

Jerzy Węclawski

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

ZARZĄDZANIE RYZYKIEM INWESTYCJI VENTURE CAPITAL PRZEZ KSZTAŁTOWANIE WARUNKÓW KONTRAKTU

Streszczenie: Inwestycje venture capital dokonywane są w warunkach wysokiego ryzyka. Jego istotną przyczyną jest asymetria informacji między inwestorem i przedsiębiorstwem. Fundusze venture capital próbują pokonać ten problem, wprowadzając określone klauzule do umów o wniesieniu kapitału. Umowy te mogą zwierać „kamienie milowe” ułatwiające kontrolę rozwoju przedsiębiorstwa. Innym rozwiązaniem jest zmiana struktury kapitału uzależniona od rozwoju przedsiębiorstwa oraz przekazywanie go w transzach. Fundusze venture capital zapewniają sobie w umowach pozyskiwanie informacji o sytuacji przedsiębiorstwa oraz udział w jego organach nadzorczych. Ważną regulacją jest też określenie terminu i sposobu dezinwestycji.

Słowa kluczowe: venture capital, zarządzanie ryzykiem, klauzule umowne.

1. Wprowadzenie – model biznesowy inwestycji venture capital

Inwestowanie venture capital jest procesem bardziej złożonym od zastosowania wielu innych instrumentów ze względu na wysokie ryzyko inwestycyjne. Ryzyko to wynika z oddziaływania licznych czynników o charakterze technicznym, ekonomicznym i prawnym, które inwestor stara się ograniczyć, podejmując szereg działań mających umożliwić mu kontrolowanie wykorzystania kapitału i odpowiednio wczesne reagowanie na wzrost zagrożenia jego utraty bądź nieosiągnięcia założonej stopy zwrotu. Wielu inwestorów venture capital przewiduje także aktywny udział w zarządzaniu przedsiębiorstwem, aby wspomagać je swoją wiedzą, doświadczeniem i kontaktami z otoczeniem biznesowym.

Inwestorzy venture capital dla zmniejszenia ekspozycji na ryzyko i wzmocnienia swojej pozycji w spółce portfelowej szczególną wagę przypisują do treści umów o wniesienie udziałów kapitałowych bądź zastosowanie innych instrumentów finansowania. Umowy te zawierają liczne klauzule umożliwiające inwestorom podejmowanie strategicznych decyzji, wykonywanie bieżącej kontroli oraz wycofania kapitału w dogodnym dla nich momencie. Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie rozwiązań w ramach umów zawieranych pomiędzy funduszami venture capital a przedsiębiorstwami, pozwalających na zarządzanie ryzykiem inwestycyjnym.

2. Asymetria informacji i konflikty interesów

Klasyczny zakres finansowania za pomocą venture capital (przedsiębiorstwa na etapie tworzenia i wczesnych faz rozwoju, firmy wchodzące na rynek z innowacyjnymi produktami i usługami, spółki nienotowane na giełdzie) sprawia, że pomiędzy inwestorem a przedsiębiorstwem występuje asymetria informacji [Reissig-Thust, Brettel, Witt 2004, s. 636]. Przedsiębiorstwa należące do tych grup, mając utrudniony bądź w ogóle zamknięty dostęp do innych źródeł kapitału, znajdują się pod szczególnie silną presją pozyskania inwestorów venture capital. Stąd nie są zainteresowane przekazaniem im o przedsięwzięciu informacji, które mogłyby mieć wpływ na negatywną decyzję o zaangażowaniu kapitału bądź podniesieniu premii za ponoszone ryzyko. Odrębną kwestią jest, czy w ogóle, ze względu na etap rozwoju przedsięwzięcia, jest możliwe pozyskanie kompletnej informacji o nim. W wypadku innowacji możliwości techniczne rozwoju produkcji masowej, zakup czynników produkcji, potencjał rynku zbytu, okres dyfuzji, czas i skala reakcji konkurentów pozostają jeszcze w dużym stopniu niewiadomą. W każdym razie przedsiębiorstwa poszukujące kapitału będą starały się udostępnić i eksponować te informacje, które wskazują na pozytywne strony projektu, a ukrywać i umniejszać znaczenie tych, które powodują zagrożenia w jego realizacji.

