

# Rozstanie z inwestorem kapitałowym -zabezpieczenie interesów spółki przy wyjściu kapitałowym

Adam Osiński, Kamila Szwarc-Skudlarska

# Co to jest „wyjście kapitałowe”? Dlaczego jest groźne dla spółki?

Podstawowym celem inwestora kapitałowego jest zawsze uzyskanie zysku dzięki inwestycji w spółkę. Wyjście kapitałowe to proces zakończenia przez inwestora kapitałowego inwestycji w spółkę i realizacji zysku.

W każdej umowie inwestycyjnej inwestor kapitałowy chce zamieścić zapisy ułatwiające jego wyjście z inwestycji. Bez tych zapisów inwestor co do zasady nie zdecyduje się na wejście kapitałowe w spółkę. Standardowo to inwestor ma przy tym wybór co do tego w jaki sposób wyjść z inwestycji.

Wyjście kapitałowe wiąże się ze zmianą wspólnika w spółce, a to zawsze rodzi ryzyka dla młodej spółki. Zwłaszcza ryzyko związane z odmiennymi pomysłami pomysłodawcy i nowego wspólnika na dalszy rozwój spółki.

## Sposoby wyjścia kapitałowego

- Zbycie udziałów / akcji inwestorowi branżowemu.
- Zbycie udziałów / akcji inwestorowi finansowemu, w szczególności funduszowi venture capital.
- Zbycie akcji w alternatywnym systemie obrotu organizowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (rynek NewConnect).
- Zbycie udziałów / akcji zespołowi menedżerskiemu (wykup menedżerski).
- Wniesienie udziałów / akcji aportem lub wymiana udziałów / akcji w ramach procesu połączenia spółek (w zamian za udziały albo akcje innej spółki).
- Umorzenie udziałów albo akcji.
- Likwidacja spółki.

## Zbycie udziałów albo akcji inwestorowi branżowemu lub inwestorowi finansowemu.

Zbycie udziałów albo akcji inwestorowi branżowemu lub inwestorowi finansowemu to preferowane przez inwestorów kapitałowych formy wyjścia z inwestycji. Pozwalają one na szybkie uzyskanie środków

finansowych od nowego inwestora, a tym samym na najszybsze uzyskanie zysku na zainwestowanym kapitale oraz środków na kolejne inwestycje.

## **Zbycie akcji na rynku NewConnect, wykup menedżerski, wniesienie udziałów albo akcji aportem lub wymiana udziałów albo akcji w ramach procesu połączenia spółek**

Zbycie akcji na rynku NewConnect, zbycie udziałów albo akcji zespołowi menedżerskiemu oraz wniesienie udziałów albo akcji aportem lub wymiana udziałów albo akcji w ramach procesu połączenia spółek to sposoby stosowane najczęściej wtedy, gdy nie jest możliwe zbycie udziałów albo akcji inwestorowi branżowemu lub inwestorowi finansowemu. Jest tak dlatego, że te sposoby wyjścia kapitałowego wiążą się zwykle z wydłużeniem okresu w którym inwestor kapitałowy uzyska zwrot na swojej inwestycji.

## **Umorzenie udziałów albo akcji lub likwidacja spółki**

Umorzenie udziałów albo akcji lub likwidacja spółki to sposoby wyjścia kapitałowego stosowane zazwyczaj wtedy gdy inwestycja się nie powiodła i konieczne jest zminimalizowanie poniesionych strat.

## **Zabezpieczenie interesów spółki i jej pomysłodawcy przy wyjściu kapitałowym**

Zabezpieczenie interesów spółki przy wyjściu kapitałowym, to jednocześnie zabezpieczenie interesów jej pomysłodawcy. Spółce i jej pomysłodawcy nie jest zazwyczaj (nie powinno być!) wszystko jedno kto będzie jej nowym wspólnikiem.

Sposoby zabezpieczenia interesów spółki i jej pomysłodawcy przy wyjściu kapitałowym powinny być bezwzględnie omówione w trakcie negocjowania i zapisane w umowie inwestycyjnej.

O wyjściu kapitałowym trzeba bezwzględnie pomyśleć jeszcze przed wejściem kapitałowym inwestora do spółki!

