypadku wycofania się którejkolwiek ze stron z dalszych negocjacji lub na wniosek spółki fundusz niezwłocznie zniszczy lub zwróci spółce wszelkie informacje, w jakich posiadanie wszedł od momentu podpisania niniejszej umowy.

Par. 6. Spółka ma prawo dochodzić odszkodowania za naruszenie warunków niniejszej umowy na drodze sądowej. Wszelkie spory i roszczenia z tytułu niniejszej umowy będą rozstrzygane przez sąd właściwy dla siedziby spółki.

Par. 7. Postanowienia niniejszej umowy wygasają z dniem

Par. 8. Wszelkie zmiany w niniejszej umowie wymagają formy pisemnej pod rygorem nieważności.

Par. 9. Umowę sporządzono w dwóch jednobrzmiących egzemplarzach.

Załącznik 3. Przykładowa struktura umowy inwestycyjnej

1. Określenie stron umowy
2. Oświadczenia i zapewnienia
 - a) oświadczenia wspólników/właścicieli co do posiadanych udziałów/ackji
 - b) oświadczenia w sprawie działalności spółki
 - c) oświadczenia w sprawie zakresu i rzetelności ujawnionych informacji biznesowych
 - d) oświadczenia w sprawie rzetelności dokumentacji finansowej
 - e) oświadczenia w sprawie posiadanych lub rozporządzanych przez spółkę praw własności przemysłowej i intelektualnej (patenty, znaki towarowe, wzory użytkowe itd.)
 - f) oświadczenia w sprawie posiadanych aktywów
 - g) oświadczenia w sprawie pasywów spółki
 - h) oświadczenia w sprawie postępowań sądowych
 - i) oświadczenia w sprawie postępowań przeciwko członkom zarządu
 - j) oświadczenia w sprawie zaległości podatkowych
3. Struktura transakcji (*equity*)
 - a) zwołanie walnego zgromadzenia wspólników/akcjonariuszy
 - b) wielkość i sposób objęcia/nabycia akcji/udziałów przez fundusz
 - c) inne niezbędne uchwały walnego zgromadzenia
 - d) zabezpieczenie wpływów z emisji do momentu jej rejestracji
 - e) pozostałe transe finansowania i warunki ich uruchomienia
4. Struktura transakcji (dług)
 - a) warunki udzielenia spółce pożyczki
 - b) warunki nabycia obligacji spółki
5. Sposób wykorzystania środków wniesionych przez fundusz
6. Obowiązki sprawozdawcze spółki wobec funduszu
7. Ustalenia w sprawie dywidendy płaconej przez spółkę
8. Ustalenia w sprawie sposobu zbycia akcji/udziałów spółki
9. Ustalenia w sprawie zakazu podejmowania działań konkurencyjnych wobec spółki
10. Odpowiedzialność wspólników/akcjonariuszy z tytułu złożenia nieprawd-
wych „oświadczeń i zapewnień” oraz naruszenia umowy inwestycyjnej
11. Ustalenia w sprawie podziału kosztów wejścia funduszu do spółki
12. Załączniki (projekty uchwał, regulaminów rady nadzorczej/komisji rewizyjnej,
spisy aktywów, własności niematerialnych i prawnych, zobowiązań, dokumen-
tacja finansowa, projekty kontraktów menedżerskich, projekcje finansowe itd.)

Załącznik 4. Przykładowa zawartość umowy inwestycyjnej w części dotyczącej tzw. oświadczeń i zapewnień