Inwestorzy venture capital świadomi nastawienia przedsiębiorstw w udostępnianiu informacji o projekcie podejmują liczne działania zmierzające do zmniejszenia skali zjawiska asymetrii informacji. Przede wszystkim pozyskują dodatkowe informacje ze źródeł zewnętrznych oraz przeprowadzają rozbudowane, wieloetapowe oceny sytuacji przedsiębiorstwa.

W przedsiębiorstwach finansowanych za pomocą venture capital dochodzi w kilku obszarach do sprzeczności interesów pomiędzy inwestorem a przedsiębiorcami. Można wskazać na kilka zakresów konfliktów interesu: zachowanie niezależności przedsiębiorcy, wzrost jego wynagrodzeń, kształtowanie ścieżki kariery zawodowej kadry zarządzającej.

Typową formą finansowania za pomocą venture capital jest wnoszenie do przedsiębiorstwa udziałów kapitałowych. Związane jest to ze zmianą stosunków własnościowych. Ze względu na wysokie ryzyko inwestycji i dążenie do możliwie dobrego zabezpieczenia przed nim kapitałodawcy często wymagają wyposażenia ich w uprawnienia wykraczające swoim zakresem poza te, które wynikają z samej wysokości wniesionych udziałów. Prowadzi to do ograniczenia niezależności przedsiębiorcy i jego obaw o możliwość utraty wpływu na przedsiębiorstwo na etapie dezinvestycji. Sytuacja taka jest źródłem potencjalnych konfliktów interesów pomiędzy przedsiębiorcą a inwestorem venture capital. Aby ich uniknąć, inwestorzy venture capital przywiązują szczególną wagę do oceny możliwości współpracy z właścicielami i menedżerami przedsiębiorstwa [Eisele, Habermann, Oesterle 2003, s. 406]. Nawet jeżeli przyjmiemy, że wspólnym celem obydwu stron jest wzrost wartości przedsiębiorstwa, to i tak powstaje problem, jak ta wartość ma być wykorzystana.

Sprzeczność interesów pomiędzy kapitałodawcą (czasowe zaangażowanie kapitału z perspektywą osiągnięcia możliwie wysokiej stopy zwrotu w momencie wycofania) a kapitałobiorcą (rozwój przedsiębiorstwa i zachowanie kontroli nad nim) jest w tym przypadku sprawą immanentną.

Przedsiębiorcy będą również zainteresowani podwyższaniem swoich dochodów indywidualnych kosztem przedsiębiorstwa. Ma to wyraz w podnoszeniu wynagrodzeń, pokrywaniu różnych form udziału w życiu przedsiębiorstwa w ciężar jego kosztów. Działania takie prowadzą do nadużywania zasobów przedsiębiorstwa, co nie leży w interesie inwestora.

Właściciele przedsiębiorstw i zarządzający nimi mogą również traktować swoją aktywność zawodową w finansowanej przez inwestora venture capital firmie jako jeden z etapów własnej kariery. Przedsiębiorcy gromadzą kapitał i doświadczenie do tworzenia kolejnych firm, a menedżerowie zdobywają wiedzę i umiejętności oraz budują swoją pozycję jako punkt wyjścia do dalszych awansów. W takiej sytuacji wzrost wartości przedsiębiorstwa, na którym zależy inwestorowi, nie stanowi podstawowego celu działalności tych osób.

Wobec występowania tego typu sprzecznych interesów strony finansowania za pomocą venture capital, przystępując do współpracy, muszą uregulować w drodze umownej wzajemne stosunki i doprowadzić do spójności celów. Warunki współpracy określone w umowie mają ograniczyć bądź wyeliminować negatywne skutki występowania problemu agencji i chronić inwestora. Umowy te mogą być kształtowane na wiele sposobów, co jest przedmiotem dalszych rozważań.