## **Najważniejsze formy zabezpieczenia interesów spółki i jej pomysłodawcy przy wyjściu kapitałowym**

Zabezpieczenia interesów spółki i jej pomysłodawcy przy wyjściu kapitałowym powinno mieć formę zapisania w umowie inwestycyjnej:

- warunków realizacji prawa pierwszeństwa nabycia udziałów / akcji - dzięki temu pomysłodawca może samodzielnie lub z pomocą zaprzyjaźnionego inwestora wykupić udziały, które inwestor kapitałowy planuje zbyć inwestorowi branżowemu lub innemu inwestorowi finansowemu;
- minimalnego poziomu ceny zbycia udziałów / akcji po której pomysłodawca może zostać przymuszony do zbycia udziałów / akcji nowemu inwestorowi w przypadku gdy udziały / akcje sprzedaje także inwestor kapitałowy (klauzula drag along);
- prawa do przyłączenia się pomysłodawcy do transakcji zbycia udziałów / akcji przez inwestora kapitałowego (klauzula tag along) - dzięki temu pomysłodawca ma wybór co do tego czy pozostać w spółce czy zdecydować się na jej opuszczenie w przypadku wyjścia z niej inwestora kapitałowego i wejścia do niej nowego wspólnika;
- minimalnej ceny po jakiej zbywane będą akcje spółki w ofercie przeprowadzanej bezpośrednio przed wejściem na rynek NewConnect;
- zasad rozliczenia się wspólników w przypadku umorzenia udziałów albo akcji lub likwidacji spółki (klauzula liquidation preference).

## **Najczęstsze sposoby wyjścia kapitałowego:**

1. zbycie udziałów albo akcji inwestorowi branżowemu;
2. zbycie udziałów albo akcji inwestorowi finansowemu, w szczególności funduszowi ventures capital;
3. zbycie udziałów albo akcji zespołowi menadżerskiemu;
4. wniesienie udziałów albo akcji aportem lub wymiana udziałów albo akcji w ramach procesu połączenia spółek (w zamian za udziały albo akcje innej spółki);
5. zbycie akcji w alternatywnym systemie obrotu organizowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na rynku NewConnect;
6. umorzenie udziałów albo akcji;

## 7. likwidacja Spółki.

Inwestorzy kapitałowi w ramach finansowania danego projektu szczególną uwagę poświęcają modelom wyjścia kapitałowego z danej inwestycji. Każdy proces inwestycyjny nastawiony jest na określoną stopę zwrotu. Każde tzw. wyjście kapitałowe z inwestycji ma na celu „odzyskanie” środków finansowych zainwestowanych przez danego inwestora w dany projekt. Im więcej możliwości wyjścia kapitałowego zostało przewidziane w umowie inwestycyjnej tym bardziej atrakcyjny jest dla inwestorów dany projekt. Ograniczone opcje wyjścia z inwestycji mogą wpłynąć negatywnie na ocenę danego projektu i jego odrzucenie na etapie analizy wstępnej. W związku z powyższym im więcej możliwości wyjścia kapitałowego zostanie zaproponowane przez pomysłodawcę tym bardziej atrakcyjna jest jego oferta.

### Zbycie udziałów na rzecz inwestora branżowego lub finansowego

Inwestorzy kapitałowi jako jedno z opcji wyjść kapitałowych bardzo często wybierają zbycie udziałów/akcji na rzecz podmiotu trzeciego. Zbycie udziałów/akcji w zależności od zapisów umowy inwestycyjnej, umowy lub statutu Spółki może zostać obwarowane różnego rodzaju mechanizmami zabezpieczającymi pozostałych wspólników/akcjonariuszy przed dobrowolnością w dokonaniu przez inwestora kapitałowego transakcji. Najczęściej spotykane mechanizmy to: lock- up – ograniczenie w zbywalności udziałów/ akcji na wskazanych okres lub po cenie nie niższej niż, tag along – prawo przyłączenia, drag along- prawo pociągnięcia, prawo pierwszeństwa, czy zgodna na zbycie udziałów lub akcji przez pozostałych wspólników.

