



Narodowe Centrum
Badań i Rozwoju

DOBRE PRAKTYKI FUNDUSZY BRIDGE ALFA



NCBR.gov.pl

Michał Przybyłowski
Piotr Tamowicz

DOBRE PRAKTYKI FUNDUSZY BRIDGE ALFA

Eksperyza wykonana na rzecz
**Narodowego Centrum
Badań i Rozwoju**

przez

Taylor Economics sp. z o.o.
Michał Przybyłowski
Piotr Tamowicz



Gdańsk, kwiecień 2018

Autorzy: Michał Przybyłowski Piotr Tamowicz

Korekta: Aleksandra Kubis

Autorzy chcieliby podziękować panom Zygmuntowi Grajkowskiemu i Michałowi Olszackiemu za pomoc i wsparcie merytoryczne w pracach nad dobrymi praktykami.

Publikacja przygotowana w ramach projektu „Badanie dobrych praktyk w programie pilotażowym BRIDGE Alfa” zrealizowanego przez Taylor Economics sp. z o.o. na zlecenie Narodowego Centrum Badań i Rozwoju.

Copyright © by Narodowe Centrum Badań i Rozwoju

Spis treści

Wprowadzenie.....	2
I. Jak budować relacje z jednostkami naukowymi?	4
II. Warranty subskrypcyjne antidotum na niektóre problemy inwestycyjne.....	7
III. Due dilligence własności intelektualnej jako forma zabezpieczenia przed pozwem.....	9
IV. Zbyt duże rozmycie pomysłodawców zagrożeniem dla inwestycji.....	11
V. Wsparcie publiczne – praca na rzecz wszystkich uczestników inwestycji	14
VI. Scenariusze umorzeń remedium na rozmycie udziałów pomysłodawców	15
VII. Stabilność zespołu pomysłodawców a powodzenie inwestycji	17
VIII. Komitet inwestycyjny i inwestorzy	19
IX. Udział kluczowego personelu w kapitalizacji funduszu	23
X. Korzyści z koinwestycji inwestorów funduszu	25
Zestawienie dobrych praktyk.....	26
Glosariusz.....	30
Wykaz skrótów	33

WPROWADZENIE

Niniejsze opracowanie przedstawia 13 dobrych praktyk, które zostały zidentyfikowane wśród funduszy VC uczestniczących w programie pilotażowym BRIDGE Alfa, wdrażanym w latach 2013–2015 przez NCBR. Program ten miał na celu przetestowanie specjalnego instrumentu inwestycyjnego służącego wsparciu procesów komercjalizacji projektów B + R i inwestycjom kapitałowym dokonywanym na wczesnych etapach rozwoju (faza *seed/start-up*). Łącznie w okresie tym powstało 10 funduszy VC dokapitalizowanych w znacznym stopniu ze środków publicznych. Wsparcie publiczne przekazywane było także 46 spółkom, w które inwestowały fundusze. Uruchomiony program, choć miał charakter rozpoznawczy i ograniczoną skalę, stworzył stosunkowo obszerny zbiór działań dających elementarną podstawę do wskazania zachowań, które mogą być najbardziej pożądane z punktu widzenia realizacji zarówno celów programu, jak i korzyści pozostałych interesariuszy.

Zbiory dobrych praktyk stają się coraz powszechniejszym mechanizmem autoregulacji wyznaczającym standardy postępowania w ramach przestrzeni zakreślonej przez globalnie obowiązujące przepisy. W ciągu ostatnich 25–30 lat szereg organizacji międzynarodowych (np. ONZ, OECD, MFW), krajowych, stowarzyszeń branżowych i profesjonalnych opracowało zbiory dobrych praktyk dotyczące w zasadzie wszystkich dziedzin życia gospodarczego – poczynając od rynków giełdowych poprzez działalność wytwórczą (dobre praktyki laboratoryjne, produkcyjne), inwestycyjną, badawczą, wynalazczą aż po działalność instytucji otoczenia biznesu czy NGO. Istotą dobrych praktyk jest tworzenie dobrowolnych wzorców zachowań wypełniających te obszary życia (społecznego, ekonomicznego), których prawne uregulowanie jest trudne bądź niewskazane czy niecelowe. Celem dobrych praktyk jest propagowanie zachowań optymalnych zarówno pod względem społecznym, jak i rynkowym – służących ogółowi, a nie tylko jednej ze stron danej interakcji.

Dobra praktyka to sposób zachowania, działania lub organizacji (np. pracy), który nie jest wymagany przepisami (prawa, umowy), jest zamierzony (tj. nie stanowi dzieła przypadku), jest pożądany z punktu widzenia osiągnięcia celów społecznych i/lub ekonomicznych (albo innych, np. naukowych), nie wiąże się z naruszeniem interesów lub praw osób trzecich i – w powszechnej ocenie – mógłby stanowić wzorzec dla innych.

Stosowanie dobrych praktyk na ogół nie jest w żaden sposób wymuszane czy egzekwowane, a brak ich użycia nie podlega penalizacji. Obowiązuje tu raczej mechanizm pozytywnej motywacji związany z korzyściami wizerunkowymi, ale także z ogólnym wzrostem wiarygodności danego sektora czy grupy podmiotów, co w dłuższym czasie powinno znaleźć przełożenie na korzyści czysto ekonomiczne, finansowe.

Stosowanie dobrych praktyk na ogół nie jest w żaden sposób wymuszane czy egzekwowane, a brak ich użycia nie podlega penalizacji. Obowiązuje tu raczej mechanizm pozytywnej motywacji związany z korzyściami wizerunkowymi, ale także z ogólnym wzrostem wiarygodności danego sektora czy grupy podmiotów, co w dłuższym czasie powinno znaleźć przełożenie na korzyści czysto ekonomiczne, finansowe.

Definiowanie dobrych praktyk wymaga najpierw zidentyfikowania, jak wyglądają bieżące zachowania i standardy, a następnie wskazania tych wzorcowych, jak również sformułowania standardów, które powinny być, a nie są stosowane (występują w innych krajach, na innych

rynkach). Proces ten wymaga więc szczegółowego rozpoznania i oceny zachowań, a potem zdefiniowania ogólnej normy zawierającej w sobie pewną wartość dodaną. Procedurę taką zastosowano w przypadku poniższego zbioru proponowanych dobrych praktyk. W analizie wykorzystano szereg dokumentów formalnych, które charakteryzują działalność funduszy uczestniczących w pilotażu Programu BRIDGE Alfa, oraz informacje pozyskane w trakcie wywiadów. W znacznym stopniu posłużono się danymi z dokumentów zagranicznych (Invest Europe (EVCA), BVCA, ILPA), a także wielu publicznie dostępnych materiałów branży inwestycyjnej (dyskusji, wypowiedzi). Niniejsza propozycja powstała, biorąc za punkt odniesienia pewne dobro ogólne rozumiane jako umowna, uśredniona wypadkowa interesów funduszy, ich spółek portfelowych (pomysłodawców) i NCBR jako plenipotenta interesu społecznego. Łącznie sformułowano

13 dobrych praktyk dotyczących sposobu funkcjonowania funduszy Alfa, zachowania kluczowego personelu, relacji z inwestorami i pomysłodawcami ze spółek portfelowych. Nie wszystkie – z przyczyn oczywistych – dadzą się zastosować w funduszach już utworzonych i inwestujących. Specyfika Programu BRIDGE Alfa będzie utrudniać zmodyfikowanie – zgodnie z przedstawioną propozycją – struktury *governance* (komitet inwestycyjny). Trudno też będzie zmaterializować udział kluczowego personelu w kapitalizacji funduszy, które już pozyskały kapitał. Zastosowanie wszystkich pozostałych propozycji – w naszej ocenie – jest w pełni realne i możliwe przy dobrej woli zarządzających funduszami.

Zaproponowane dobre praktyki powinny być poddawane systematycznemu przeglądowi i szerszej dyskusji środowiskowej.

I. JAK BUDOWAĆ RELACJE Z JEDNOSTKAMI NAUKOWYMI?

Bez szerokiego dostępu do atrakcyjnych biznesowo projektów fundusze VC nie byłyby w stanie dokonywać inwestycji, a tym bardziej dobrych inwestycji przynoszących znaczny zwrot z zainwestowanego kapitału. Stwierdzenie to wydaje się być truizmem. W rzeczywistości jednak nim nie jest. Z danych publikowanych przez Invest Europe wynika, że roczna zagregowana wewnętrzna stopa zwrotu z inwestycji (PIRR) dla funduszy VC na koniec 2013 roku wynosiła 1,68%. Biorąc pod uwagę ryzyko, jakie towarzyszy inwestycjom VC, nie byłoby w tym nic zaskakującego, gdyby nie fakt, że pomiędzy funduszami VC występuje znaczne zróżnicowanie efektywności. Najlepszym funduszom udaje się osiągnąć wielokrotnie wyższą dochodowość niż całej reszcie (PIRR = 18,51%)¹. Dane te mogą wskazywać, że są fundusze lepsze i gorsze, bardziej i mniej skuteczne w pozyskiwaniu projektów i przekuwaniu ich w biznesowy sukces. Choć na ten sukces składa się wiele czynników, poczynając od sprzyjającej koniunktury poprzez umiejętności *fund* menedżerów aż po warunki regulacyjne występujące na danym rynku, niewątpliwie punktem wyjścia do uzyskania dobrych inwestycji jest dostęp do dużego rezerwuaru pomysłów i projektów.

Program BRidge Alfa ogłoszony przez NCBR w 2013 roku (najpierw w wersji pilotażowej, a od 2016 roku w ramach POIR na pełną skalę) postawił fundusze VC wobec niezwykle wymagającego zadania. W przeciwieństwie do innych programów rządowych, wdrażanych w poprzednich latach przez Krajowy Fundusz Kapitałowy czy obecnie przez Polski Fundusz Rozwoju, BRidge Alfa został wyraźnie ukierunkowany na inwestowanie w projekty zawierające w sobie komponent B + R. Wymóg ten, choć wynikający przede wszystkim z misji NCBR (wsparcie procesów komercjalizacji

Przedstawiciel kluczowego personelu funduszu BRidge Alfa:

„[...] jeszcze zanim rozpoczął się pilotaż BRidge Alfa, w trakcie naszej wcześniejszej działalności doradczej i inwestycyjnej nawiązaliśmy wiele relacji zawodowych i przede wszystkim osobistych z uznanymi w Polsce i na świecie naukowcami i instytucjami naukowymi. Można powiedzieć, że nasze podejście do »deal sourcing« jest spersonalizowane – skupiamy się na twórcy, a nie na instytucji. Dobre projekty można prowadzić tylko i wyłącznie w grupie ludzi, którzy wzajemnie sobie ufają [...]».

projektów B + R), ma także szersze uzasadnienie związane z problemem luki kapitałowej (niedobór kapitału na finansowanie wczesnych faz rozwoju przedsiębiorczości) nękającym od lat populację *start-upów*, w tym szczególnie tych zaawansowanych technologicznie. Specyficzny profil inwestycyjny programu został ujęty w formule tzw. mandatu inwestycyjnego i polskiego pierwiastka². Takie określenie ram inwestycyjnych postawiło fundusze przed koniecznością zbudowania kanałów komunikacji, za pomocą których możliwy byłby dostęp do szerokiego strumienia projektów z komponentem B + R. Zadanie to może być podwójnie trudne. Po pierwsze projektów tych jest na pewno znacznie mniej niż projektów bez składnika B + R, tym samym

¹ 2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study, EVCA & Thomson Reuters, czerwiec 2014.