3. Wyznaczanie celów pośrednich w umowach inwestycyjnych

Inwestorzy venture capital uzależniają niekiedy zainwestowanie kapitału od wyrażenia zgody przez finansowane przedsiębiorstwo na wprowadzenie do umowy celów pośrednich, jakie muszą być zrealizowane w trakcie procesu inwestycyjnego. Cele te, określane jako „kamienie milowe”, wyznaczają przedsięwzięcia etapowe, od których wykonania jest uzależnione dalsze postępowanie inwestora. Ze względu na to, że przyjęcie w umowie tego typu wyznaczników rozwoju ma istotne znaczenie zarówno dla inwestora, jak i finansowanego przedsiębiorstwa, szczególnego znaczenia nabiera precyzyjne ich sformułowanie.

„Kamienie milowe” mogą mieć różny charakter. Po pierwsze, mogą przybierać formę wskaźników ekonomicznych, jak: osiągnięcie określonego poziomu przychodów, zysku itp. Po drugie, mogą występować w formie ustaleń o charakterze technicznym, jak: wytworzenie prototypu wyrobu, uzyskanie ochrony patentowej dla wytwarzanego wyrobu. Po trzecie, mogą to być wskazania przedsięwzięć mających wpływ na dalszy rozwój przedsiębiorstwa, jak np. zawarcie przez nie umów licencyjnych, kontraktów handlowych czy umów w zakresie badań i rozwoju wytwarzanych produktów [Hoffmann, Hoelzle 2004, s. 233].

Wprowadzenie do umów inwestycyjnych zobowiązania przedsiębiorstwa do realizacji określonych celów etapowych może powodować dla niego różne konsekwencje odnoszące się do dalszego postępowania inwestora. Po pierwsze, inwestor po osiągnięciu wyznaczonego celu może być zobligowany do udostępnienia przedsiębiorstwu kolejnej transzy kapitału pieniężnego. Po drugie, realizacja wyznaczonego etapu rozwoju przedsiębiorstwa może nakładać na inwestora obowiązek zmiany rodzaju dostarczanego kapitału (np. przejścia z mezzanine capital na venture capital). Po trzecie, w zależności od rodzaju osiąganych przez przedsiębiorstwo wyników może dochodzić do wymiany udziałów pomiędzy inwestorem a właścicielami przedsiębiorstwa. W wypadku pozytywnych rezultatów przedsiębiorcy uzyskują prawo otrzymania udziałów od inwestora venture capital, a w wypadku wyników negatywnych to inwestor ma prawo domagać się od właścicieli dalszych udziałów po korzystnej dla siebie cenie.

Zakres zastosowania „kamieni milowych” w umowach o finansowaniu za pomocą venture capital jest różny. Niektóre fundusze venture capital traktują je jako niezbędny element umowy, podczas gdy inne całkowicie rezygnują z zastosowania w nich tego typu rozwiązań. Wynika to z tego, że „kamienie milowe” mają zarówno swoje zalety, jak i wady. Do zalet można zaliczyć oddziaływanie motywacyjne, możliwość ograniczenia strat inwestora oraz lepszą podstawę do wykonywania kontroli nad spółką portfelową. Uzależnione od realizacji wyznaczonych w umowie inwestycyjnej celów etapowych dalsze finansowanie bądź zagrożenie koniecznością przekazania inwestorowi kolejnych udziałów po preferencyjnej cenie powinno mieć silne oddziaływanie motywacyjne na właścicieli przedsiębiorstwa i jego kadre zarządzającą. Znajdujące się we wczesnym etapie rozwoju przedsiębiorstwo finansowane w transzach uzależnionych od osiągania przyjętych wskaźników ekonomicznych ma zapewnioną większą stabilność finansową do momentu osiągnięcia punktu równowagi. Jednocześnie uzależnienie przekazania dalszych transz kapitału od osiągnięcia przyjętych wskaźników ekonomicznych pozwala inwestorowi na odpowiednio wczesne wycofanie się ze spółki, gdy nie rokuje ona szans na zakładany rozwój. Przyjęcie w umowie wskaźników rozwoju finansowanego przedsiębiorstwa daje precyzyjne podstawy do kontroli realizacji przyjętego planu ekonomiczno-finansowego. Związanie się stron w umowie o finansowaniu za pomocą venture capital sztywnymi wielkościami może jednakże mieć także swoje wady. Przedsiębiorca znajdujący się pod presją celów etapowych będzie nastawiony na realizację zadań krótkookresowych, zamiast wzrostu wartości przedsiębiorstwa w dłuższej perspektywie. Trzeba także mieć na uwadze, że może dojść do błędnego bądź niezbyt precyzyjnego wyznaczenia celów etapowych. Przedsiębiorca może ściśle trzymać się ich wykonania, pogarszając sytuację inwestora w nowych warunkach. Prowadzi to do konfliktów między nimi, chociaż w umowie można też przewidzieć korektę przyjętych wskaźników. Kontrola realizacji przyjętych celów oznacza też dla kapitałodawcy dodatkowe obciążenia.