Przykład zapisów umowy dotyczący tag along

*W wypadku zamiaru zbycia przez Stronę udziałów w kapitale zakładowym Spółki Strona ta zobowiązuje się do zapewnienia Inwestorowi możliwości zbycia wszystkich, przysługujących każdej ze Stron udziałów w kapitale zakładowym Spółki na takich samych - co do ceny, sposobu i terminu zapłaty - warunkach jak warunki na jakich udziały zamierza zbyć ta Strona.*

Przykład zapisów umowy dotyczący drag along

*Z zastrzeżeniem ust. \_\_ w wypadku, gdy jakkolwiek osoba trzecia złoży któremukolwiek ze wspólników Spółki ofertę nabycia udziałów w kapitale zakładowym Spółki z zastrzeżeniem, iż oferta ta jest skuteczna pod warunkiem, iż osoba składająca ofertę uzyska rzeczywistą możliwość nabycia*

*udziałów w kapitale zakładowym Spółki reprezentujących 100 proc. (sto procent) kapitału zakładowego Spółki, wówczas wspólnik ten będzie uprawniony do żądania od pozostałych wspólników Spółki, a pozostali wspólnicy Spółki będą bezwarunkowo i nieodwołalnie zobowiązani do zbycia osobie trzeciej składającej ofertę wszystkich, przysługujących im udziałów w kapitale zakładowym Spółki na takich samych - co do ceny, sposobu i terminu zapłaty - warunkach jak warunki określone w ofercie i jak warunki na jakich udziały w kapitale zakładowym Spółki zbywa wspólnik, który otrzymał ofertę.*

Jedną z opcji wyjścia kapitałowego inwestora jest również tak zwany buy-back czyli odsprzedaż akcji/ udziałów pozostałym udziałowcom lub akcjonariuszy – często opcja ta jest połączona z prawem pierwszeństwa w nabyciu aktywów. Rekapitalizacja następuje najczęściej w oparciu o wykorzystanie długu (np. kredytu lub obligacji), którego obsługa spada następnie na spółkę.

Przykład zapisów umowy dotyczący prawa pierwszeństwa:  
(...)

- 1. W przypadku, gdy Strona zamierza zbyć przysługujące jej udziały w kapitale zakładowym Spółki na rzecz osoby trzeciej, pozostałym Stronom przysługuje prawo pierwszeństwa na-bycia udziałów przeznaczonych do zbycia. Prawo pierwszeństwa nie przysługuje w przy-padku zbycia Udziałów przez Inwestora spółce wchodzącej w skład Grupy Kapitałowej tego Inwestora, jeżeli nabywca zobowiąże się na piśmie pod rygorem nieważności do za-pewnienia pozostałym Stronom prawa pierwszeństwa nabycia udziałów przeznaczonych przez nabywcę w przyszłości do zbycia na zasadach opisanych w niniejszym paragrafie.*
- 2. Strona zamierzająca zbyć na rzecz osoby trzeciej przysługujące jej udziały w kapitale za-kładowym Spółki zobowiązana jest powiadomić pisemnie pod rygorem nieważności oraz za potwierdzeniem odbioru, wszystkie pozostałe Strony o zamiarze zbycia udziałów, wskazując warunki planowanego zbycia oraz informując o możliwości skorzystania z prawa pierwszeństwa nabycia udziałów przeznaczonych do zbycia.*
- 3. Strony mają prawo złożyć oświadczenie o skorzystaniu z prawa pierwszeństwa nabycia udziałów przeznaczonych do zbycia w terminie 30 (trzydziestu) dni od dnia otrzymania pisma, o którym mowa w ust. 2, przy czym nie później niż w terminie 37 (trzydziestu siedmiu) dni od dnia wysłania do danej Strony pisma, o którym mowa w ust. 2, na adres uwidoczniony w księdze udziałów Spółki. Oświadczenie o skorzystaniu z prawa pierwszeństwa nabycia udziałów przeznaczonych do zbycia powinno obejmować wszystkie*

*udziały przeznaczone do zbycia, których dotyczy dane pismo, o którym mowa w ust. 2.*

(...)

Zbycie udziałów/akcji inwestorowi branżowemu tzw. trade sale, to jedna z najczęstszych opcji wyjścia kapitałowego. Inwestor branżowy zazwyczaj nabywa pakiet większościowy, który będzie umożliwiał mu sprawowanie kontroli nad spółką.

Wyjście kapitałowe może też przyjąć formę zbycia inwestorowi branżowemu majątku spółki. Często zdarza się sytuacja w której, Inwestor branżowy jest zainteresowany nabyciem konkretnych składników majątku firmy.

### Zbycie udziałów/akcji inwestorowi finansowemu

Zbycie przez inwestora kapitałowego udziałów lub akcji spółki innemu inwestorowi finansowemu to tzw. secondary sale. Głównymi przesłankami wyboru tej opcji są:

- Zrealizowanie przez start-up biznes planu oraz realizacji przez niego zakładanych celów, natomiast dalsza ekspansja z fazy startupu wymaga dokapitalizowania spółki;
- zbliżający się upływ okresu inwestycji danego inwestora np. 5 lat.