² Są to wymogi co do polityki inwestycyjnej określone na poziomie regulaminu konkursu, a odnoszące się do lokalizacji projektu (Polska) i prac B + R mających stanowić istotny element finansowanego projektu.

trudniej będzie do nich dotrzeć czy w ogóle je zidentyfikować. Po drugie w sytuacji, gdy wiele funduszy VC wyrasta wokół tzw. *first-time-teams* (nowo utworzone zespoły zarządzające), trudno oczekiwać, aby tak zorganizowane zespoły dysponowały od razu okrzepłymi i wydajnymi relacjami z potencjalnymi dawcami projektów.

Niewątpliwie u podstaw programu BRIDGE Alfa legła chęć zarówno zobligowania inwestorów do częstszego niż dotychczas sięgania po pomysły rodzące się w jednostkach naukowych, jak i pokazania ludziom z doświadczeniem naukowym, w jaki sposób ich praca może przynieść i twórcom, i społeczeństwu coś więcej niż tylko publikacje czy cytowania. Podstawową grupą docelową programu są więc jednostki naukowe, do których fundusze VC muszą dotrzeć i z którymi muszą się nauczyć rozmawiać. To dosyć duże wyzwanie, gdyż populacja ta jest bardzo rozległa i – przede wszystkim – zróżnicowana pod względem dyscyplin naukowych. Łącznie w jej skład wchodzi kilkadziesiąt szkół politechnicznych oraz uczelni o charakterze uniwersyteckim. Do tego należy dodać kilkanaście instytutów PAN działających w tych obszarach, które z reguły przyciągają uwagę inwestorów (np. *life science*, informatyka, elektronika czy też nowe materiały). W sumie oznacza to od kilkuset do kilku tysięcy zespołów naukowych i tysiące projektów badawczych. Choć wskaźniki charakteryzujące wydajność i jakość pracy polskiego naukowca wciąż są na dość przeciętnym poziomie, nietrudno znaleźć przykłady projektów, które z uczelnianych korytarzy wypłynęły na szerokie wody biznesu. Warto tu choćby wymienić Medicalgorithmics, Saule Technologies czy Mabion. Do jednostek naukowych stanowiących niewątpliwie największy zasób projektów B + R należy także doliczyć kilkuset przedsiębiorców prowadzących badania aplikacyjne samodzielnie lub w kooperacji z uczelniami.

Przebieg programu pilotażowego BRIDGE Alfa może wskazywać, że realizacja inwestycji w projekty B + R jest możliwa, choć na pewno niełatwa. Na 46 dokonanych inwestycji aż 22 związane były z pracami realizowanymi przez pracowników naukowych (w tym doktorantów) z wyższych uczelni lub instytutów naukowych, a w 5 spółkach jednostka naukowa bezpośrednio partycypowała w przyszłych zyskach. Na 10 utworzonych funduszy 8 udało się zainwestować właśnie w projekty z sektora naukowego.

Dobra praktyka

Właściwy skład kluczowego personelu może ułatwić pozyskiwanie projektów.

Włączenie do grona kluczowego personelu i zespołów zarządzających osób o kompetencjach naukowych i technologicznych oraz mających doświadczenie w zarządzaniu projektami B + R sprawi, że fundusz już w momencie uruchomienia będzie dysponował co najmniej podstawową siecią relacji i kontaktów umożliwiającymi szybkie pozyskiwanie i ocenę atrakcyjnych projektów.

Bliższe przyjrzenie się sposobowi organizacji procesu pozyskiwania projektów ujawnia jednak znaczne zróżnicowanie stosowanych strategii. Najprostszą i niestety często spotykaną strategią – zarówno wśród funduszy uczestniczących w pilotażu, jak i w funduszach pochodzących z ostatnich konkursów BRIDGE Alfa – była ta, która polegała na szybkim budowaniu kanałów komunikacji z oficjalnymi reprezentantami jednostek naukowych. Fundusze prześcigały się więc w wymianie

listów intencyjnych i podpisywaniu umów o współpracy z uczelniami, instytutami PAN i wieloma instytucjami wsparcia (spółki celowe jednostek naukowych, centra transferu technologii, parki naukowo-technologiczne itd.). Budowanie oficjalnych (formalnych) kanałów komunikacji i współpracy z jednostkami naukowymi jest niezbędne, ale – trzeba to otwarcie powiedzieć – niewystarczające do zapewnienia sobie podaży projektów. W sytuacji bardzo dużej konkurencji o projekty pomiędzy funduszami BRIDGE Alfa i niestety wciąż znacznej powolności działania struktur decyzyjnych sektora nauki szybszy i skuteczniejszy dostęp do projektów oraz – co za tym idzie – lepsze efekty inwestycyjne powinny przynosić bezpośrednie, bliskie i usystematyzowane kontakty z konkretnymi zespołami naukowymi i konkretnymi twórcami – liderami określonych specjalności. Taką właśnie strategię zastosował m.in. Polski Instytut Badań i Rozwoju (PIBIR) oraz Start Venture@Poland (SVP), a także AGH INNOventure. Również inne fundusze dostrzegały taką potrzebę, choć nie znalazło to wyraźnego odzwierciedlenia w ich działaniach operacyjnych. Obok kontaktów formalnych, bez których nie sposób procedować, fundusze te w sposób zdecydowany postawiły na bezpośrednie i nieformalne kontakty z naukowcami. Niektóre z osób wchodzących w skład kluczowego personelu wymienionych funduszy w trakcie swojej wcześniejszej działalności naukowej, doradczej czy inwestycyjnej zbudowały sieć bezpośrednich i ścisłych relacji nie tyle z instytucjami, ile z konkretnymi twórcami i ich zespołami. Umożliwiło to poznanie ludzi, zbudowanie zaufania, rozpoznanie kierunków specjalizacji, ocenę dorobku i perspektyw współpracy w zakresie komercjalizacji. Szczególnie ważnym elementem procesu budowy efektywnych relacji było posiadanie w składzie kluczowego personelu lub zespołu zarządzającego osób ze stopniami czy tytułami naukowymi, które przez wiele lat (zanim zajęły się działalnością VC) funkcjonowały w środowisku naukowym, budując sieć trwałych, osobistych znajomości i relacji. Ta sieć realnych kontaktów obejmująca kilkadziesiąt nazwisk z kraju i z zagranicy stała się podstawą do uzyskania szybkiego wglądu w strumień projektów. Zarówno sposób budowania relacji stawiający przede wszystkim na bezpośrednie kontakty z naukowcami, jak i odpowiedni dobór kluczowego personelu doświadczonego w poruszaniu się w środowisku jednostek naukowych i projektów B + R (z czym można było zetknąć się w niektórych funduszach programu pilotażowego) można uznać za przejaw dobrej praktyki wartej naśladowania.

Dobra praktyka

„Deal sourcing” – najpierw ludzie potem instytucje.

Bezpośredni, osobisty, systematyczny kontakt menedżerów funduszu BRIDGE Alfa z pracownikami naukowymi uczelni i instytutów badawczych to najbardziej skuteczny sposób na pozyskiwanie projektów inwestycyjnych zawierających komponent B + R.

II. WARRANTY SUBSKRYPCYJNE ANTIDOTUM NA NIKTÓRE PROBLEMY INWESTYCYJNE

Zakładanie spółek *spin off*, czyli takich z udziałem jednostki naukowej, jest cały czas problemem zarówno dla inwestorów, jak i dla uczelni. Już na etapie negocjacji wstępnych warunków inwestycji (tzw. *term sheet*) czy właściwej umowy inwestycyjnej pojawia się problem uwzględnienia – często niezbyt spójnych – interesów pomysłodawców-naukowców oraz jednostki naukowej. Dodatkowym problemem może być to, że zmiany we władzach uczelni (które nie należą do rzadkości) czy w zarządzie spółki celowej (najczęściej odpowiedzialnej za nadzór nad uczelnianymi *spin offami*) mogą wpłynąć na zmianę stosunku do danej spółki *spin off*, a to z kolei może przełożyć się na chęć odgrywania albo bardziej aktywnej, albo bardziej pasywnej roli. Dla inwestora mała przewidywalność zachowania administracji jednostki naukowej oznacza wzrost ryzyka biznesowego. Mało tego, utworzenie spółki wiąże się z jeszcze innym, istotnym problemem – z problemem decyzyjnym. Zgoda na założenie spółki wymaga na ogół przejścia długiej i złożonej ścieżki decyzyjnej: warunki umowy negocjuje spółka celowa lub centrum transferu technologii, a decyzję musi podjąć katedra instytutu, kwestor, rektor, senat, po drodze odwołując się do różnych gremiów opiniodawczych. W procesie tym kwestią na ogół najbardziej drażliwą jest posiadane IP, wycena spółki i jej akceptacja przez wszystkich zainteresowanych.

W ramach programu pilotażowego tylko jeden fundusz zdecydował się na bezpośredni udział jednostki naukowej w strukturze udziałowej spółki portfelowej – AGH INNOventure (w ramach dwóch swoich spółek portfelowych). Inny sposób na rozwiązanie niektórych problemów – przynajmniej tych związanych z wyceną czy godziwym udziałem jednostki naukowej w ewentualnych zyskach – znalazły fundusze BRIDGE Alfa: PIBiR oraz SVP. Fundusze te zastosowały warranty subskrypcyjne jako sposób na rozwiązanie problemu adekwatności wyceny i struktury własności. Warranty subskrypcyjne to papiery wartościowe (imienne lub na okaziciela) emitowane przez spółkę akcyjną. Uprawniają one do objęcia akcji lub zapisu na akcje nowej emisji. Uchwała dotycząca emisji warrantów musi określić uprawnionych do ich objęcia, cenę emisyjną, liczbę akcji przypadającą na jeden warrant oraz termin wykonania praw z warrantów. W praktyce mamy do czynienia z dwoma okresami (terminami) wykonania tych praw – po pierwsze z okresem od powzięcia uchwały do momentu wypełnienia się przesłanek do emisji, po drugie z okresem od wyemitowania i przydzielenia warrantów do momentu objęcia akcji. W przypadku wspomnianych funduszy warranty subskrypcyjne były kierowane do jednostek naukowych, które w momencie

Dobra praktyka

Warranty subskrypcyjne mogą ułatwić inwestowanie w *spin offy*.

Zastosowanie przez fundusze VC warrantów subskrypcyjnych przyznawanych jednostce naukowej może znacznie ułatwić procesy inwestowania w „spin offy”. Rozwiązanie takie zmniejsza ryzyko związane z rozpoczęciem współpracy z zewnętrznym inwestorem, jednocześnie zapewniając jednostce naukowej możliwość partycypacji w przyszłych zyskach. Warranty mogą pełnić rolę antidotum na problemy z akceptowalną wyceną, wzajemną nieufnością czy bezpieczną eksploatacją praw własności intelektualnej.

założenia spółki nie wchodziły bezpośrednio do jej akcjonariatu, ale uzyskiwały taką możliwość w przyszłości, po wypełnieniu określonych warunków. Równocześnie powstałe spółki mogły używać licencji na korzystanie z *know-how* oraz pozostałych praw majątkowych, która w momencie spełnienia się warunków emisyjnych (wskazanych tzw. kamieni milowych) przechodziła na spółkę, a jednostka naukowa mogła zrealizować warranty i stać się akcjonariuszem spółki. Licencje udzielane funduszom miały charakter wyłączny, nieograniczony czasowo i terytorialnie, z tym że w przypadku braku wdrożenia w okresie od kilku do kilkunastu lat od momentu podpisania umowy licencyjnej licencjodawca miał prawo do zwrotu przedmiotu licencji. Wykonanie praw z warrantów w przypadku jednostki naukowej było możliwe w momencie spełnienia się jednej z określonych przesłanek dotyczących w analizowanych sytuacjach np. wypracowania przez licencjobiorcę określonej kwoty zysku, decyzji o wypłacie dywidendy, wszczęcia postępowania likwidacyjnego lub upadłościowego wobec spółki, zaistnienia jednej z przesłanek, w której zbywane są znaczne aktywa spółki lub zbycia licencji poniżej określonej wartości albo po określonym terminie (6 lat od udzielenia licencji).