Przeprowadzanie okresowych kontroli rozwoju przedsiębiorstwa przez inwestora venture capital bądź finansowanie go za pomocą kolejnych transz kapitału nie wymaga wprowadzania do umowy inwestycyjnej „kamieni milowych”. Dlatego też wielu kapitałodawców rezygnuje ze stosowania tego typu rozwiązań.

4. Rodzaje kapitału i etapowanie inwestycji

Chociaż finansowanie za pomocą venture capital jest powszechnie utożsamiane z wnoszeniem do przedsiębiorstwa kapitału własnego, to w praktyce środki finansowe mogą być dostarczane w różnych formach i ich kombinacjach. Oprócz kapitału własnego fundusze posługują się kapitałem obcym oraz różnymi rodzajami kapitału hybrydowego łączącego w sobie w różnych proporcjach elementy kapitału własnego i obcego [Mueller-Kaenel 2002, s. 19]. Finansowanie przedsiębiorstwa w większym zakresie kapitałem obcym bądź instrumentami hybrydowymi zbliżonymi swoimi właściwościami do kapitału obcego powoduje mniejsze ryzyko dla funduszu venture capital, możliwość otrzymywania bieżących dochodów odsetkowych, ale i związane jest z realizacją mniejszej stopy zwrotu w przypadku sukcesu przedsiębiorstwa, gdyż fundusz nie partycypuje z tytułu pożyczki we wzroście jego wartości. Finansowanie w większym stopniu kapitałem własnym lub instrumentami hybrydowymi zbliżonymi swoimi właściwościami do kapitału własnego oznacza dla funduszu większe ryzyko, aż do utraty wyłożonego kapitału, odsuwa perspektywę realizacji zysku na koniec inwestycji, ale umożliwia w przypadku sukcesu przedsiębiorstwa udział we wzroście jego wartości. Jednocześnie wniesienie odpowiedniej wielkości udziałów kapitału własnego pozwala funduszowi na wykonywanie uprawnień właścicielskich.

Określenie odpowiedniej struktury finansowania opartej na kombinacji rodzajów kapitału jest ważnym elementem umowy inwestycyjnej. Ma ona wpływ na oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji, ale także na możliwości zarządzania ryzykiem. Na większy udział w finansowaniu kapitału obcego decydują się przedsiębiorstwa bardziej pewne swojego sukcesu i mniej zainteresowane wsparciem biznesowym ze strony funduszu.

Drugim rozwiązaniem przyjmowanym w umowach jest przekazywanie przedsiębiorstwu kapitału w transzach. Dostarczenie kolejnej transzy kapitału może być w takiej sytuacji jak wskazano powyżej uzależnione od osiągnięcia przez przedsiębiorstwo przyjętych w umowie celów etapowych bądź wskaźników. Tego typu finansowanie stosowane jest w odniesieniu do przedsiębiorstw znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju, gdy występuje daleko posunięta asymetria informacji pomiędzy funduszem i spółką oraz wysokie ryzyko inwestycyjne.

Finansowanie przedsiębiorstwa oparte na transzach kapitału ma swoje zalety, ale i wady. Zaletą jest możliwość pozyskiwania w trakcie każdej rundy finansowania ważnych informacji o rozwoju przedsiębiorstwa i uzależnienia wniesienia kolejnej transzy od osiągnięcia założonego celu. Pozwala to na ograniczenie ryzyka inwestycyjnego. Fundusz venture capital lepiej kontroluje spółkę portfelową, zmniejsza jej