Niestety bardzo często w tego typu transakcjach, wycena spółki jest często niższa niż wycena sporządzona na poczet zbycia udziałów inwestorom branżowym, natomiast zaletą tej opcji jest szybkość przeprowadzenia takiej transakcji.

### Wykup menedżerski

Wykup menedżerski jest to nic innego jak przejęcie udziałów/ akcji przez kadrę zarządzającą zajmującą się bieżącym zarządzaniem spółką. Wykup menadżerski jest zazwyczaj wykonywany w sytuacji gdy kadra zarządzająca – de facto najczęściej pomysłodawcy nie godzą lub nie chcą dalszej współpracy z inwestorami finansowymi lub branżowymi. Jak również niejednokrotnie może stanowić swoistą premie za wyniki. Często wykup menadżerski jest poprzedzony uzyskaniem wszelkich zgód i pozwoleń korporacyjnych organów Spółki tj. rada nadzorcza.

### Wniesienie udziałów albo akcji aportem lub wymiana udziałów albo akcji w ramach procesu połączenia spółek (w zamian za udziały albo akcje innej spółki):

Ten model zazwyczaj występuje przy opcji wykupu poprzez wejście inwestora branżowego. Jednocześnie ww. procesy są zazwyczaj czasochłonne i są dość sformalizowane.

Przykładowo wniesienie aportem udziałów/ akcji lub tzw. europejska wymiana udziałów wymaga przede wszystkim podwyższenia kapitału w spółce do której będą wnoszone przedmiotowe aktywa w zamian za objęcie przez wspólników/akcjonariuszy podmiotu wnoszonego, jak również sporządzenia wyceny udziałów/akcji.

W przypadku połączenia spółek konieczne jest przeprowadzenie procesu połączenia wskazanego w kodeksie spółek handlowych.

Zbycie akcji w alternatywnym systemie obrotu organizowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na rynku NewConnect  
Zbycie akcji w alternatywnym systemie obrotu organizowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych na rynku NewConnect dedykowany jest tylko dla publicznych spółek. W związku z czym wskazana powyżej opcja wyjścia kapitałowego jest automatycznie wyeliminowana dla spółek z ograniczoną odpowiedzialnością i niepublicznych spółek akcyjnych. Główną zaletą tego modelu wyjścia związana jest z płynnością aktywów będących w posiadaniu inwestora.

#### Umorzenie udziałów/akcji

Umorzenie udziałów/ akcji będących w posiadaniu inwestora jest zawsze poprzedzone jego wykupem. Zgodnie z przepisami prawa dopuszczalny jest wykup dobrowolny lub przymusowy.

Zgodnie z przepisami prawa umorzenie udziału wymaga uchwały zgromadzenia wspólników, która powinna określać w szczególności podstawę prawną umorzenia i wysokość wynagrodzenia przysługującego wspólnikowi za umorzony udział. Wynagrodzenie to, w przypadku umorzenia przymusowego, nie może być niższe od wartości przypadających na udział aktywów netto, wykazanych w sprawozdaniu finansowym za ostatni rok obrotowy, pomniejszonych o kwotę przeznaczoną do podziału między wspólników. W przypadku umorzenia przymusowego uchwała powinna zawierać również uzasadnienie.

Natomiast umorzenie akcji wymaga uchwały walnego zgromadzenia. Uchwała powinna określać w szczególności podstawę prawną umorzenia, wysokość wynagrodzenia przysługującego akcjonariuszowi akcji umorzonych bądź uzasadnienie umorzenia akcji bez wynagrodzenia oraz



sposób obniżenia kapitału zakładowego. Umorzenie przymusowe następuje za wynagrodzeniem, które nie może być niższe od wartości przypadających na akcję aktywów netto, wykazanych w sprawozdaniu finansowym za ostatni rok obrotowy, pomniejszonych o kwotę przeznaczoną do podziału między akcjonariusz.

W każdym z ww. przypadków wymagane są nakłady finansowe Spółki na wykup aktywów od inwestora kapitałowego.