§ 1

1. Akcjonariusze oraz pan ZZ jako członek zarządu Spółki, oświadczają że na dzień zawarcia umowy inwestycyjnej akcjonariusze są właścicielami(słownie) akcji Spółki o wartości nominalnej zł każdy, które stanowią 100,00% jej kapitału zakładowego. I tak:
 - 1) pan XX jest właścicielem (słownie:) akcji,
 - 2) pani YY jest właścicielem(słownie:) akcji,
 - 3) pan ZZ jest właścicielem (słownie:) akcji,
2. Każdy z akcjonariuszy z osobna zapewnia, że posiadane przez niego akcje nie są obciążone prawami osób trzecich i przysługuje mu prawo do głosowania na zgromadzeniu akcjonariuszy Spółki.
3. Każdy z akcjonariuszy w swoim imieniu oświadcza, że z zastrzeżeniem postanowień umowy inwestycyjnej, nie została i nie zostanie do dnia albo do dnia rejestracji zmian w umowie Spółki oraz podwyższenia jej kapitału zakładowego zgodnie z uchwałami, o których mowa w §.....podpisana żadna umowa lub przyrzeczenie zawarcia takiej umowy, której wykonanie skutkowałoby lub mogło skutkować przeniesieniem po dniu zawarcia Umowy inwestycyjnej własności akcji Spółki przez któregokolwiek z akcjonariuszy na osobę trzecią, bądź w inny sposób spowodować zmianę w strukturze własności Spółki.
4. XX, YY i ZZ jako akcjonariusze Spółki oświadczają, że na dzień zawarcia umowy inwestycyjnej:
 - 1) nie są stroną postępowania sądowego w sprawie cywilnej, gospodarczej, karnej, karno-skarbowej lub administracyjnej, której przedmiot rozstrzygnięcia miałby jakikolwiek wpływ na ich prawa jako właścicieli Spółki;
 - 2) według ich najlepszej wiedzy, nie zachodzą żadne przesłanki, ani podstawy do wszczęcia przeciwko nim takich postępowań, których rozstrzygnięcie zobowiązywałoby ich do wypłacenia odszkodowań;
 - 3) według ich najlepszej wiedzy nie istnieją żadne fakty mogące prowadzić do wszczęcia przeciwko nim postępowań, o których mowa pod punktem „1” i „2”;
 - 4) żadne z nich jako osoba fizyczna nie posiada istotnych zobowiązań finansowych wobec jakichkolwiek podmiotów poza tymi, które ujęte zostały w załączniku nr ... do umowy inwestycyjnej;
 - 5) żadne z nich jako osoba fizyczna nie zawarło umów poręczenia, ani też w żaden inny sposób nie zobowiązało się do odpowiedzialności za zobowiązania osób trzecich, z wyjątkiem wymienionych w załączniku nr ... do umowy inwestycyjnej;

- 6) żadne z nich nie ma żadnych praw lub korzyści, z jakiegokolwiek działalności, która nie została zadeklarowana przez nich w załączniku nr ..., na którą Spółka wyraziła zgodę, a która stanowiłaby działalność konkurencyjną w stosunku do przedmiotu działalności Spółki.

Działalność Spółki

§ 2

1. XX, YY i ZZ jako akcjonariusze Spółki oraz ZZ jako członek Zarządu Spółki zapewniają, że nie są im znane żadne fakty wynikające z działalności Spółki, które mogą spowodować uniemożliwienie lub istotne ograniczenie lub utrudnienie jej dotychczasowej działalności.
2. XX, YY i ZZ jako akcjonariusze Spółki oraz ZZ jako członek Zarządu Spółki oświadczają, że zgodnie z ich wiedzą:
 - 1) Spółka nie prowadzi działalności, która byłaby sprzeczna lub niezgodna z przedmiotem jej działalności objętym wpisem do Krajowego Rejestru Sądowego lub udzielonymi koncesjami, czy zezwoleniami,
 - 2) Spółka nie zawarła umów poręczenia, ani w żaden inny sposób nie zobowiązała się do odpowiedzialności za zobowiązania osób trzecich, jak również nie ma innych zobowiązań pozabilansowych, za wyjątkiem zobowiązań wymienionych w załączniku nr ... do umowy inwestycyjnej,
 - 3) w okresie od dnia r. do dnia zawarcia umowy inwestycyjnej, Spółka nie dokonała żadnych rozporządzeń własnym majątkiem, ani też nie zaciągnęła żadnych istotnych zobowiązań ponad te które wynikają z normalnego toku prowadzenia działalności gospodarczej, za wyjątkiem tych wymienionych w załączniku nr ... do umowy inwestycyjnej, a także nie spowodowała żadnych szkód w majątku osób trzecich, które mogłyby rościć odpowiedzialność odszkodowawczą Spółki,