pole manewru przy wykorzystaniu środków finansowych i dopinguje do realizacji kolejnych wyznaczonych w planie etapów. Warunkiem skuteczności tego typu rozwiązania jest prawidłowe określenie w umowie „kamieni milowych”. W skrajnym przypadku następuje przerwanie finansowania na określonym etapie, co często pociąga za sobą likwidację spółki. Jest to rozwiązanie korzystne dla obydwu stron, gdyż nie następuje kumulacja zbędnych kosztów. Jednorazowa inwestycja w warunkach wyższego ryzyka umożliwia jednak nabycie udziałów na korzystniejszych warunkach cenowych (premia za ryzyko). Zakup kolejnych udziałów w warunkach pomyślnego rozwoju przedsiębiorstwa, gdy ryzyko inwestycyjne maleje, będzie natomiast związany z koniecznością zapłacenia za nie wyższej ceny.

5. Uprawnienia kontrolne inwestorów

Wnosząc do spółki portfelowej udziały kapitałowe, fundusz venture capital nabywa określone uprawnienia właścicielskie. Rodzaje i zakres tych uprawnień oraz sposoby ich wykonywania są przedmiotem umowy inwestycyjnej. Fundusze venture capital wnoszą z reguły do przedsiębiorstw udziały mniejszościowe, ale dążą do zagwarantowania sobie uprawnień daleko wykraczających poza przyjęte dla takiej pozycji udziałowca. Uprawnienia te można podzielić na dwie grupy: prawo do pozyskiwania określonych informacji oraz prawo do podejmowania decyzji.

Prawo do uzyskiwania informacji o przebiegu procesów produkcyjnych, handlowych i finansowych pozwala inwestorowi ograniczać zjawisko asymetrii informacji i kontrolować rozwój przedsiębiorstwa. Informacje o niekorzystnym przebiegu tych procesów stanowią podstawę do podjęcia odpowiednich działań mających na celu ograniczenie ryzyka inwestycyjnego. Inwestorzy zapewniają sobie dostęp do pełnych informacji o przedsiębiorstwie przez wgląd do sprawozdań finansowych, ksiąg handlowych, kontraktów i innych dokumentów oraz danych dotyczących przedsiębiorstwa. Mogą także żądać sporządzania raportów i sprawozdań z realizacji określonych przedsięwzięć.

Menedżerowie funduszu venture capital często wchodzą do organów nadzorczych i mają zapewniony wpływ na podejmowanie decyzji strategicznych. W szczególności gwarantują sobie w umowach prawo weta w zakresie decyzji dotyczących sprzedaży przedsiębiorstwa bądź jego części, przejmowania innych spółek, decyzji inwestycyjnych. Fundusze inwestycyjne unikają natomiast angażowania się w zarządzanie operacyjne spółką portfelową, gdyż ograniczałoby to z jednej strony niezależność przedsiębiorcy i korzyści z tym związane, a z drugiej nadmiernie absorbowало menedżerów funduszu.

Inwestorzy venture capital, podejmując się finansowania przedsiębiorstwa, wiążą jego dalszy rozwój z osobą założyciela i jego zaangażowaniem w osiągnięcie sukcesu. Znajduje to wyraz z jednej strony w wysokiej randze kryterium jakości czynnika ludzkiego na etapie due dilligence spółki mającej być przedmiotem finansowania, a z drugiej strony także odpowiednich regulacji wprowadzanych do umo-

wy o finansowaniu [Reissig-Thust, Brettel, Witt 2004, s. 639]. W umowach inwestycyjnych zamieszczane są klauzule wymagające od założyciela poświęcenia odpowiedniego wymiaru czasu i wysiłku w kierowanie przedsiębiorstwem, co jest często równoznaczne z zakazem podejmowania dodatkowej pracy. Kolejną klauzulą jest ustanowienie wymogu przepracowania przez założyciela określonego czasu od momentu pojawienia się inwestora finansowego. Jest to szczególnie istotne w odniesieniu do młodych innowacyjnych przedsiębiorstw, których sukces w dużym stopniu zależy od ich założyciela.