Zastosowanie warrantów subskrypcyjnych jest rozwiązaniem bardzo ciekawym i praktycznym, szczególnie z punktu widzenia minimalizacji napięć powstających w trakcie tworzenia spółek z zaangażowaniem jednostek naukowych i ograniczania nieufności, z jaką niewątpliwie jednostki naukowe podchodzą do mało znanych inwestorów zewnętrznych. Jakkolwiek każda inwestycja funduszu VC ma swój specyficzny i niepowtarzalny charakter, warranty subskrypcyjne warto potraktować jako pewien elementarny składnik katalogu rozwiązań prawnych stosowanych w inwestycjach VC.

III. DUE DILLIGENCE WŁASNOŚCI INTELEKTUALNEJ JAKO FORMA ZABEZPIECZENIA PRZED POZWEM

Bardzo często jednym z głównych aktywów spółek zarówno *spin off* (z udziałem jednostki naukowej), jak i *spin out* (powstających wyłącznie z udziałem obecnych lub byłych pracowników naukowych) są wynalazki będące wynikiem projektu B + R. Mogą one dotyczyć nowego urządzenia, produktu, metody lub procesu wytwórczego. W spółkach technologicznych na ogół stanowią podstawę biznesu oraz źródło przewagi konkurencyjnej i w znacznym stopniu mogą wpływać na wycenę spółki. Nadanie tak wytworzonym aktywom właściwej i skutecznej ochrony prawnej (patent) jest

jednym z pierwszych zadań, z jakim trzeba się zmierzyć w fazach *seed* i *start-up*. Zakładając, że dany wynik projektu B + R ma zdolność patentową, kluczową kwestią staje się określenie terytorialnego zakresu ochrony (wybór rynków, na których warto i trzeba chronić wynalazek), wskazanie niezbędnych zastrzeżeń oraz przygotowanie samego zgłoszenia patentowego. Na tym etapie uwaga inwestorów VC bardzo często skupia się przede wszystkim na zapewnieniu właściwej kontroli nad dostępem do informacji o wynalazku, aby uniemożliwić ewentualne przecieki do konkurencji czy też zablokowanie możliwości uzyskania ochrony. Wbrew pozorom formalny proces ochrony IP jest dosyć powszechny wśród spółek portfelowych funduszy BRIDGE Alfa. W ramach pilotażu aż w 16 spółkach zidentyfikowano patenty europejskie lub międzynarodowe, a w 2 spółkach patenty krajowe. Z kolei zgłoszenia patentowe o charakterze ponadkrajowym zidentyfikowano w 5 spółkach, w 3 kolejnych zgłoszenia krajowe z możliwością rozszerzenia na inne kraje oraz 1 zgłoszenie krajowe³.

Wykorzystanie praw własności przemysłowej w spółkach *spin off/spin out* jest jednak bardziej złożonym problemem niż tylko kwestia zachowania poufności i przygotowania odpowiedniego zgłoszenia. Sprawą niedocenianą – zarówno przez fundusze VC, jak i jednostki naukowe – jest dokładne określenie, czyją własność stanowi sam wynalazek i kto jest jego rzeczywistym twórcą (wynalazcą). Kwestia ta jest ważna z dwóch powodów. Po pierwsze nieuwzględnienie praw osób

Dobra praktyka

Wnikliwe „due diligence” własności niematerialnych i prawnych pomysłodawców może uchronić fundusz od przyszłych pozwów i odszkodowań.

Wkład pomysłodawców wniesiony do spółki w postaci wartości niematerialnych, prawnych i „know-how” powinien podlegać procesowi „due diligence”, w którym fundusz winien wykluczyć ryzyko naruszenia praw innych osób czy podmiotów. Jest to szczególnie ważne w przypadku pracowników naukowych i projektów realizowanych w konsorcjach. Jeżeli istnieje ryzyko, iż inne podmioty mogą mieć roszczenia wobec wnoszonych wartości niematerialnych i prawnych, kwestie te należy poddać szczegółowej analizie i ocenie oraz ewentualnie włączyć je do procesu negocjacji i zakładania spółki portfelowej. Powyższy proces powinien znaleźć swoje odzwierciedlenie w procedurach inwestycyjnych funduszu.

³ Na podstawie badania CATI wśród spółek portfelowych funduszy BRIDGE Alfa, n = 40.

trzecich może w przyszłości skutkować narażeniem spółki i inwestorów na procesy i odpowiedzialność odszkodowawczą. Po drugie współczesne wynalazki na ogół nie powstają jednoosobowo, lecz w sieciach i konsorcjach. Stąd proste danie wiary osobie przychodzącej do funduszu z oświadczeniem: „To ja wymyśliłem”, może skończyć się bolesnym rozczarowaniem. Realizacja procesu *due diligence* w zakresie IP pomysłodawców przez zespół prawniczy funduszu LQT kilkakrotnie doprowadziła do rezygnacji z inwestycji w związku z ryzykiem związanym z prawami do IP, które mogło dotyczyć osób niezwiązanych z grupą pomysłodawców. W innych funduszach (PIBiR czy SVP), m.in. z uwagi na problematykę historycznych zaszczości w spółkach, preferowane są inwestycje w nowe spółki, w przypadku których skrupulatnej analizie podlega „tylko” IP wnoszone przez pomysłodawców do spółki. Podejście takie nie rozwiązuje problemu, gdyż liczba projektów odrzucanych z uwagi na ryzyko IP może być nadal znacząca (nawet 40% w przypadku PIBiR).

Właściwe postępowanie funduszy VC wymaga zatem skierowania uwagi nie tylko na proces zapewnienia właściwej ochrony wytworzonego IP, ale także na szczegółowe rozpoznanie stanu faktycznego na poziomie projektu B + R. Konieczne jest więc przeprowadzenie badania *due diligence* obejmującego wszystkie etapy prac nad danym projektem B + R, wszystkie zaangażowane podmioty – wykonawców, podwykonawców, podmioty publiczne i prywatne – oraz osoby tworzące konsorcjum badawcze, a także stosunki prawne pomiędzy członkami zespołów i konsorcjów. Ta ostatnia kwestia jest niezwykle ważna ze względu na fakt finansowania prac B + R ze środków publicznych i cedowania praw do wyników badań na podmioty tworzące konsorcja. Umowy regulujące stosunki własnościowe pomiędzy konsorcjami są jednak na ogół często ogólnikowe i nieprecyzyjne, co dodatkowo zaciemnia faktyczną strukturę własności wyników projektu B + R.

IV. ZBYT DUŻE ROZMYCIE POMYSŁODAWCÓW ZAGROŻENIEM DLA INWESTYCJI

Dla każdego pomysłodawcy pozyskanie inwestora VC, który chce zaryzykować sfinansowanie bardzo wczesnych (czyli najbardziej ryzykownych) etapów rozwoju, to wielki sukces. Na ogół jest on okupiony miesiącami poszukiwań, kolejnymi spotkaniami, prezentacjami i negocjacjami. Za ten sukces, który ma postać kapitału gotówkowego, trzeba zapłacić jednak nieco wyższą cenę niż tylko czas poświęcony na poszukiwanie inwestorów. Funduszowi VC należy przekazać pewną część własności rodzącego się właśnie biznesu. Pojawia się więc dylemat: ile oddać za ile. Wielu przedsiębiorcom może się wydawać, że ta transakcja – kapitał w zamian za udziały – ma czysto rachunkowy kontekst. Podobnie mogą myśleć niektórzy analitycy z funduszy VC, którzy traktują transakcję w kategoriach dnia dzisiejszego, tu i teraz. Wystarczy zatem oszacować, ile może być wart pomysł w przyszłości oraz jakie potrzeby kapitałowe wynikają z właśnie sporządzonego biznesplanu, aby następnie obliczyć, ile udziałów czy akcji powinno trafić w ręce funduszu. W zależności od tych szacunków (często rozbieżnych) i siły przetargowej obu stron (na ogół nierównej) oraz taktycznych zdolności negocjacyjnych (zazwyczaj wyższych po stronie VC) przedsiębiorca po fazie *seed* raz może pozostać w ręku z pakietem 80% udziałów, a raz tylko 20%.

Problem struktury własności, jaka zostanie ukształtowana w wyniku sfinansowania przez fundusze BRIDGE Alfa fazy *seed/start-up*, ma istotne – jeśli nie kluczowe – znaczenie dla powodzenia całego projektu. Struktura ta będzie bowiem wpływała na możliwości pozyskania kolejnych rund finansowania od nowych inwestorów. Od wielkości pakietu udziałów (akcji), jaki pozostanie w rękach pomysłodawcy (czy grupy pomysłodawców) po każdej z kolejnych rund finansowania VC, będzie z kolei zależeć jego motywacja do dalszego inwestowania w *know-how*, co ma duże znaczenie, gdy przewagą konkurencyjną projektu ma być technologia, a nie tania praca.

Punktem wyjścia dla każdego pomysłodawcy jest 100% udział w projekcie, którego wartość albo trudno wiarygodnie oszacować, albo jest ona niewiele wyższa niż kilkadziesiąt lub kilkaset tysięcy €. Aby projekt rozwinąć i zamienić w dochodowy biznes mocno osadzony w strukturze rynku, potrzeba kilku rund finansowania od inwestorów VC. Każda z kolejnych rund wiąże się z dostarczeniem nowej porcji kapitału i osiągnięciem pewnego etapu rozwoju przedsiębiorstwa. Rund tych na ogół musi być kilka, gdyż jest mało prawdopodobne – szczególnie w projektach bardziej złożonych, technologicznych – aby od razu znalazł się inwestor skłonny, przy tak wielu ryzykach towarzyszących wczesnym etapom rozwoju, wyłożyć cały potrzebny kapitał. Spółkom w Niemczech czy Wielkiej Brytanii w pierwszej rundzie finansowania udaje się zebrać około 0,8 mln \$. Podobne porcje kapitału są zbierane w Dolinie Krzemowej, nieco więcej pozyskują spółki w Chinach (1,3 mln \$), ale mniej w Indiach (0,5 mln \$). Po wyjściu ze strefy największego ryzyka, w drugiej rundzie finansowania spółki pozyskują więcej kapitału. W Niemczech jest to średnio 4,8 mln \$, w Wielkiej Brytanii 3,3 mln \$, a w Dolinie Krzemowej 5 mln \$. Ponownie w Chinach inwestorzy są najbardziej hojni (9,3 mln \$), a w Indiach najbardziej oszczędni (3 mln \$). W trzeciej rundzie finansowania wartości pozyskanego kapitału na ogół się podwajają. W Chinach

i Indiach jest to nawet 3-, 4-krotność wcześniejszej rundy⁴. Odstępy czasowe pomiędzy początkowymi rundami finansowania wynoszą zwykle kilkadziesiąt miesięcy. W Niemczech i Wielkiej Brytanii czas, jaki upływa pomiędzy pierwszą a drugą rundą, wynosi od 31 do 32 miesięcy; w Indiach jest to 25 miesięcy, w Dolinie Krzemowej 20 miesięcy, a w Chinach zaledwie 16 miesięcy. Odstępy czasu pomiędzy kolejnymi rundami (drugą i trzecią, trzecią i czwartą) znacznie się skracają. Tak więc włączając w to rundę *seed/start-up* finansowaną przez takich inwestorów jak fundusze BRIDGE Alfa, rund finansowych może być od 3 do 6, a przejście całego cyklu, np. 3 rund, będzie trwać 5 lat.