Pełne i dokładne ujawnienie informacji

§ 3

1. XX, YY i ZZ jako akcjonariusze Spółki oraz ZZ jako członek Zarządu Spółki oświadczają, że zgodnie z ich wiedzą w materiałach przez nich przedstawionych funduszowi FF:
 - 1) w pełni, rzetelnie i dokładnie, przedstawiono funduszowi FF informacje dotyczące działalności Spółki oraz propozycji Spółki dotyczących realizacji projektów finansowanych przez inwestycję, o której mowa w umowie inwestycyjnej,
 - 2) w informacjach tych nie została pominięta żadna istotna okoliczność, która uczyniłaby takie ujawnienie niepełnym lub mogła wpłynąć na decyzję funduszu FF o inwestowaniu zgodnie z warunkami umowy inwestycyjnej,

- 3) wszystkie informacje, oświadczenia i sprawozdania przedstawione w tych materiałach, są prawdziwe, zostały przez nich starannie rozważone, a ponadto są pod każdym względem dokładne, co do istotnych szczegółów.

Dokumentacja finansowa

§ 4

1. XX, YY i ZZ jako akcjonariusze Spółki oraz ZZ jako członek Zarządu Spółki oświadczają, że zgodnie z ich wiedzą:

- 1) bilans na dzień r., zamieszczony w załączniku nr ..., oraz księgi rachunkowe Spółki są zgodne z wymogami umowy Spółki oraz standardami profesjonalnej rachunkowości i standardami określonymi w przepisach podatkowych:
 - a) dają rzetelny i jasny pogląd na stan aktywów i pasywów oraz wyników Spółki na datę ich przygotowania,
 - b) na wyniki finansowe oraz poziom sprzedaży Spółki nie ma wpływu żadna nadzwyczajna lub wyjątkowa pozycja.
- 2) w pełni na piśmie ujawnili funduszowi FF wszelkie fakty zaistnienia – od daty sporządzenia dokumentacji finansowej do daty zawarcia umowy inwestycyjnej – jakichkolwiek okoliczności dotyczących:
 - a) niekorzystnej zmiany w handlowej sytuacji Spółki, to jest takich, które doprowadziły lub mogą doprowadzić do znacznego zmniejszenia wyników sprzedaży Spółki,
 - b) dokonywania wypłat dywidendy lub innych wypłat z tytułu udziału w zyskach osób prawnych, za wyjątkiem wymienionych w załączniku nr ... do umowy inwestycyjnej,
 - c) niekorzystnej zmiany w aktywach i pasywach Spółki.

Własność Intelektualna

§ 5

XX, YY i ZZ jako akcjonariusze 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 inwestycyjnej.

Oświadczenie o sprawach sądowych

§ 6

1. XX, YY i ZZ jako akcjonariusze Spółki oraz ZZ jako członek Zarządu Spółki oświadczają, że zgodnie z ich wiedzą:
 - 1) nie jest prowadzone żadne istotne postępowanie oraz nie zachodzą podstawy do wytoczenia jakichkolwiek postępowań, których rozstrzygnięcie zobowiązałoby Spółkę do wypłacenia odszkodowań,
 - 2) nie są znane żadne fakty lub okoliczności, mogące prowadzić do powstania tego typu postępowań.

Aktywa Spółki

§ 7

XX, YY i ZZ jako akcjonariusze Spółki oraz ZZ jako członek zarządu Spółki oświadczają, że zgodnie z ich wiedzą Spółka jest jedynym właścicielem wszystkich aktywów zawartych w dokumentacji finansowej stanowiącej załącznik nr ... do umowy inwestycyjnej, z zastrzeżeniem aktywów wymienionych w tym załączniku jako nie będące własnością Spółki oraz z zastrzeżeniem zmian powstałych od Daty Sporządzenia Dokumentacji Finansowej do daty zawarcia umowy, a wynikających ze zwykłego zarządu. Aktywa te nie są obciążone żadnymi ograniczeniami, prawami rzeczowymi, zastawami, bądź innymi obciążeniami, roszczeniami (w tym poręczeniami lub innymi zabezpieczeniami ustanowionymi na istniejące lub przyszłe zobowiązania Spółki lub osób trzecich), za wyjątkiem zadeklarowanych w załączniku nr ... do umowy.