### Likwidacja

W przypadku niepowodzenia projektu zazwyczaj podejmowana jest decyzja wyjścia z inwestycji w wyniku rozwiązania spółki poprzedzonej postępowaniem likwidacyjnym. Likwidacja spółki polega na wyprzedaniu majątku spółki, uregulowaniu jej zobowiązań, pozostały majątek po likwidacji przeznaczony zostanie do podziału dla wspólników/akcjonariuszy. Warto już w samej umowie inwestycyjnej przewidzieć model rozliczeń między wspólnikami/akcjonariuszami w sytuacji likwidacji. Bardzo często inwestor kapitałowy będzie na uprzywilejowanej pozycji w stosunku do pomysłodawców. Likwidacja spółki jest równoznaczna z niepowodzeniem inwestycji.

## Pytania i odpowiedzi

1. Z dotychczasowego doświadczenia proszę powiedzieć, który z prezentowanych sposobów wyjścia kapitałowego jest najlepszy dla spółki?

Oczywiście wybór najlepszego sposobu wyjścia kapitałowego inwestorów ze spółki uzależniony jest od konkretnych okoliczności oraz etapu rozwoju danej spółki. Jednakże zakładając pozytywny scenariusz, tj. dodatnie wyniki finansowe i rozwój działalności operacyjnej spółki, ciekawym rozwiązaniem na wyjście kapitałowe jest wprowadzenie akcji spółki do obrotu na rynku giełdowym. Takie rozwiązanie daje zazwyczaj możliwość zbywania akcji przez wszystkich inwestorów na zasadach rynkowych, czyli zapewnia równie traktowanie wszystkich stron transakcji. Ponadto zmiana struktury akcjonariatu w spółce publicznej zazwyczaj nie niesie ze sobą daleko idących konsekwencji dla samej spółki i jej działalności operacyjnej.

2. Czy w wyniku wyjścia kapitałowego inwestora na Spółce ciąży jakiegokolwiek obowiązek podatkowy?

Dokonując transakcji finansowych, w szczególności skomplikowanych transakcji finansowych najlepiej skorzystać z pomocy profesjonalnego doradcy podatkowego, radcy prawnego lub adwokata, ponieważ charakter takich transakcji wymaga indywidualnego badania, przez co stosowanie szablonowego podejścia może nieść dla stron transakcji daleko idące konsekwencje. Generalnie można jednak wskazać, że często transakcje finansowe na udziałach lub akcjach spółek kopiałowych są neutralne podatkowo dla spółki a powodują zaistnienie obowiązków podatkowych jedynie na stronach transakcji czyli na inwestorach.

3. Czy wyjście inwestora kapitałowego generuje duże koszty po stronie Spółki, np.: koszty doradztwa prawnego?

Wyjście inwestora kapitałowego może generować koszty po stronie spółki i to nie tylko ze względu na konieczność opłacania doradców pranych czy finansowych. Często zmiana struktury właścicielskiej rzutuje na podstawową działalność spółki lub perspektywy i kierunki jej dalszego rozwoju. Jednakże, ze względu na mocno indywidualny charakter takich transakcji trudno jest wskazać liczny, które odzwierciedlałyby realne koszty. Zazwyczaj spółki z ograniczoną odpowiedzialnością muszą się liczyć z

podstawowymi opłatami sądowymi przy składaniu wniosku do sądu rejestrowego informującego o zmianie struktury udziałowej.

#### 4. Czy istnieje możliwość zmuszenia inwestora do dokonania wyjścia kapitałowego?

Należy pamiętać, że inwestor jest współnikiem czyli właścicielem udziałów lub akcji spółki kapitałowej. Wobec powyższego jego prawo własności jest chronione prawem. Jednakże na etapie zawierania umowy inwestycyjnej można uzgodnić i zastosować pewne postanowienia umowne czy klauzule, które umożliwią stosowanie wcześniej uzgodnionych sposobów i warunków wyjścia kapitałowego. Szczegółowe informacje w tym zakresie zawarte są w pierwszym webinarium.

#### 5. Jak można zapobiec wyjściu inwestora kapitałowego ze Spółki?

Należy pamiętać, że inwestor jest współnikiem czyli właścicielem udziałów lub akcji spółki kapitałowej. Wobec powyższego dysponowanie przez niego prawem własności jest regulowane przepisami prawa. Jednakże na etapie zawierania umowy inwestycyjnej można uzgodnić i zastosować pewne postanowienia umowne czy klauzule, które umożliwią stosowanie wcześniej uzgodnionych sposobów i warunków wyjścia kapitałowego. Szczegółowe informacje w tym zakresie zawarte są w pierwszym webinarium.