Liczba rund i czas pomiędzy nimi oznacza, że praktycznie każda kolejna wiąże się z dopuszczeniem do grona udziałowców (akcjonariuszy) nowych inwestorów VC. Każda kolejna oznacza więc rozmycie (obniżenie) udziału we własności dotychczasowych współwłaścicieli. Jest to najbardziej dotkliwe dla pomysłodawcy, emocjonalnie związanego z pakietem 100%, jaki miał na początku. Jeśli przyjmujemy, że w momencie, gdy inwestorzy zewnętrzni (fundusze VC lub PE) zdecydują się na sprzedaż swoich udziałów lub akcji (wyjście z inwestycji bardzo rzadko następuje na etapie pierwszej czy drugiej rundy), pomysłodawca lub pomysłodawcy powinni posiadać pakiet nie mniejszy niż około 15–20%⁵, oznaczałoby to, że w trakcie 3–4 kolejnych rund finansowania udział pomysłodawcy powinien być pomniejszany każdorazowo o kolejne 20 punktów procentowych. Jeśli zatem – szczególnie w spółkach technologicznych, na jakie zorientowany jest program BRIDGE Alfa – nieopatrznie faza *seed/start-up* zakończy się dla pomysłodawców na poziomie 20%, realizacja kolejnych rund może być trudna lub wręcz niemożliwa. Dwaj założyciele spółki Medicalgorithmics po wejściu pierwszych inwestorów *venture capital* (w 2008 roku) posiadali odpowiednio 24% i ponad 11% udziałów. Pakiet ten został utrzymany aż do momentu debiutu spółki na rynku NewConnect. Kolejne emisje akcji oraz przejście spółki na rynek główny GPW spowodowały, że pierwszy pomysłodawca posiadał na początku 2018 roku 11% akcji, a drugi zmniejszył swój udział poniżej 5% lub zbył go zupełnie.

⁴ What's The Easiest Place To Raise Early Startup Capital? Hint: Not Silicon Valley [online], 4 października 2017. Dostępny w internecie: <<https://www.cbinsights.com/research/regional-vc-funnels/>>.

⁵ Z danych, jakie opublikowano dla rynku amerykańskiego, wynika, że w momencie upublicznienia (tzw. IPO) 79 spółek z sektora ICT, których rozwój był wspierany kolejnymi rundami finansowania VC, średnia wartość pakietu posiadanego przez założycieli wynosiła 17%. Wielkość tych pakietów w badanej grupie wykazywała dość duże wahania, bowiem zdarzały się zarówno spółki, w których założyciele w momencie IPO posiadali ponad 50% akcji, jak i zaledwie 1–2%. Porównaj: S. Abdullah, The Median Level of Founder Ownership at Exit [online], 11 marca 2016. Dostępny w internecie: <https://blossomstreetventures.com/blog_details.php?bcat_id=106>.

Problem struktury własności ukształtowanej po fazie *seed/start-up* i racjonalnego poziomu rozmycia pomysłodawców powoli wychodzi na światło dzienne w polskich spółkach dokapitalizowywanych z różnych programów publicznych. W około 1,2 tys. spółek, jakie dokapitalizowały tzw. inkubatory technologiczne (Działanie 3.1 POIG), udział założycieli po fazie *seed/start-up* oscylował wokół 51%. Poziom rozmycia był więc olbrzymi, co *de*

facto przełożyło się na problemy z pozyskaniem kolejnych rund finansowania oraz konflikty pomiędzy pomysłodawcami a inwestorami⁶. Wprawdzie nie powinno to stanowić większego problemu w spółkach z sektora internetowego, gdzie bardzo często już po fazie *seed* udawało się osiągnąć próg rentowności, ale przy rozwijaniu spółki i wejściu na rynki zagraniczne problem znów powracał. Kwestia rozmycia pomysłodawców pojawia się tam, gdzie większą rolę odgrywa technologia i do zaistnienia na rynku potrzeba kilku kolejnych rund, na które zwyczajnie braknie miejsca w strukturze własności. W pilotażu BRIDGE Alfa fundusze VC do problemu rozmycia podchodziły zasadniczo racjonalnie. Średnia wartość udziału objętego po fazie *seed* wyniosła 21,2% (mediana 16,6%). W 27 spółkach (na 47 łącznie) pakiet udziałów (akcji), jaki trafił do funduszu VC, wynosił nie więcej niż 20%. W 11 przypadkach były to pakiety znacznie większe – sięgające 30% i więcej (w 7 przypadkach było to ponad 40%). Funduszami, które starały się najmniej rozmyć udziały pomysłodawców, były PIBiR, SVP oraz Xplorer. Szczególnie inspirujące są przykłady spółek z funduszu SVP i PIBiR, z których większość ma charakter wysokotechnologiczny (biomedycyna, nowe materiały, przemysł 4.0), przez co niewątpliwie będzie wymagać kilku kolejnych rund finansowania. Jeśli założyć, że jest mało realne, aby w trakcie realizacji 3–4 rund finansowania wycena spółki wzrosła kilkanaście razy w stosunku do wyceny wyjściowej z fazy *seed* (gdyby tak się stało, to problem znacznego rozmycia pomysłodawców byłby dla nich mało dotkliwy), to wówczas należałoby uznać, że dobrą praktyką inwestycyjną jest, aby w rundzie *seed/start-up* fundusze VC obejmowały nie więcej niż 15–25% udziałów, zapewniając w ten sposób przestrzeń na kolejne podwyższenia kapitału.

Dobra praktyka

Zbyt duże rozmycie udziału pomysłodawców może zaszkodzić inwestycji.

Udział funduszy BRIDGE Alfa we własności dokapitalizowanych spółek po fazie seed/start-up nie powinien wynosić więcej niż około 15–25%. Większe rozmycie własności pomysłodawców w spółkach wysokotechnologicznych może znacznie utrudnić pozyskanie kolejnych rund finansowania i wywołać konflikty pomiędzy udziałowcami.

⁶ Na powstanie problemu drugiej rundy finansowania na krajowym rynku kapitału wysokiego ryzyka – oprócz zbyt wysokiego udziału inwestorów finansowych po pierwszej rundzie – wpływa szereg czynników, m.in. mała dostępność kapitału prywatnego, brak spójności czasowej interwencji publicznych czy też słabe selekcjonowanie spółek przez menedżerów zarządzających tzw. inkubatorami inwestycyjnymi.

V. WSPARCIE PUBLICZNE – PRACA NA RZEC WSZYSTKICH UCZESTNIKÓW INWESTYCJI

Wycena projektu i udziału funduszu we własności od zawsze była najbardziej problematycznym elementem negocjacji pomiędzy funduszem i pomysłodawcami. W przypadku programów wsparcia publicznego na rynku *venture capital* – starających się niwelować lukę kapitałową – w negocjacjach nad wyceną pojawia się jeszcze jeden punkt sporny: jak wycenić publiczny kapitał. W programach tych fundusze VC uzyskują pewne wsparcie kapitałowe – w przypadku programu BRIDGE Alfa ma ono postać dźwigni finansowej wynoszącej 80 : 20. Dźwignia ta to najpierw dotacyjne zasilenia budżetu operacyjnego funduszu, a następnie dotacja, która wraz z kapitałem prywatnym funduszu zasila spółkę realizującą projekt B + R. Wsparcie publiczne ma na celu obniżenie ryzyka i zachęcenie do inwestycji w sektory omijane do tej pory przez prywatnych inwestorów. Problem w tym, że obie strony transakcji mogą inaczej postrzegać rolę i znaczenie kapitału publicznego, jego wpływ na wycenę projektu oraz strukturę własności. Niewątpliwie w praktyce wsparcie publiczne powinno przekładać się na obniżenie kosztu kapitału, a tym samym podwyższenie wycen spółek portfelowych i zapewnienie większego udziału pomysłodawców w spółce. Taki może być punkt widzenia pomysłodawców. Perspektywa funduszy może być jednak zupełnie inna. Dla nich publiczne wsparcie jest traktowane jako polisa ubezpieczeniowa i bodziec do zainwestowania we wskazany – ryzykowny – segment rynku. W praktyce oznacza to bardzo wczesne i niepewne etapy rozwoju spółek, gdzie kapitał prywatny w ogóle nie inwestuje. Fundusze mogą więc dotację wnoszoną przez NCBR do spółki portfelowej traktować jako swój kapitał (ubezpieczający środki prywatne), który ma wpływ na udział w ich, a nie pomysłodawców własności. Niestety, nie ma jednego rozwiązania dla powyższego dylematu: czy wsparcie publiczne bardziej pracuje na rzecz inwestorów czy pomysłodawców. Dobrą praktyką w kwestii wyceny wsparcia publicznego powinna być jednak zasada względnej równowagi oznaczająca, że kapitał publiczny pracuje na rzecz wszystkich stron inwestycji. Tak naprawdę może to znaczyć, że wycena projektu ze strony funduszu uwzględni zarówno udział wsparcia publicznego, jak i zagrożenia płynące z objęcia zbyt wysokiego udziału w pierwszych rundach finansowania przedsiębiorstwa. Z drugiej strony dla pomysłodawców grant towarzyszący inwestycji prywatnej stanowi panaceum na bóle wczesnego etapu projektu, w który w sytuacji braku programu dotacyjnego nikt by nie zainwestował. Dotacja wnoszona przez NCBR nie powinna być – z punktu widzenia transakcyjnego – traktowana jedynie jako kapitał prywatny wnoszony przez fundusz. Nie może też być wyłącznie uznawana za finansowy gest pod adresem pomysłodawców.

Dobra praktyka

Wsparcie publiczne musi służyć wszystkim.

Wsparcie publiczne udzielane funduszom VC i spółkom portfelowym musi pracować dla dobra wszystkich uczestników inwestycji, a nie tylko dla niektórych z nich. Z jednej strony udział kapitału publicznego powinien mieć swoje odzwierciedlenie w wycenie spółki jako czynnik oddziałujący na obniżenie kosztu kapitału, a z drugiej strony dla pomysłodawców powinien stanowić wsparcie wczesnego etapu rozwoju spółki i znaczącego ryzyka upadłości.

VI. SCENARIUSZE UMORZEŃ REMEDIUM NA ROZMYCIE UDZIAŁÓW POMYSŁODAWCÓW

Problem wysokiego ryzyka związanego z niepowodzeniem przedsięwzięcia B + R na wczesnych etapach rozwoju, małej wiarygodności sporządzanych w tej fazie biznesplanów i wycen takich projektów może być rozwiązany poprzez zastosowanie mechanizmu umorzeń jako alternatywy w stosunku do stałego pakietu udziałów lub akcji obejmowanego na wstępie inwestycji. Inwestorzy kapitałowi w pierwszej fazie inwestycji obejmują na ogół znacznie wyższy – w stosunku do docelowego – pakiet udziałów lub akcji, a następnie zgadzają się na ich umarzenie pod warunkiem realizacji ustalonego harmonogramu. Rozwiązanie takie z punktu widzenia inwestora jest bardzo korzystne, gdyż daje możliwość uwiarygodnienia planów przedstawianych przez pomysłodawców, jednocześnie motywując ich silnie, aby jak najszybciej realizowali założone cele. Zazwyczaj mechanizm taki polega na określeniu kamieni milowych, których realizacja związana jest z obowiązkiem inwestora do umorzenia (nieodpłatnego) wcześniej objętych udziałów, co w praktyce oznacza zwiększenie udziału pomysłodawców we własności spółki. Typowe kamienie milowe, których osiągnięcie uruchamia mechanizm umorzeń, związane są np. z zakończeniem fazy badawczej, uzyskaniem patentu czy też rozpoczęciem sprzedaży produktu lub usługi. Mogą one też dotyczyć aspektów finansowych związanych z założeniami przyjętymi do biznesplanu, na którym zazwyczaj bazuje wycena projektu, np. osiągnięcie zakładanego poziomu przychodów czy zysku w określonym czasie. Zdobywanie takich kamieni milowych daje inwestorowi pewność, że przyjęte w biznesie założenia (które bardzo często pomysłodawcy określają na zbyt optymistycznych poziomach) nie są mrzonką, ale wiarygodną podstawą pierwotnej wyceny. Z punktu widzenia pomysłodawcy osiągnięcie kamieni milowych może stanowić argument potwierdzający wartość pomysłu, jaką osiągnie on w przyszłości.