Pasywa Spółki

§ 8

1. XX, YY i ZZ jako akcjonariusze Spółki oraz ZZ jako członek zarządu Spółki oświadczają, że zgodnie z ich wiedzą na dzień zawarcia umowy:
 - 1) Spółka nie ma żadnych niespłaconych zobowiązań, ani też zobowiązań warunkowych, za wyjątkiem tych, które zostały uwidocznione w załączniku nr ... lub które zostały poniesione od Daty Sporządzenia Dokumentacji Finansowej stanowiącej załącznik nr ... zgodnie ze w zwykłym zarządkiem Spółką oraz zwykłym i właściwym trybem działalności,
 - 2) Spółka nie udzieliła żadnych gwarancji finansowych, poręczeń, nie ustanowiła zastawów lub hipotek celem zabezpieczenia istniejących, bądź przyszłych zobowiązań własnych lub osób trzecich, z wyjątkiem tych, które zostały uwidocznione w załączniku nr ... do umowy.

Osobiste zapewnienia członków Zarządu

§ 9

1. ZZ jako członek Zarządu Spółki oświadcza w stosunku do niego:
 - 1) nie było prowadzone postępowanie karne ani karno-skarbowe, które zostało zakończone prawomocnym orzeczeniem o wymierzeniu kary,
 - 2) nie zostało wydane żadne orzeczenie cywilne związane z pełnieniem przez niego funkcji członka zarządu Spółki,
 - 3) 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.
2. W przypadku, gdy oświadczenia wymienione w ust. 1 okażą się fałszywe, ten z członków Zarządu, którego oświadczenie okaże się fałszywe zapłaci na rzecz funduszu FF karę umowną w wysokości xxx (słownie: xxx) złotych w terminie yyy (słownie: yyy) dni od daty wysłania listem poleconym wezwania do zapłaty kary umownej W wezwaniu pod rygorem nieważności muszą być wskazane uprawdopodobnione podstawy żądania zapłaty kary umownej.

Odpowiedzialność z tytułu podatków i należności ZUS

§ 10

XX, YY i ZZ jako akcjonariusze Spółki oraz ZZ jako członek zarządu Spółki oświadcza, że zgodnie z ich wiedzą Spółka nie zalega z żadnymi należnościami podatkowymi oraz płatnościami na rzecz funduszu ubezpieczeń społecznych i że wszelkie rozliczenia z właściwym urzędem skarbowym prowadzone są na bieżąco.

Przestrzeganie przepisów prawa

§ 11

XX, YY i ZZ jako akcjonariusze Spółki oraz ZZ jako członek zarządu Spółki oświadcza, że w zakresie prowadzonej działalności gospodarczej działał i działa w dobrej wierze, przestrzegając i spełniając wszystkie wymagania prawa.

Załącznik 5. Przykład informacji wymaganych od spółki przez fundusz venture capital

Informacje rynkowe

1. Sprzedaż i ceny

Ilość, wartość sprzedaży i średnie ceny poszczególnych produktów oraz grup produktowych, procentowy udział sprzedaży produktu w obrocie, zestawienie cen poszczególnych produktów oraz całości produkcji w porównaniu z poprzednimi miesiącami, analiza marży na kosztach zmiennych produkcji. (Zestawienie w formie tabeli oraz komentarz).

2. Struktura sprzedaży produktów

Zestawienie miesięczne sprzedaży wg głównych odbiorców (osobno dla sprzedaży krajowej i eksportu). Zestawienie w formie tabeli oraz komentarz.

