

KAKŠNO INVESTICIJO NAJ SPUSTIM V DRUŽBO IN NA KAKŠEN NAČIN?

office@skozar.com | www.skozar.com

in skozar

PARTNER (SIO 2020-2022)

f @skozarlegal



Na kaj
moram biti
pri odločanju
in pogajanjih
o investiciji
posebej
pozoren.

Živijo!

Verjetno se sprašuješ, ali bo tole še eden izmed tistih suhoparnih in neuporabnih pravnih člankov s fancy izrazi, ki ti nič ne pomagajo?

Iskreno misliva, da ne in da ti bo tale zapis dal nekaj izhodišč, o katerih je vredno razmisliti, da boš skozi svoja vrata spustil pravo investicijo. In na pravi način. In ne, ne bo napisan v žargonu in komplicirano. No, to vsaj ni namen, kako pa nama bo šlo, boš lahko ocenil sam.



Zakaj piševa tole?

Še preden sem začel delati v odvetništvu, sem spoznal zanimivega starejšega podjetnika z gorečo dušo (in strastnim kadilskim karakterjem), ki je imel podjetje, ki je postavljalo sončne elektrarne.

In ga pri vstopu investitorja... izgubil.

Zakaj? Ker je bil, kot je rekel sam, nepremišljen in... neinformiran. Možak je bil že v zrelih letih in se v resnici nikoli ni čisto zares pobral.

Ta izkušnja je na meni pustila vtis. In vzbudila strast, da zdaj delam stvari, ki jih delam. Skupaj z Anžetom pomagava podjetjem sklepati boljše posle. In verjameva, da ti tale zapis lahko pomaga, da skleneš boljši posel.

In ne, ne sugerirava, da se je investitorjev potrebno bati ali kaj podobnega. Investitorji so vaši partnerji in v končni fazi tudi mentorji. Potrebujete drug drugega. Ravno zato mora sklenjen posel zadovoljiti bistvene interese obeh strani.

Takšnega posla pa ni mogoče skleniti, če ne poznate osnovnih načinov vstopa investitorja v podjetje in osnovnih vprašanj in tveganj, ki se pri tem pojavljajo. Brez teh znanj boste lastne interese v bistvu težko opredelili. In se težko dobro pogajali. In temu je namenjen ta članek. Da boste lažje opredelili svoje interese in sklenili posel, ki v resnici ustreza interesom obeh strani. In da posla, ki vaših interesov ne zadovoljuje dovolj, pač ne boste sklenili.

Verjetno se sprašuješ še, ali ima ta članek tudi promocijski namen. Seveda ga ima. Pa je s tem kaj narobe? Misliva, da ne, ker meniva, da ti bo pomagal. Ali nas boš enkrat v prihodnosti poklical... morda. Če pa ne, pa nič hudega.

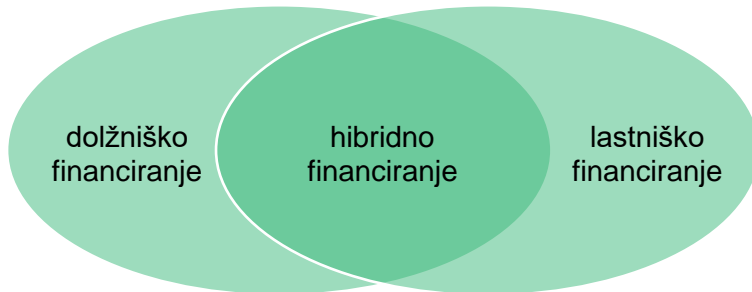
Gremo zdaj k vsebini.

Še tole... Članek ni kratek. Sva si ga na začetku zamislila v krajši obliki... Pa je bilo precej za povedati. Poskusi ga prebrati do konca... Misliva, da ti bo pomagal.

Po načinih financiranja šele postane zanimivo.

NA KAKŠEN NAČIN LAHKO MOJE PODJETJE DOBI DENAR?

Financiranje bo vedno ali **dolžniško** ali **lastniško** ali pa bo imelo elemente obeh vrst (**hibridno**).



Dolžniško financiranje

Za dolžniško financiranje je značilno, da investitor denar posodi družbi, družba pa mu ga mora v dogovorjenem časovnem obdobju vrniti, skupaj z obrestmi, ki so dogovorjene v pogodbi. **Pri dolžniškem financiranju investitor ne vstopa v lastniško strukturo družbe.** Dolžniško financiranje je mogoče zagotoviti tudi z izdajo dolžniških vrednostnih papirjev, kot je npr. obveznica.

O čistem dolžniškem financiranju posebej ne bova pisala (saj bo za vas kot oblika financiranja v tej fazi redkeje prišlo v poštev).

Lastniško financiranje

Na drugi strani pa lastniško financiranje pomeni, da **bo investitor vstopil v kapitalsko oziroma lastniško strukturo tvoje družbe.** To pomeni, da bo za določen znesek, ki ga bo investiral v družbo, želel dobiti določen delež v družbi (npr. poslovni delež, ki bo ustrezal 20 % osnovnega kapitala v družbi).