Dobra praktyka

Scenariusze umorzeń mogą ograniczyć rozmycie pomysłodawców.

Scenariusze umorzeń wiążące liczbę udziałów, jakie uzyskuje pomysłodawca wraz ze zrealizowaniem kamieni milowych, powinny stanowić standardowy mechanizm redukujący ewentualne duże rozmycie pomysłodawców w momencie utworzenia spółki.

Specyficznym sposobem zachowania przez pomysłodawców istotnego udziału w spółce jest program motywacyjny, w którym uzyskują oni (ale także kluczowi pracownicy spółki) możliwość objęcia udziałów czy akcji w spółce w momencie realizacji kamieni milowych. Od strony technicznej program może być przygotowywany w formie warrantów subskrypcyjnych lub poprzez emisję udziałów dla wybranej grupy osób, w tym przypadku pomysłodawców czy pracowników spółki. Warranty subskrypcyjne mogą być też idealnym instrumentem służącym do przyciągnięcia nowych, doświadczonych członków zarządu o unikalnych kompetencjach. Moment realizacji programu związany jest zazwyczaj albo z realizacją założeń finansowych, albo –

w przypadku dynamicznie rozwijających się spółek – z momentem debiutu giełdowego lub pozyskania kolejnego inwestora. Te sytuacje dotyczą zazwyczaj już rozwiniętych biznesów, kiedy mowa jest o kolejnych rundach finansowania. Rozwiązania związane ze stosowaniem planów motywacyjnych czy umarzaniem udziałów funduszu w pilotażu BRIDGE Alfa stosowało kilka funduszy (AGH INNOventure, LQT, SPV, Infini, Explorer czy ATG). W chwili obecnej wiele z funkcjonujących funduszy VC także wykorzystuje takie rozwiązania.

VII. STABILNOŚĆ ZESPOŁU POMYSŁODAWCÓW A POWODZENIE INWESTYCJI

Jeśli przyjęliśmy, że wsparcie publiczne ma sprzyjać wszystkim uczestnikom inwestycji, to trzeba też zgodzić się z tym, że także wszystkie strony inwestycji powinny działać na rzecz wspólnego dobra, czyli inwestycji. Jednak tak jak pomysłodawcy obawiają się, że znaczny udział funduszu VC może powodować perturbacje w przyszłych działaniach spółki (np. poprzez zmianę strategii, zmiany w organach spółki czy też transakcje kapitałowe zmieniające strukturę udziałowców), tak inwestorzy obawiają się, że

Dobra praktyka

Stabilność zespołu pomysłodawców musi być właściwie zaadresowana w umowie inwestycyjnej.

Stabilność zespołu pomysłodawców może mieć kluczowe znaczenie dla powodzenia projektu B + R i powstałej spółki. Fundusze VC nie powinny poprzestawać wyłącznie na kontroli konfliktów interesów (kontakt pomysłodawców z konkurentami) czy czasu poświęcanego spółce. Klauzule reverse vesting mogą korzystnie wpłynąć na utrzymanie spójności zespołu i wyhamowanie konfliktów niszczących spółkę.

pomysłodawcy zrezygnują ze swych planów wobec spółki i zaangażują się w inną działalność. A to może oznaczać katastrofę dla wspólnego interesu. Inwestorzy w pierwszej kolejności zabezpieczają się przed wystąpieniem takiej sytuacji poprzez wprowadzenie zakazu konkurencji dla pomysłodawców i kluczowego personelu. Dodatkowo pomysłodawcy zobligowani są także do poświęcania określonej liczby godzin na pracę w spółce. Zapisy te nie zagwarantują jednak, że pomysłodawca nie zrezygnuje w jakimś momencie z pracy na rzecz *start-upa* i nie rozpocznie innej działalności. Sytuacja ta jest tym bardziej prawdopodobna, im większa liczba pomysłodawców jest obecna przy zakładaniu spółki, a dla funduszu tym mocniej problematyczna, im kompetencje założycieli bardziej unikatowe i komplementarne. Pomysłodawca odchodzący ze spółki w pierwszych latach jej istnienia stanowi poważny problem dla funduszu. Po pierwsze jego brak stawia pod znakiem zapytania realizację pierwotnego planu rozwoju spółki, po drugie istotny pakiet udziałów czy akcji znajdzie się wówczas w rękach osoby już niezwiązanej z rozwijającym się przedsiębiorstwem i po trzecie w sytuacjach konfliktowych (co nie jest rzadkością) pomysłodawca odchodzący ze spółki może wykorzystać prawa korporacyjne, które przysługują mu z racji posiadanych udziałów, do eskalacji konfliktu z pozostałymi inwestorami czy pomysłodawcami.

Problem kontrolowania stabilności zespołu pomysłodawców – tak istotny w projektach wysokotechnologicznych – znalazł praktyczne rozwiązanie w stosowaniu w umowach inwestycyjnych klauzul tzw. *reverse vesting*. Rozwiązanie to polega na tym, że pomysłodawca czy pomysłodawcy, którzy przed określonym w czasie momentem opuszczają spółkę (z własnej woli czy też w wyniku złamania zapisów umowy inwestycyjnej), zmuszeni są do odsprzedania spółce udziałów czy akcji po cenie nominalnej, co w praktyce oznacza utratę jakiejś części udziału w spółce. Wielkość tej części podlegającej obowiązkowi odsprzedaży zazwyczaj zależy od momentu, w którym następuje odejście ze spółki, i jest tym większa, im szybciej (wcześniej) dana osoba odchodzi. Klauzula *reverse vesting* w praktyce występuje w różnych wariantach, w tym np. z wykorzystaniem rachunków powierniczych i może odnosić się także do opcji na akcje czy

warrantów subskrypcyjnych. W ramach pilotażu BRIDGE Alfa mechanizm ten nie był stosowany, lecz – zaczerpnięty z zagranicznych, rozwiniętych rynków kapitałowych – znalazł swoje odzwierciedlenie w rozwiązaniach wykorzystywanych w funduszach uruchamianych w aktualnie rozstrzygniętych konkursach.

VIII. KOMITET INWESTYCYJNY I INWESTORZY

Każdy fundusz VC, który inwestuje czy to we wczesne etapy rozwoju przedsiębiorców, czy w transakcje wykupów menedżerskich, stanowi niezwykle złożony organizm. Od strony formalnej fundusz jest skomplikowanym bytem prawnym, organizowanym w formie różnego rodzaju tzw. wehikułów

inwestycyjnych (spółek kapitałowych, osobowych) umożliwiających pozyskanie kapitału od rozproszonych dawców, uzyskanie przejrzystości podatkowej, spełnienie zadość licznym wymogom regulacyjnym rynków finansowych oraz stwarzającym menedżerom, którzy zarządzają funduszem (kluczowemu personelowi), możliwość efektywnego i skutecznego realizowania procesów inwestycyjnych. Duża liczba osób i podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie funduszu VC sprawia, że ogniskują się w nim różne interesy – na ogół niezbyt ze sobą spójne, a czasem wręcz rozbieżne, chociaż głównym celem zawiązania funduszu teoretycznie pozostaje osiągnięcie jak najwyższego zwrotu z inwestycji. Już sama wielość i różnorodność dawców kapitału (osoby indywidualne, fundusze inwestycyjne i emerytalne, przedsiębiorcy) sprawia, że ich sposób podejścia do działalności funduszu VC jest bardzo różny. Takie czynniki jak względna wielkość kapitału wniesionego do funduszu, wcześniejsze doświadczenia z tą klasą aktywów, percepcja na ryzyko i horyzont inwestycyjny mogą spowodować, że podejście poszczególnych inwestorów może być bardzo zróżnicowane: bardziej aktywne – ze szkodą dla zarządzania funduszem (nadmierne monitorowanie zarządzających) – lub mniej aktywne – ze szkodą dla końcowego wyniku (brak zainteresowania). Także na linii inwestorzy funduszu – kluczowy personel (zarządzający) może dochodzić do pewnej niespójności interesów. Niespójność ta wynika ze znacznego zróżnicowania sposobu wynagradzania inwestorów i zarządców. Podczas gdy hipotetyczne zyski inwestorów mogą pojawić się dopiero po wielu latach (np. 10), to pokrywanie kosztów zarządzania funduszem musi odbywać się na bieżąco. Tak więc inwestorzy są niejako

Invest Europe. Handbook of Professional Standards:

„[...] decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane przez doświadczonych członków kluczowego personelu; zwyczajowo osoby te tworzą komitet inwestycyjny [...]”.

Invest Europe. Handbook of Professional Standards:

„[...] Jednym ze sposobów, w jaki sektor ułatwia interaktywne relacje pomiędzy zespołem zarządzającym (General Partner) a inwestorami (Limited Partners), jest wykorzystanie formuły komitetu doradczego inwestorów – LPAC (Limited Partners Advisory Committee). [...] Komitet jest najbardziej efektywny, gdy działa jako ciało doradcze, konsultacyjne dla zespołu zarządzającego we wszystkich sprawach mających wpływ na »governance« funduszu. [...] Podstawa działania i zadania komitetu powinny być określone w dokumencie powołującym fundusz [...]”.

zmuszeni płacić za usługę (zarządzania), która może nie przynieść żadnych korzyści. Dlatego też zależy im, aby płacić jak najmniej i powiązać wynagrodzenie z wynikami całego funduszu. Co więcej, poziom wynagrodzeń zarządzających w znacznym stopniu zależy od gry sił rynkowych – podaż kapitału do funduszy vs. dostępność wiarygodnych zespołów zarządzających – a nie tylko od rozstrzygnięć negocjacyjnych na poziomie danego funduszu.

Aby zapewnić sprawne funkcjonowanie funduszy VC, sygnalizowane powyżej problemy pojawiające się na linii inwestorzy w fundusz (dawcy kapitału) i zespoły zarządzające (ale także na linii inwestor – inwestor oraz zarządzający – zarządzający) muszą być zaadresowane w formie różnych prawno-organizacyjnych rozwiązań tworzących strukturę ładu korporacyjnego (tzw. *corporate governance*). Z punktu widzenia realizacji procesów inwestycyjnych podstawowe znaczenie ma odpowiednie zmotywowanie kluczowego personelu oraz zapewnienie mu swobody i niezależności

w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W tej ostatniej kwestii rozwiązaniem, jakie przyjęto się w praktyce, jest komitet inwestycyjny. Co do zasady powinien on składać się wyłącznie z osób wchodzących w skład kluczowego personelu i ewentualnie najbardziej doświadczonych dyrektorów inwestycyjnych. W szczególnych przypadkach, np. gdy zespół zarządzający nie ma dużego doświadczenia, w jego skład mogą wchodzić także osoby z zewnątrz, niezwiązane na co dzień z funduszem. Również co do zasady w skład komitetu nie powinni wchodzić inwestorzy funduszu (tzw. LP's, tj. *limited partners*). Ich udział w komitecie generalnie podważałby zasadność ustanawiania zespołu zarządzającego, a w skrajnych sytuacjach – w przypadku niektórych jurysdykcji – mógłby skutkować zniesieniem statusu ograniczonej odpowiedzialności (czyli tzw. *limited partner*, np. w Wielkiej Brytanii). Udział inwestorów w komitecie niewątpliwie tworzyłby również sytuację konfliktu interesów, gdyż mogliby oni wykorzystywać swoją pozycję do wpływania na decyzje inwestycyjne zgodne z ich interesem, a nie interesem funduszu jako całości. Na taką formułę działania komitetu inwestycyjnego wskazuje bieżąca praktyka rynkowa, która znalazła odzwierciedlenie w ogólnej dyspozycji stowarzyszenia Invest Europe.