3. Informacje o sytuacji na rynku krajowym i potencjalnych klientach

4. Informacje o sytuacji na rynku międzynarodowym i potencjalnych klientach

5. Działania głównych konkurentów

Informacje o działalności operacyjnej

1. Produkcja

Ilość i wartość produkcji poszczególnych produktów oraz grup produktowych, średni koszt wytworzenia poszczególnych produktów, średni koszt wytworzenia jednostki produkcji, porównanie wielkości produkcji z planem, wydajność produkcji, jakość, inne (ewentualne problemy).

2. Informacje na temat głównych dostawców Spółki

3. Nakłady inwestycyjne projektu (stan realizacji)

Informacje, komentarz, zestawienia poniesionych nakładów inwestycyjnych, porównanie planowanych nakładów z faktycznie poniesionymi.

4. Zatrudnienie

Komentarz na temat obecnego zatrudnienia oraz ewentualnych zmian.

5. Inne działania operacyjne

Informacje o wynikach finansowych spółki

1. Sprzedaż

2. Koszty operacyjne

Zestawienie kosztów stałych produkcji oraz pozostałej działalności operacyjnej, analiza poszczególnych grup kosztowych w przeliczeniu na jednostkę produkcji.

3. Analiza marży na poszczególnych produktach

4. Stan należności handlowych

5. Toczące się sprawy sądowe

6. Zobowiązania wobec dostawców

7. Podsumowanie finansowe:

- Rachunek zysków i strat w miesiącu i narastająco w porównaniu z budżetem
- Bilans w kwartale miesiącu
- Rachunek przepływów pieniężnych (Cash flow) w danym miesiącu i narastająco.

Spis tabel

Tabela 1. Cechy charakterystyczne, podobieństwa i różnice omawianych form finansowania	10
Tabela 2. Oferta inwestycyjna oraz dane kontaktowe funduszy venture capital i private equity (członkowie PSIK).....	12
Tabela 3. Oferta venture capital w zakresie finansowania o charakterze seed i start up	13
Tabela 4. Jakie sektory cieszą się największą popularnością? (wartość inwestycji w mln euro)	14
Tabela 5. Najczęściej stosowane kryteria selekcji projektów inwestycyjnych	19
Tabela 6. Elementy składowe badania <i>due diligence</i>	38
Tabela 7. Wymogi, jakie musi spełniać spółka wg rynków notowań	52

Informacja o autorze

Piotr Tamowicz – doktor nauk ekonomicznych, absolwent Uniwersytetu Gdańskiego. Od roku 1990 związany zawodowo z Instytutem Badań nad Gospodarką Rynkową (IBnGR); obecnie także właściciel prywatnej firmy konsultingowo-badawczej. Laureat nagrody Fundacji Edukacyjnej Przedsiębiorczości za raport na temat rynku venture capital (rok 1995). Pomysłodawca Krajowego Forum Venture Capital – corocznej imprezy edukacyjno-promocyjnej organizowanej przez dziennik Puls Biznesu i IBnGR. Ekspert w zakresie tematyki *corporate governance* (tzw. nadzór korporacyjny). Współzałożyciel i redaktor serwisu internetowego poświęconego tym zagadnieniom (www.pfcg.org.pl). Współautor publikacji na temat *corporate governance* (pierwszy w Polsce dobrowolny kodeks *corporate governance*, Biała Księga i ranking *corporate governance*) oraz venture capital.

Recenzja „Venture capital – kapitał na start”

Ogólna ocena treści, formy i języka opracowania

Przygotowany poradnik ukazuje się w dobrym momencie, gdy zwiększają się możliwości zakładania lub rozwoju firm w Polsce, które wymagają istotnego wsparcia kapitałowego, ale także menedżerskiego. Związane jest to z rozszerzeniem się zakresu rynku, na którym mogą działać polskie firmy, w związku z członkostwem w UE. O ile na początku procesu transformacji w Polsce wystarczył niewielki kapitał dla założenia i zbudowania firmy, nawet na poziomie 1000 USD, to ta faza już minęła bezpowrotnie.