6. Klauzule dotyczące wycofania kapitału ze spółki

Inwestycje venture capital dokonywane są z zasady na czas określony. Termin wycofania kapitału może być wskazany w umowie bądź uzależniony od realizacji przyjętych celów. W każdym bądź razie inwestorzy nie są zainteresowani pozostaniem na stałe w spółce i dlatego w umowie o wniesieniu do niej udziałów wprowadzają klauzule określające warunki i sposoby dezinwestycji [Gladstone 2002, s. 311]. Umowa może zawierać klauzule upoważniające fundusz do sprzedaży udziałów w przypadku, gdy zbycia swoich udziałów dokonują założyciele przedsiębiorstwa. Fundusz gwarantuje sobie przy tym prawo do sprzedaży udziałów na takich samych warunkach co założyciele. W wypadku niepowodzenia inwestycji klauzule zawarte w umowie mogą zawierać określone preferencje dla inwestora venture capital w związku z jej likwidacją. W sytuacji pozytywnego rozwoju przedsiębiorstwa umowy mogą natomiast przewidywać różne warianty dezinwestycji, uzależnione od skali sukcesu.

Znaczący rozwój przedsiębiorstwa i wzrost jego wartości skłaniają inwestorów do przekształcenia go w spółkę akcyjną (jeżeli nie posiada takiej formy) i wprowadzenia jej akcji do obrotu publicznego. Wycofanie kapitału przez rynek giełdowy uznawane jest za jeden z najatrakcyjniejszych sposobów dezinwestycji. Niemniej korzystne może być znalezienie inwestora strategicznego zainteresowanego przejęciem spółki. Problemem może być jednak posiadanie przez fundusz venture capital udziałów mniejszościowych. W związku z tym fundusze wprowadzają do umów klauzule zobowiązujące założycieli przedsiębiorstwa do sprzedaży swoich udziałów, gdy nadarza się sprzyjająca możliwość ich zbycia na rzecz inwestora strategicznego. W przypadku gdy spółka generuje umiarkowane zyski i nie jest atrakcyjna dla inwestorów zewnętrznych, umowa może przewidywać klauzule odkupienia udziałów od funduszu przez pozostałych współwłaścicieli przedsiębiorstwa.

7. Podsumowanie

Chociaż umowy zawierane przez fundusze venture capital z finansowanymi przedsiębiorstwami opierają się na zasadzie równoprawności stron, to jest rzeczą oczywistą, że to fundusze mają z reguły większe doświadczenie w ich kształtowaniu i silniejszą pozycję negocjacyjną. One też rzeczywiście decydują o kształcie umowy

i zawartych w niej klauzulach. Jest to o tyle uzasadnione, że to fundusze ponoszą ryzyko związane z wyłożeniem kapitału. Można przy tym przyjąć, że jako profesjonalni pośrednicy finansowi nastawieni na zysk nadają umowom taki kształt, który tworzy warunki do efektywnego wykorzystania ich wsparcia finansowego i biznesowego.

Literatura

- Eisele F., Habermann M., Oesterle R., *Die Beteiligungsauswahl durch Venture Capital-Gesellschaften: Entscheidungskriterien bei Projekten unterschiedlicher Reife*, „Finanz Betrieb” 2003, nr 6.
- Hoffmann R., Hoelzle A., *Meilensteinregelungen in Venture Capital-Verträgen nach Deutschem Recht*, „Finanz Betrieb” 2004, nr 3.
- Gladstone D., *Venture Capital: An Entrepreneur's Guide to Raising Venture Capital*, Prentice Hall, New Jersey 2002.
- Müller-Känel O., *Mezzanine Finance*, Haupt Verlag, Bern, Stuttgart, Wien 2002.
- Reissig-Thust S., Brettel M., Witt P., *Vertragsgestaltung durch Venture Capital-Gesellschaften*, „Finanz Betrieb” 2004, nr 9.

VENTURE CAPITAL INVESTMENT RISK MANAGEMENT THROUGH SHAPING THE CONDITIONS OF CONTRACT

Summary: Venture capital investments take place in high risk conditions, caused mostly by information asymmetry between an investor and a company. Venture Capital Funds try to deal with this problem by introducing particular provisions into the agreements concerning investing capital. The agreements may contain “mile stones” enabling the control of company development. There is also the other solution which is the change of capital structure dependent on the company development and transferring it in tranches. Venture Capital Funds guarantee themselves in the agreements the information concerning the situation of a company as well as the participation in company supervisory boards. It is also a very important regulation to determine the way and time of disinvestment.