Dobra praktyka

Inwestorzy nie powinni mieć wpływu na prace komitetu inwestycyjnego.

W skład komitetu inwestycyjnego powinni wchodzić wyłącznie członkowie kluczowego personelu funduszu, przedstawiciel NCBR i ewentualnie najbardziej doświadczeni dyrektorzy inwestycyjni. Co do zasady w skład komitetu nie powinni wchodzić inwestorzy, a jego działanie winno koncentrować się na procesie inwestycyjnym.

Dobra praktyka

Głos inwestorów w sprawach funduszu powinien być realizowany poprzez komitet doradczy.

W strukturze „governance” funduszu obok komitetu inwestycyjnego powinien działać komitet inwestorów pełniący funkcję konsultacyjną i doradczą, a w niektórych kwestiach także decyzyjną w zakresie spraw dotyczących funkcjonowania funduszu jako całości.

Wyłączenie udziału inwestorów z prac komitetu inwestycyjnego nie oznacza pozbawienia ich jakiegokolwiek wpływu na funkcjonowanie funduszu. Standardem rynkowym jest tworzenie komitetu doradczego (konsultacyjnego) inwestorów – tzw. *limited partners advisory committee*. Spotyka się on w razie potrzeby (zwoływany na wnioski inwestora lub kluczowego personelu), lecz nie rzadziej niż 1–2 razy w roku. Do jego zadań należy opiniowanie i doradzanie zespołowi

zarządzającemu w sprawie postępowania w sytuacjach konfliktu interesów oraz – przede wszystkim – ewentualnych zmian w podstawowych warunkach działania określonych w pierwotnej umowie zawiązującej fundusz (np. zmiana okresu inwestycyjnego, wymiana inwestorów, wynagrodzenie menedżerów funduszu).

Przedstawione powyżej praktyki działania sektora VC w różny sposób znalazły swoje odbicie na rynku polskim. Komitety inwestycyjne są ciałami decyzyjnymi we wszystkich funduszach VC, zasadniczo działając w formule bez udziału inwestorów. W funduszach BRIDGE Alfa ta praktyka wyglądała jednak nieco odmiennie. W 10 funduszach, jakie powstały w ramach pilotażu, komitety inwestycyjne liczyły od 3 do 8 osób (najczęściej było to 3–5 osób). Podstawę ich składu tworzyło dwóch członków kluczowego personelu oraz przedstawiciel NCBR. We wszystkich przypadkach postanowienia dotyczące komitetów inwestycyjnych przewidywały jednak możliwość włączania do ich składu osób spoza kluczowego personelu, np. inwestorów, osób reprezentujących udziałowców firmy zarządzającej funduszem i osób niezwiązanych z funduszem (np. specjaliści ds. B + R). Praktyka działania komitetów była zróżnicowana. W 4 przypadkach w komitetach znaleźli się wyłącznie członkowie kluczowego personelu i przedstawiciel NCBR. W pozostałych komitetach w składzie znaleźli się także inwestorzy i przedstawiciele udziałowców firm zarządzających. Analizując strukturę komitetów, należy także zwrócić uwagę na dosyć specyficzny zakres ich kompetencji. W przypadku pilotażu komitetom nadano znacznie szersze uprawnienia niż tylko te, które ściśle wiążą się z procesem inwestycyjnym. Do ich kompetencji należało więc podejmowanie decyzji w sprawie wydłużenia czasu realizacji tzw. wspólnego przedsięwzięcia, przedłużenia okresu inwestycyjnego, akceptowania inwestorów w fundusz, zbycia lub obciążania udziałów w funduszu, połączenia się funduszu z innym podmiotem, podziału czy konfliktu interesów. Tak szeroki zakres kompetencji sprawił, że niewątpliwie – patrząc na tę sytuację przez pryzmat standardów rynkowych – w jednym organie połączono dwie funkcje: komitetu inwestycyjnego i *de facto* komitetu inwestorów (LPAC). Sytuację taką w dużym stopniu usprawiedliwiały niewielkie rozmiary funduszy i mała liczba inwestorów. Fakt posiadania przez przedstawiciela NCBR rozstrzygającego głosu mógł jednak skłaniać podmiot zarządzający do rozszerzania składu komitetu (o inwestorów i inne osoby), aby na poziomie dyskusji móc jak najmocniej lobbować za swoim (tj. kluczowego personelu) poglądem. Rozwiązania te – włączenie w skład komitetu inwestycyjnego osób spoza kluczowego personelu oraz połączenie w jednym organie funkcji dwóch – mogły zasadniczo poprawnie funkcjonować w sytuacji programu pilotażowego.

W funduszach o większej kapitalizacji i z większą liczbą inwestorów rozwiązanie takie może być нефunkcjonalne i ryzykowne (np. włączanie kluczowego personelu w proces decyzyjny, który powinien być zastrzeżony wyłącznie dla inwestorów). Z tego też względu zasadne jest sformułowanie dwóch standardów dotyczących struktury nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*). Po pierwsze komitety inwestycyjne powinny składać się wyłącznie z osób wchodzących w skład kluczowego personelu oraz ewentualnie najbardziej doświadczonych dyrektorów inwestycyjnych i przedstawiciela NCBR jako osoby reprezentującej interes publiczny, który wynika z realizowanego programu wsparcia. Udział innych osób powinien być dopuszczalny, ale wyłącznie z głosem doradczym. Po drugie obok komitetu inwestycyjnego w strukturze *governance* funduszu powinien pojawić się także komitet doradczy inwestorów. W takim układzie

komitetowi inwestycyjnemu powinny zostać nadane kompetencje obejmujące wyłącznie proces inwestycyjny (realizacja fazy *proof of principle* i *proof of concept*). Komitet inwestorów powinien przejąć uprawnienia związane z opiniowaniem, a w pewnych kwestiach z rozstrzygnięciem wszelkich spraw dotyczących działania funduszu jako całości (niezwiązanych bezpośrednio z procesem inwestycyjnym).

Wprowadzenie obu standardów może być trudne, ale nie niemożliwe w funduszach już działających. Formalne utworzenie komitetu inwestorów i odpowiednie rozdzielenie kompetencji pomiędzy oba organy wymagałoby zmiany umowy konstytuującej fundusz. Mniej formalnym rozwiązaniem może być dobrowolne poddanie się takiej praktyce istniejącego komitetu inwestycyjnego (bez dokonywania zmian w statucie). W Komitecie, w którym reprezentowani są wszyscy inwestorzy, decyzje dotyczące inwestycji mogą być podejmowane – na zasadzie samoograniczenia – wyłącznie przez kluczowy personel przy wstrzymaniu się od głosu inwestorów (ich udział w posiedzeniu miałby więc charakter opiniodawczy, ale nie decyzyjny). Analogicznie sprawy wykraczające poza proces inwestycyjny mogą być opiniowane i rozstrzygane bez udziału kluczowego personelu lub – aby nie zerwać *quorum* posiedzenia – przy wstrzymującym głosie tych ostatnich. W sytuacji gdy inwestorów jest większa liczba, konieczne byłoby zastosowanie zwyczaju dobrowolnego zasięgania ich opinii w zakresie decyzji dotyczących zasad działania funduszu jako całości (w tym kwestii dotyczących konfliktu interesów).

IX. UDZIAŁ KLUCZOWEGO PERSONELU W KAPITALIZACJI FUNDUSZU

Zapewnieniu kluczowemu personelowi swobody działania (np. w ramach komitetu inwestycyjnego) musi towarzyszyć związanie interesów obu stron, tj. zarządzających i dawców kapitału. Klasycznym rozwiązaniem jest takie ułożenie zasad wynagradzania menedżerów, aby było ono powiązane nie tylko z ponoszonymi wydatkami (na bieżące zarządzanie funduszem), ale także z osiąganymi wynikami. Służyć ma temu zmienna podstawa liczenia wynagrodzenia: w okresie inwestycyjnym liczonego od wartości alokowanego kapitału, a następnie od wartości portfela. Źródłem dodatkowej motywacji ma być udział zespołu zarządzającego w zyskach kapitałowych, tzw. *carried interest*. Wielu inwestorów w fundusz uważa ten model – umownie nazywany „2 + 20”⁷ – za niewystarczający (tj. zbyt mało motywacyjny). Wśród inwestorów, np. zrzeszonych w Institutional Limited Partners Association, coraz powszechniejsza jest opinia, że kluczowy personel także musi czymś ryzykować. Stąd za preferowane rozwiązanie uważa się, aby wszyscy członkowie zespołu zarządzającego stali się także inwestorami w funduszu. Nawet niewielkie zaangażowanie wnoszone w gotówce – od 1 do 5% całej wartości funduszu – powinno znacznie lepiej motywować do wydajnej pracy niż wysoka bieżąca pensja.

Zaangażowanie zespołu zarządzającego w kapitale funduszu powinno być rozwiązaniem preferowanym w przeciwieństwie do koinwestycji. Z sytuacjami takimi – w których osoby zarządzające równoległe z funduszem dokonują inwestycji z prywatnych środków – można spotkać się na rynku, jednakże są one źle postrzegane ze względu na potencjalny konflikt interesów. Jeśli zespół zarządzający jest zainteresowany koinwestowaniem w spółki portfelowe, to powinien realizować to poprzez fundusz lub też inwestować (jako osoby fizyczne), ale we wszystkie spółki portfelowe *pro rata* i na takich samych warunkach jak fundusz.

Udział członków kluczowego personelu w kapitale funduszu jako swoisty dowód – wobec pozostałych inwestorów – wiarygodności i zaangażowania osób zarządzających był jak na razie rzadkością. Wynikało to raczej z bardzo ograniczonych zasobów kapitałowych zarządzających niż z awersji do ryzyka czy oportunistu. W żadnym z funduszy Alfa uczestniczących w pilotażu nie wystąpiło takie rozwiązanie. W funduszach BRIdge Alfa dofinansowanych przez NCBR na przełomie 2016 i 2017 roku taki mechanizm motywacyjny zastosowano w kilku przypadkach, a w programie Starter FIZ realizowanym przez PFR udział kapitałowy kluczowego personelu

Dobra praktyka

Zarządzający powinni partycypować w kapitalizacji funduszu

Kluczowy personel, a także – w miarę potrzeby i możliwości – pozostali członkowie zespołu zarządzającego powinni uczestniczyć w kapitalizacji funduszu w takim wymiarze, jaki będzie stwarzał motywację do wydajnej pracy i nie będzie zaburzał roli pełnionej przez nich w funduszu.

⁷ Oznacza to 2% opłaty za zarządzanie plus 20% udziału w zyskach funduszu.

w funduszu jest obligatoryjny⁸. Praktyka ta – w naszej ocenie – warta jest spopularyzowania zarówno z punktu widzenia motywowania kluczowego personelu, jak i budowania relacji zaufania z inwestorami (szczególnie indywidualnymi) wciąż zachowującymi dużą rezerwę wobec inwestowania we wczesne etapy rozwoju przedsiębiorstw.