Opracowany poradnik dostarcza w sposób kompleksowy podstawowych informacji na temat wykorzystania funduszy wysokiego ryzyka, w tym przede wszystkim dla finansowania wydatków, które towarzyszą fazom wstępnym lub początkowym uruchamianych projektów biznesowych (fundusze typu seed i start up). W poradniku znajdują się informacje jak działają tego typu fundusze, jakie są mechanizmy (interesy) postępowania głównych uczestników tego typu transakcji, a także jakie są skuteczne warunki uzyskania dostępu do tych środków. Rozbudowane załączniki do tego opracowania tworzą solidną i wygodną platformę dla potencjalnych firm z sektora małych i średnich przedsiębiorstw zainteresowanych funduszami typu seed i start up.

W mojej ocenie recenzowany poradnik spełnia w wysokim stopniu wszystkie cele, jakie stawia się tego typu publikacjom: jest to profesjonalne i dojrzałe opracowanie, napisane prostym językiem, zawiera obiektywną ocenę warunków prawnych, ekonomicznych i menedżerskich korzystania z tego typu funduszy, podkreśla krytyczne elementy, jakie łączą się z tego typu transakcjami, przedstawia przykłady udanych przedsięwzięć tego typu. Pokazuje wszystkie najważniejsze wzory dokumentacji, jakie są niezbędne przy wykorzystaniu tego typu funduszy. Co ważne opiniowany poradnik nie ma charakteru opracowania teoretycznego, ani też nie jest napisany jednostronnie – wskazując tylko na pozytywne aspekty użycia tego typu metod finansowania działalności początkowej firm. Podkreśla się w poradniku wszelkie zagrożenia i bariery, co pozwala firmom uniknąć w przyszłości popełniania rażących błędów i wybrać formułę transakcji adekwatną do ich pozycji i specyfiki działania.

Prof. dr hab. Stanisław Kasiewicz
Katedra Analizy Działalności Przedsiębiorstwa
KNoP, SGH Warszawa

Recenzja poradnika „Venture capital – kapitał na start” autorstwa dr. Piotra Tamowicza

Poradnik „Venture capital – kapitał na start” autorstwa dr. Piotra Tamowicza spełnia kilka warunków – o których poniżej – które sprawiają, że warto go opublikować, rozpowszechnić i należy to zrobić możliwie najszybciej.

- Książka porusza tematykę niezwykle aktualną dla polskiej gospodarki, w szczególności małych i średnich przedsiębiorstw.
- W ramach Sektorowego Programu Operacyjnego – Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw przygotowuje się uruchomienie działania umożliwiającego powstawanie funduszy typu *seed capital*.
- Autor postawił sobie za zadanie stworzenie kompendium podstawowej wiedzy na temat mało powszechnej formy finansowania działalności gospodarczej, zwłaszcza w jej początkowej fazie.
- Poradnik dostarcza niezbędnych informacji umożliwiających poznanie zasad działania instrumentu finansowego, jakim jest *seed capital*.

Dr Piotr Tamowicz w bardzo dokładny, ale jednocześnie przystępny sposób przedstawił jeden z mało jeszcze popularnych w naszym kraju sposobów finansowania działalności gospodarczej, jakim jest *venture capital*. Przedstawione zostały zarówno podstawowe informacje teoretyczne, jak i wiele aspektów praktycznych związanych z tą formą pozyskiwania kapitału. Z punktu widzenia potencjalnego „kapitałobiorcy” szczególnie te właśnie, praktyczne aspekty będą miały ogromne znaczenie.

Zaprezentowane zostały wszystkie fazy działań, które należy wykonać, by wykorzystać możliwości, jakie daje finansowanie drogą *venture capital*. Przedstawiono szczegółowo pełen cykl poczynając od przygotowania propozycji inwestycyjnej, pierwszego kontaktu z funduszem, przez szczegółowy biznes plan, negocjacje i ustalenie warunków, następnie okres współpracy, aż po fazę końcową – wycofanie się funduszu ze spółki.