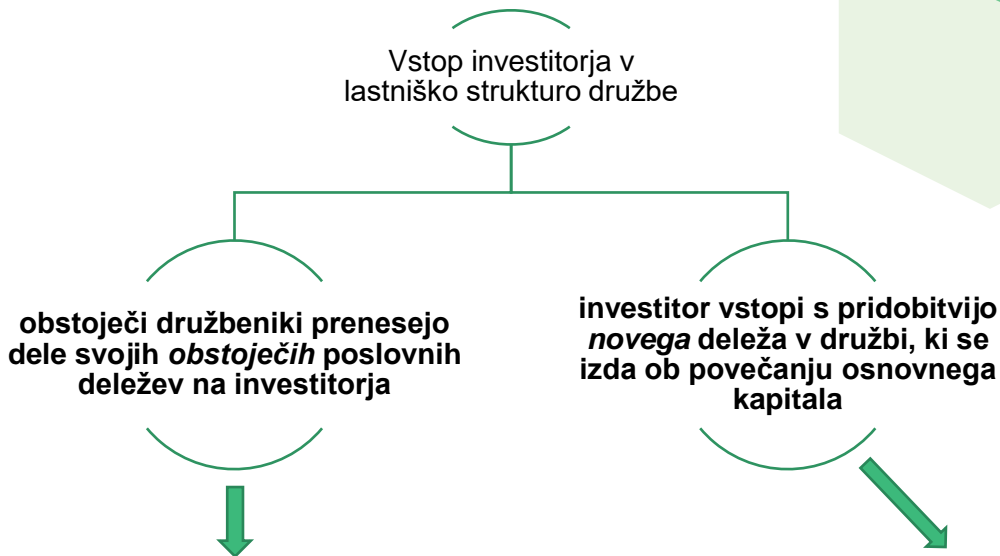
Vstop investitorja v lastniško strukturo se lahko izvede **na dva načina.**

Prvi je, **da obstoječi družbeniki prenesejo dele svojih obstoječih poslovnih deležev na investitorja** in ta na takšen način vstopi v lastniško strukturo družbe.

Drugi način pa je, **da se poveča osnovni kapital družbe in izda novi poslovni delež,** ki ga pridobi investitor tako, da vplača osnovni kapital in vpiše ta nov poslovni delež.

Poglejmo si obe možnosti na primeru.

Primer



Npr., družba ima 10.000 EUR osnovnega kapitala, ima pet družbenikov, ki imajo vsak 20 % delež (vsak ima poslovni delež v nominalni višini 2.000 EUR), **dogovorjeno pa je, da bo investitor pridobil 20 % delež za investicijo v družbo v višini 100.000 EUR.**

To pomeni, da bo investitor pridobil poslovni delež v nominalni višini 2.000 EUR (kar je 20 % osnovnega kapitala), poslovni deleži obstoječih družbenikov pa se bodo ustrezno znižali in bodo znašali v nominalni višini 1.600 EUR, kar ustreza 16 % deležu v osnovnem kapitalu.

V opisanem primeru bodo obstoječi družbeniki investitorju **prenesli vsak svoj del obstoječih poslovnih deležev** (vsak 20 % svojega poslovnega deleža, kar torej znaša 4 % deleža v osnovnem kapitalu), **tako da bo investitor imel skupaj 20 % delež, dosedanji družbeniki pa vsak 16 % delež.**

Podobno se zgodi tudi pri povečanju osnovnega kapitala.

V tem primeru obstoječi družbeniki sprejmejo **sklep o povečanju osnovnega kapitala na 12.500 EUR, pri čemer investitor vplača 2.500 EUR osnovnega kapitala**, s čimer pridobi 20 % delež v družbi, dosedanjim družbenikom pa se odstotni delež v kapitalu zniža na 16 % $((2.000 \text{ EUR}/12.500 \text{ EUR}) \times 100)$.

Kateri način se izbere, za naše namene niti ni tako bistveno (v določenem delu je v določenih okoliščinah lahko pomembno z davčnega in drugih vidikov, ampak o tem kdaj drugič). Bolj bistveno je, da **višina investicije v družbo** (torej koliko denarja dobi družba od investitorja) **lahko močno presega nominalno vrednost deleža, ki ga pridobi investitor v družbi** in da je temu praktično vedno tako.

Torej, v zgoraj opisanem primeru dobi investitor z investicijo 100.000 EUR poslovni delež v nominalni višini 2.000 oziroma 2.500 EUR, kar ustreza 20 % deležu v družbi. **Znesek investicije, ki se ne vplača kot osnovni kapital oziroma plača kot nominalna vrednost deleža** (pri primeru vplačila osnovnega kapitala ta znesek znaša 97.500 EUR), **se prav tako prenese oziroma plača družbi in ta sredstva predstavljajo sredstva družbe**. Ta sredstva se imenujejo vplačani presežek kapitala v primeru povečanja osnovnega kapitala oziroma naknadna vplačila v primeru prenosa deležev.

Hibridno financiranje

Hibridno financiranje vsebuje elemente obeh vrst financiranja. Tu gre za razna konvertibilna posojila, konvertibilne obveznice ter druga **opcijska upravičenja investitorja, da vstopi v lastniško strukturo družbe na podlagi predhodnega posojila, ki ga je investitor zagotovil družbi**.