W nowo powstających funduszach standardem może być więc tworzenie przez kluczowy personel lub też przez cały zespół zarządzający osobnej spółki inwestującej w fundusz (w zależności od formuły funduszu jako udziałowiec, nabywca obligacji) lub też inwestowanie indywidualne – ale jako cała grupa osób – proporcjonalnie we wszystkie spółki portfelowe funduszu. Konsekwencją takiego sformułowania dobrej praktyki jest uznanie indywidualnych inwestycji pojedynczych członków kluczowego personelu w wybrane spółki portfelowe za niedopuszczalne. Z taką sytuacją mieliśmy do czynienia co najmniej w jednym przypadku w programie pilotażowym. Jest to niewątpliwie sytuacja nieprawidłowa i mogąca rodzić po stronie inwestorów podejrzenia o konflikt interesów osoby inwestującej czy brak starannego działania w stosunku do wszystkich pozostałych inwestycji (dlaczego dana osoba inwestuje tylko w tę jedną spółkę?). Taki zakaz byłby pełnym przeniesieniem na polski grunt jednej z rekomendacji ILPA.

Dobra praktyka

Równe traktowanie spółek portfelowych

Koinwestycje kluczowego personelu w spółki portfelowe funduszu powinny być dokonywane poprzez fundusz lub – w innym przypadku – we wszystkie spółki portfelowe. Indywidualne inwestycje pojedynczych członków kluczowego personelu w wybrane spółki portfelowe nie powinny być dozwolone.

⁸ Zespół zarządzający i kluczowy personel muszą zapewnić udział w kapitalizacji funduszu (pośrednika finansowego) na poziomie nie mniejszym niż 1% i nie większym niż 20%, przy czym nie więcej niż wkład inwestorów.

X. KORZYŚCI Z KOINWESTYCJI INWESTORÓW FUNDUSZU

Od kilku lat na rynku Venture Capital obserwowany jest nowy trend inwestycyjny. Inwestycjom dokonywanym przez fundusze towarzyszą koinwestycje dokonywane w te same spółki, ale przez inwestorów obecnych w funduszu. Z badań przeprowadzonych kilka lat temu wynika, że blisko 77% przebadanych inwestorów (LP's) dokonywało takich koinwestycji⁹. Jakkolwiek należałoby się spodziewać, że formuła koinwestycyjna jest najbardziej dostępna dla inwestorów dużych (zasobnych w kapitał), z badań tych wynika, że także mniejsi inwestorzy angażują się w tego typu inwestycje. Można zatem spodziewać się, że praktyka ta dotrze także tych segmentów rynku, które związane są z finansowaniem wczesnych etapów rozwoju przedsiębiorstwa.

Ten nowy trend na rynkach rozwiniętych związany jest z dużą podażą kapitału od inwestorów instytucjonalnych, którzy chcą w ten sposób przyspieszyć dystrybucję posiadanego kapitału, a także zapewnić sobie możliwości osiągnięcia dodatkowych zysków kapitałowych z takich inwestycji bez obciążania się koniecznością płacenia menedżerom funduszy wynagrodzenia. Koinwestycje dokonywane przez LP's między innymi na takim rynku jak Polska mogą mieć duże znacznie nie tylko z punktu widzenia interesów dostawców kapitału. Po pierwsze w sytuacji wciąż małych zasobów zaufania na rynku VC i niedoświadczonych *fund* menedżerów oferowanie inwestorom prawa do koinwestowania wspólnie z funduszem może znacznie wzmocnić relacje na linii kluczowy personel – inwestor. Po drugie oferowanie klauzuli koinwestycyjnej pierwszemu inwestorowi, który odpowie na ofertę firmy zarządzającej, może znacznie poprawić możliwości *fund raisingowe*, przełamując pokłady nieufności. Po trzecie koinwestycja inwestora w fundusz *de facto* umożliwia legalne przekroczenie obowiązujących limitów inwestycyjnych (wynikających np. z warunków programu pomocowego). Po czwarte uzyskanie przez spółkę inwestora innego niż fundusz VC może umożliwić jej dostęp do specyficznego *know-how* i nowych możliwości rozwojowych.

Dobra praktyka

Opcja koinwestycyjna dla inwestorów w funduszu

Zarządzający funduszem powinni rozważyć zaoferowanie inwestorom w funduszu – na przejrzystych zasadach i przy równym dostępie – prawa do dokonywania koinwestycji w wybrane spółki portfelowe na takich samych warunkach, na jakich inwestuje fundusz.

Chociaż stosowanie klauzul koinwestycyjnych wobec inwestorów tworzących fundusz nie miało miejsca w programie pilotażowym, to jednak często wykorzystywane jest w zagranicznych funduszach *venture capital* i – jako dobra praktyka – powinno być adoptowane również w polskich warunkach.

⁹ J. Duong, The State of Co-Investments [w:] Private Equity Spotlight / March 2014, Preqin, 2014.

ZESTAWIENIE DOBRYCH PRAKTYK

Właściwy skład kluczowego personelu może ułatwić pozyskiwanie projektów.

Włączenie do grona kluczowego personelu i zespołów zarządzających osób o kompetencjach naukowych i technologicznych oraz mających doświadczenie w zarządzaniu projektami B + R sprawi, że fundusz już w momencie uruchomienia będzie dysponował co najmniej podstawową siecią relacji i kontaktów umożliwiającymi szybkie pozyskiwanie i ocenę atrakcyjnych projektów.

Korzyści:

- ❖ *większe możliwości zbudowania deal flow,*
- ❖ *większa sprawność w procedowaniu projektów w jednostkach naukowych,*
- ❖ *lepszy nadzór nad projektami B+R.*

„Deal sourcing” – najpierw ludzie potem instytucje.

Bezpośredni, osobisty, systematyczny kontakt menedżerów funduszu BRIDGE Alfa z pracownikami naukowymi uczelni i instytutów badawczych to najbardziej skuteczny sposób na pozyskiwanie projektów inwestycyjnych zawierających komponent B + R.

Korzyści:

- ❖ *dostęp do większego strumienia projektów,*
- ❖ *szybsza budowa portfela,*
- ❖ *większa efektywność inwestycji,*
- ❖ *wzrost liczby projektów spin-out i spin-off.*

Warranty subskrypcyjne mogą ułatwić inwestowanie w spin offy.

Zastosowanie przez fundusze VC warrantów subskrypcyjnych przyznawanych jednostce naukowej może znacznie ułatwić procesy inwestowania w „spin offy”. Rozwiązanie takie zmniejsza ryzyko związane z rozpoczęciem współpracy z zewnętrznym inwestorem, jednocześnie zapewniając jednostce naukowej możliwość partycypacji w przyszłych zyskach. Warranty mogą pełnić rolę antidotum na problemy z akceptowalną wyceną, wzajemną nieufnością czy bezpieczną eksploatacją praw własności intelektualnej.

Korzyści:

- ❖ *zmniejszenie awersji jednostek naukowych do angażowania się w spółki,*
- ❖ *wzrost zaufania do inwestorów,*
- ❖ *mniejsza liczba konfliktów na etapie wyceny i negocjacji warunków inwestycji.*

Wnikliwe „due diligence” własności niematerialnych i prawnych pomysłodawców może uchronić fundusz od przyszłych pozwów i odszkodowań.

Wkład pomysłodawców wniesiony do spółki w postaci wartości niematerialnych, prawnych i „know-how” powinien podlegać procesowi „due diligence”, w którym fundusz winien wykluczyć ryzyko naruszenia praw innych osób czy podmiotów. Jest to szczególnie ważne w przypadku pracowników naukowych i projektów realizowanych w konsorcjach. Jeżeli istnieje ryzyko, iż inne podmioty mogą mieć roszczenia wobec wnoszonych wartości niematerialnych i prawnych, kwestie te należy poddać szczegółowej analizie i ocenie oraz ewentualnie włączyć je do procesu negocjacji i zakładania spółki portfelowej. Powyższy proces powinien znaleźć swoje odzwierciedlenie w procedurach inwestycyjnych funduszu.

Korzyści:

- ❖ minimalizacja ryzyka upadłości spółki w związku z niejasną sytuacją formalno-prawną,
- ❖ mniejsze ryzyko sporów sądowych w okresie post-inwestycyjnym.

Zbyt duże rozmycie udziału pomysłodawców może zaszkodzić inwestycji.

Udział funduszy BRIDGE Alfa we własności dokapitalizowanych spółek po fazie seed/start-up nie powinien wynosić więcej niż około 15–25%. Większe rozmycie własności pomysłodawców w spółkach wysokotechnologicznych może znacznie utrudnić pozyskanie kolejnych rund finansowania i wywołać konflikty pomiędzy udziałowcami.

Korzyści:

- ❖ mniejsza awersja pomysłodawców do współpracy z funduszami,
- ❖ większe szanse na pozyskanie kolejnych rund finansowania.

Wsparcie publiczne musi służyć wszystkim.

Wsparcie publiczne udzielane funduszom VC i spółkom portfelowym musi pracować dla dobra wszystkich uczestników inwestycji, a nie tylko dla niektórych z nich. Z jednej strony udział kapitału publicznego powinien mieć swoje odzwierciedlenie w wycenie spółki jako czynnik oddziałujący na obniżenie kosztu kapitału, a z drugiej strony dla pomysłodawców powinien stanowić wsparcie wczesnego etapu rozwoju spółki i znaczącego ryzyka upadłości.

Korzyści:

- ❖ uwzględnienie wsparcia publicznego w wycenie projektów - przejrzystość źródeł finansowania,
- ❖ zmniejszenie napięć pomiędzy pomysłodawcami a funduszami przy negocjacjach i wycenie projektu.

Scenariusze umorzeń mogą ograniczyć rozmycie pomysłodawców.

Scenariusze umorzeń wiążące liczbę udziałów, jakie uzyskuje pomysłodawca wraz ze zrealizowaniem kamieni milowych, powinny stanowić standardowy mechanizm redukujący ewentualne duże rozmycie pomysłodawców w momencie utworzenia spółki.

Korzyści:

- ❖ większe zaangażowanie pomysłodawców w funkcjonowanie spółki,
- ❖ zabezpieczenie interesów funduszu bez jednoczesnego naruszania interesów pomysłodawców,
- ❖ mniej konfliktów na tle podziału własności.

Stabilność zespołu pomysłodawców musi być właściwie zaadresowana w umowie inwestycyjnej.

Stabilność zespołu pomysłodawców może mieć kluczowe znaczenie dla powodzenia projektu B + R i powstałej spółki. Fundusze VC nie powinny poprzestawać wyłącznie na kontroli konfliktów interesów (kontakt pomysłodawców z konkurentami) czy czasu poświęcanego spółce. Klauzule „reverse vesting” mogą korzystnie wpłynąć na utrzymanie spójności zespołu i wyhamowanie konfliktów niszczących spółkę.

Korzyści:

- ❖ wzrost prawdopodobieństwa ukończenia zaplanowanych kamieni milowych,
- ❖ ograniczanie ryzyka konfliktów pomiędzy samymi pomysłodawcami,
- ❖ motywacja do zatrzymania pomysłodawców w spółce.

Inwestorzy nie powinni mieć wpływu na prace komitetu inwestycyjnego.

W skład komitetu inwestycyjnego powinni wchodzić wyłącznie członkowie kluczowego personelu funduszu, przedstawiciel NCBR i ewentualnie najbardziej doświadczeni dyrektorzy inwestycyjni. Co do zasady w skład komitetu nie powinni wchodzić inwestorzy, a jego działanie winno koncentrować się na procesie inwestycyjnym.