Poradnik dostarcza też podstawowych informacji na temat innych, jeszcze mniej popularnych w Polsce form finansowania, takich jak *corporate venturing* czy *business angels*.

Pragnę zwrócić uwagę na kilka istotnych elementów poradnika (zarówno w jego formie jak i treści). Autor odpowiednio tłumaczy trudne, niepopularne i nieznanne określenia, np. porozumienie kondycyjne, dzięki czemu czytelnik z jednej strony

może łatwo zrozumieć tę skomplikowaną materię, z drugiej zaś może przyswoić słownictwo, którym w przyszłości będą się posługiwali potencjalni reprezentanci funduszu. Dr Tamowicz często zwraca uwagę czytelnika na metody stosowane przez fundusz i np. jego taktyki negocjacyjne, pomaga zrozumieć intencję i pozycję funduszu, podkreślając choćby, że wniesienie kapitału niesie dodatkowe wartości – wsparcie w zarządzaniu, wzrost wiarygodności firmy itd.

Podkreślić należy bardzo rzetelne ujęcie pozycji obu stron, szczególnie w fazie wyceny przedsiębiorstwa i projektu. Może jedynie należałoby zwrócić uwagę na swego rodzaju mentalnościową barierę właścicieli firm, którzy nawet otrzymując od funduszu gotówkę mają opór przed dzieleniem się tym, co stworzyli „własnymi rękami”. Bardzo słusznie podkreślona została waga ustalenia warunków transakcji mających wpływ na wiele innych dokumentów i działań, często trudnych do zmiany w przyszłości. Czytelnie i rzetelnie autor zaprezentował rolę przedstawicieli funduszu w organach kontrolnych spółki. Przedstawiona dokładnie najtrudniejsza faza procesu, czyli zakończenie inwestycji i wyjście funduszu ze spółki pozwala zrozumieć, jaki jest prawdziwy cel funduszu. Wzrost wartości firmy jest wspólnym celem, zaś fundusz przy jego osiągnięciu oczekuje odpowiedniego zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Zaznaczyć też należy przytoczone bardzo trafne opinie doświadczonych ekspertów, pozwalające wzbudzić zaufanie potencjalnych klientów funduszu do tej formy finansowania. Ale chyba najważniejsze w przełamywaniu barier są zaprezentowane przykłady, w których istniejący partnerzy funduszu przedstawiają rzeczywistość współpracy. Przykłady są doskonale dobrane i zawierają szerokie spektrum aspektów praktycznych związanych z tą formą finansowania działalności gospodarczej.

Pragnę jednak wspomnieć o kilku elementach, które być może w jeszcze większym stopniu spowodowałyby, że czytający poradnik nabrałby jeszcze większego przekonania do *venture capital*. Sądzę na przykład, że można jeszcze bardziej uwypuklić fakt, iż *venture capital* jest jak małżeństwo – jeśli dzieje się dobrze, to obu stronom związku, jeśli zaś są kłopoty, to obie w nich uczestniczą i wzajemnie się wspierają. Fundusz bowiem oczekuje wysokich zysków, ale nie tylko dla siebie. Zwróciłbym też być może większą uwagę czytelnika na analizę SWOT, bo w wielu przypadkach w skróconej analizie wstępnej fundusz bazuje właśnie na niej. Bazując na własnych doświadczeniach podkreśliłbym także, że relacje „swoi – obcy”, o których pisze autor poradnika, zazwyczaj nabierają znaczenia w sytuacji, kiedy nie realizuje się zakładanych planów i nie osiąga efektów.

Podsumowując należy stwierdzić, że poradnik „*Venture capital – kapitał na start*” autorstwa dr Piotra Tamowicz osiąga postawiony cel i w znacznej mierze pogłębia informacje na temat możliwości wykorzystania przez małych i średnich przedsiębiorców funduszy typu *venture capital* i środków finansowych z nich pochodzących, w tym także *seed capital*.

Gratuluje autorowi.

Andrzej Parafiniuk