Korzyści:

- ❖ większa sprawność działania komitetu inwestycyjnego (oraz samego funduszu),
- ❖ klarowniejszy podział kompetencji i odpowiedzialności.

Głos inwestorów w sprawach funduszu powinien być realizowany poprzez komitet doradczy.

W strukturze „governance” funduszu obok komitetu inwestycyjnego powinien działać komitet inwestorów pełniący funkcję konsultacyjną i doradczą, a w niektórych kwestiach także decyzyjną w zakresie spraw dotyczących funkcjonowania funduszu jako całości.

Korzyści:

- ❖ klarowniejszy podział kompetencji i odpowiedzialności,
- ❖ większa sprawność struktury „governance”.

Zarządzający powinni partycypować w kapitalizacji funduszu

Kluczowy personel, a także – w miarę potrzeby i możliwości – pozostali członkowie zespołu zarządzającego powinni uczestniczyć w kapitalizacji funduszu w takim wymiarze, jaki będzie stwarzał motywację do wydajnej pracy i nie będzie zaburzał roli pełnionej przez nich w funduszu.

Korzyści:

- ❖ łatwiejszy proces pozyskania kapitału do funduszu,
- ❖ mniejsze ryzyko występowania zachowań oportunistycznych.

Równe traktowanie spółek portfelowych

Koinwestycje kluczowego personelu w spółki portfelowe funduszu powinny być dokonywane poprzez fundusz lub – w innym przypadku – we wszystkie spółki portfelowe. Indywidualne inwestycje pojedynczych członków kluczowego personelu w wybrane spółki portfelowe nie powinny być dozwolone.

Korzyści:

- ❖ mniejsze ryzyko występowania zachowań oportunistycznych,
- ❖ większe zaufanie do kluczowego personelu ze strony inwestorów w fundusz.

Opcja koinwestycyjna dla inwestorów w funduszu

Zarządzający funduszem powinni rozważyć zaoferowanie inwestorom w funduszu – na przejrzystych zasadach i przy równym dostępie – prawa do dokonywania koinwestycji w wybrane spółki portfelowe na takich samych warunkach, na jakich inwestuje fundusz.

Korzyści:

- ❖ większe zaufanie do kluczowego personelu ze strony inwestorów w fundusz,
- ❖ większa skłonność inwestorów do angażowania się w fundusz.

GLOSARIUSZ

Carried interest – udział w zysku z inwestycji (opłata za sukces – *success fee*), który otrzymuje menadżer inwestycyjny (zespół zarządzający funduszem).

Corporate governance – (z ang. ład korporacyjny, nadzór korporacyjny) – sposób/mechanizm sprawowania władzy korporacyjnej (tj. w ramach korporacji; nad korporacją tj. spółką). W praktyce zasady i sposoby zarządzania i nadzoru nad instytucją (funduszem lub spółką).

Deal source – źródła pochodzenia projektów inwestycyjnych.

Due diligence – (z ang. należyta staranność) – proces szczegółowego badania przedsiębiorstwa na podstawie dokumentów korporacyjnych oraz zewnętrznych materiałów. W praktyce proces ten może dotyczyć (łącznie lub osobno) sfery finansowej, organizacyjnej, technologicznej lub w zakresie naruszenia praw podmiotów i osób trzecich.

Faza Proof-of-Principle (PoP) – faza Projektu B+R (preseed), polegająca na wczesnej weryfikacji pomysłu, w czasie której realizowane są badania przemysłowe i eksperymentalne prace rozwojowe, wstępna ocena potencjału Projektu B+R, analizy otoczenia konkurencyjnego, zdefiniowanie planu badawczego i pierwszych kamieni milowych rozwoju Projektu B+R; jej realizacja możliwa jest m.in w jednostkach naukowych (uczelnie, instytuty naukowe PAN, instytuty badawcze, inne jednostki naukowe) lub poprzez osoby fizyczne lub dedykowane zespoły projektowe (wynalazcy, pomysłodawcy); jej prowadzenie nie będzie zasadniczo związane z odrębnym prawnie podmiotem dedykowanym do realizacji Projektu B+R; Faza PoP poprzedza powołanie spółki typu spin-off i finansowana jest w 80% dotacją udzielaną przez NCBR, a w 20% dofinansowana środkami inwestorów prywatnych.

Faza Proof-of-Concept (PoC) – faza Projektu B+R polegająca na właściwej weryfikacji pomysłu, w czasie której realizowane są badania przemysłowe i eksperymentalne prace rozwojowe, których wyniki (jeśli pozytywne) na ogół umożliwią pełne zgłoszenie patentowe lub przejście do fazy międzynarodowej zgłoszenia pierwszeństwa w trybie PCT lub komercyjne wykorzystanie wyniku Projektu B+R; zwykle realizowana przez prawnie wyodrębniony podmiot dedykowany do realizacji Projektu B+R; Faza PoC finansowana jest w formie mieszanej – wejścia kapitałowego inwestora (minimum 20 % środków) oraz dotacji ze strony NCBR (max 80%, przekazywanej za pośrednictwem Funduszu BRIDGE Alfa) dla spółek utworzonych na bazie zwalidowanych projektów B+R.

Fundusz BRIDGE Alfa – Fundusz kapitałowy, będący beneficjentem dofinansowania w ramach instrumentu BRIDGE Alfa (1.5. POIG) realizujący Projekt Grantowy oraz Projekty B+R.

Projekt B+R – zespół zorganizowanych działań o charakterze naukowo - badawczym lub badawczo - rozwojowym, służących osiągnięciu celu Projektu Grantowego, o potencjale komercyjnym zarówno dla osób zaangażowanych w jego realizację jak i dla inwestorów zainteresowanych komercjalizacją jego wyników, realizowany w fazie PoP lub w fazie PoC.

Private equity – rynek inwestycji kapitałowych realizowanych na niepublicznym rynku kapitałowym i związany z niepublicznymi aktywami (papiery wartościowe nie notowane na publicznym rynku giełdowym), których celem jest uzyskanie średnio i długoterminowych zysków kapitałowych. W praktyce dotyczy transakcji o wysokiej wartości realizowanych poprzez następujące rodzaje transakcji:

Finansowanie wzrostu – zazwyczaj mniejszościowe inwestycje w dojrzałe i rozwijające się spółki, których celem jest rozwój, restrukturyzacja działalności operacyjnej czy wejście na nowe rynki

Restrukturyzacja – finansowanie funkcjonujących przedsiębiorstw, które mają problemy finansowe, ale rokują pozytywny zwrot z inwestycji

Wymiana inwestorów (replacement) – transakcja polegająca na odkupieniu istniejących udziałów/akcji od dotychczasowych inwestorów (najczęściej innego funduszu VC/PE)

Wykup – transakcja zmierną do przejęcia przedsiębiorstwa od dotychczasowych właścicieli. W ramach powyższych transakcji najczęściej identyfikowane są wykupy menadżerskie (MBI, MBO), wykupy lewarowane, najczęściej z wykorzystaniem instrumentów dłużnych (LBO), czy transakcje wykupu z rynku giełdowego (*Public-to-Private*).

Reverse vesting – Rozwiązanie polegające na tym, że pomysłodawca czy pomysłodawcy, którzy przed określonym w czasie momentem opuszczą spółkę (z własnej woli czy też w wyniku złamania zapisów umowy inwestycyjnej), zmuszeni są do odsprzedania spółce udziałów czy akcji po cenie nominalnej, co w praktyce oznacza utratę jakiejś części udziału w spółce. Wielkość tej części podlegającej obowiązkowi odsprzedaży zazwyczaj zależy od momentu, w którym następuje odejście ze spółki, i jest tym większa, im szybciej (wcześniej) dana osoba odchodzi ze spółki.

Spółka spin off – spółka założona w celu komercjalizacji prac badawczo-rozwojowych (firma odpryskowa), której jednym z udziałowców jest jednostka naukowa a przedmiotem komercjalizacji są prace realizowane w tejże jednostce. Udział jednostki naukowej może mieć charakter bezpośredni – posiadanie akcji lub udziałów niniejszej spółce lub pośredni poprzez prawo nabycia akcji lub udziałów w przyszłości (np. poprzez warranty subskrypcyjne).

Spółka spin out – spółka założona w celu komercjalizacji prac badawczo-rozwojowych (firma odpryskowa), której jednym z udziałowców jest aktualny lub były pracownik naukowej jednostki naukowej lub osoba posiadająca tytuł naukowy a przedmiotem komercjalizacji są prace związane z jej profilem badawczym.

Term sheet – dokument określający warunki brzegowe inwestycji kapitałowej, który jest podstawą negocjacji inwestycyjnych i warunków inwestycji zapisanych w dalszej kolejności w umowie inwestycyjnej.

Venture capital – to segment rynku Private equity charakteryzujący się inwestycjami na wczesnych etapach rozwoju przedsiębiorstw (nawet przed jego formalnym założeniem), a tym samym charakteryzujące bardzo wysokim ryzykiem niepowodzenia. Transakcje wyróżniane w ramach tego segmentu to:

Zasiew (*seed*) – finansowanie etapu przed założeniem spółki i obejmujący zarówno inkubację i akcelerację, często związany z prowadzeniem prac badawczych w końcowych fazach (np. faza proof of principle). Faza określana mianem rundy A finansowania.

Start-up – inwestycje związane z uruchomieniem przedsiębiorstwa lub przedsiębiorstwami już istniejącymi, ale nie realizującymi komercyjnej sprzedaży produktów i usług. Faza określana mianem rundy B finansowania.

Późniejsza faza venture – finansowanie rozwoju istniejących przedsiębiorstw, które mogą już wykazywać zyski ze sprzedaży. W wielu przypadkach przedsiębiorstwa posiadają już inwestora o charakterze venture capital, dlatego najczęściej inwestycja dotyczy rundy finansowania C i D.

Warranty subskrypcyjne - to papiery wartościowe (imienne lub na okaziciela) emitowane przez spółkę akcyjną. Uprawniają one do objęcia akcji lub zapisu na akcje nowej emisji. Uchwała dotycząca emisji warrantów musi określić uprawnionych do ich objęcia, cenę emisyjną, liczbę akcji przypadającą na jeden warrant oraz termin wykonania praw z warrantów.

WYKAZ SKRÓTÓW

AGH	Akademia Górniczo-Hutnicza
ATG	Akcelerator Technologiczny Gliwice
B + R	Badania i rozwój
EVCA	Obecnie Invest Europe (European Venture and Private Equity Association)
FIZ	Fundusz inwestycyjny zamknięty
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie
ICT	Information and communication technology
IP	Prawa własności intelektualnej (<i>intellectual property</i>)
IPO	pierwsza oferta publiczna (<i>Initial public offering</i>)
KFK S.A.	Krajowy Fundusz Kapitałowy Spółka Akcyjna
LP	Limited Partner
LPAC	Limited Partners Advisory Committee
LQT	LQT Fund (<i>life quality technologies</i>)
MFZ	Międzynarodowy Fundusz Walutowy
NCBR	Narodowe Centrum Badań i Rozwoju
NGO	Organizacja pozarządowa (<i>non-government organization</i>)
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
ONZ	Organizacja Narodów Zjednoczonych

PAN	Polska Akademia Nauk
PE	Private Equity
PFR	Polski Fundusz Rozwoju
PIBiR	Polski Instytut Badań i Rozwoju
PIRR	Pooled Internal Rate of Return (zagregowana wewnętrzna stopa zwrotu)
POIG	Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka
POIR	Program Operacyjny Innowacyjny Rozwój
SVP	Start Venture@Poland Fund
VC	Venture Capital