In kaj pravzaprav pomeni *konvertibilno* oziroma *konverzija* in kako se vstop v lastniško strukturo s strani investitorja izvede?

Konverzija s preprostimi besedami pomeni, da se *posojilo spremeni v lastniški delež družbe* in investitor s tem vstopi v lastniško strukturo družbe. To se izvede tako, da se ustrezni del terjatve, ki jo ima investitor do družbe za vračilo posojila (dolžniški del financiranja), prenese na družbo kot stvarni vložek, investitor pa pridobi poslovni delež v ustrezni višini.

Če se naslonimo na zgornji primer. Družba ima 10.000 EUR osnovnega kapitala in ima pet družbenikov, ki imajo vsak 20 % delež (vsak ima poslovni delež v nominalni višini 2.000 EUR). **Investitor ima do družbe odprto terjatev iz posojila v višini 100.000 EUR. Dogovorjeno je, da ima investitor možnost pridobiti 1 % poslovni delež za vsakih konvertiranih 5.000 EUR terjatve. Investitor se odloči, da bo konvertiral svojo terjatev v višini 100.000 EUR, kar pomeni, da bo skladno z dogovorom zanjo pridobil 20 % poslovni delež.**

To se izvede tako, da **bo investitor kot stvarni vložek v osnovni kapital na družbo prenesel del terjatve v višini 2.500 EUR, kar bo ustrezalo 20 % osnovnega kapitala** ((2.500 EUR/12.500 EUR) x 100), deleži ostalih družbenikov pa se bodo sorazmerno znižali na 16 % ((2.000 EUR/12.500 EUR) x 100). Preostali del terjatve v višini 97.500 EUR se bo prav tako prenesel na družbo, vendar ne kot povečanje osnovnega kapitala, temveč kot vplačani presežek kapitala.

Gre za smiselno enak proces, kot da bi investitor v družbo vložil denarna sredstva in v zameno pridobil poslovni delež na podlagi povečanja osnovnega kapitala, le da se v primeru

konverzije na družbo prenese terjatev investitorja nasproti družbi za vračilo posojila. Denarna sredstva je družba že prejela na podlagi posojila, s prenosom terjatve za vračilo pa so ta denarna sredstva postala »lastnina« družbe, saj je s prenosom na družbo terjatev za vračilo sredstev investitorja prenehala.

Sedaj vemo, kaj pomeni hibridno financiranje in konverzija, ampak *what's the catch?*

Catch je, da kaj točno pojmuje kot hibridno financiranje niti ni pomembno. Hibriden instrument je precej popularen izraz, ki pa sam po sebi ne pove prav veliko.

Kar je pomembno je, da se natančno preverijo pogoji instrumenta oziroma posla, da se sploh vidi, za kaj točno gre. Lahko se ugotovi, da gre dejansko v *pretežni meri za dolžniško* financiranje, kjer je konverzija dogovorjena bolj kot varovalka za investitorja, če bi imelo podjetje pri odplačevanju posojila težave. Lahko pa se ugotovi, da je financiranje dejansko *pretežno lastniško* in da ima investitor pravico, da praktično kadarkoli lahko vstopi v lastniško strukturo družbe.

Ali je posamezen hibridni instrument oziroma posel res primeren za vas, je potrebno natančno preveriti. Sami termini kot je npr. konvertibilno posojilo torej sami po sebi ne povedo veliko.

»KOLIKO DENARJA ZA KAKŠEN PROCENT?«

– je to res celotna zgodba pri lastniškem financiranju?

Koliko denarja za kakšen procent....je to res vse, kar je pomembno?

Kaj pa recimo tole:

- kaj se zgodi, če hoče investitor iz družbe izstopiti, ali bom moral na zahtevo investitorja skupaj z njim v prihodnosti prodati svoj delež?
- kaj se zgodi, če sem našel novega investitorja, bo lahko vstopil v družbo?
- ali bom lahko prodal svoj delež, kadar se mi bo zahotelo?
- kdaj me lahko iztisnejo iz družbe ali izključijo?
- kdaj lahko zahtevajo, da prodam svoj delež?



- ali me lahko ne glede na moj odstotek v kapitalu družbe preglasujejo?
- za katere odločitve potrebujem soglasje investitorja?
- kakšne pravice nadzora ima investitor?
- kdo imenuje direktorje?
- kaj se zgodi, če v družbi ne morem več delati?
- katera jamstva in zagotovila investitorju lahko dam?
- kakšne so posledice kršitve določb pogodbe?
- kaj je s pogodbenimi kaznimi?
- s kom smem sodelovati in s kom ne?
- in še kaj.....

Verjetno se ti zdijo vsaj nekatera od teh vprašanj zelo pomembna. Točno katera so zate najpomembnejša, je pač odvisno od tvojih konkretnih okoliščin... Sva pa prepričana, da se strinjaš, da se zgodba v resnici pri vprašanju »koliko denarja za kakšen procent« šele začne.

Kako ti lahko pomagava? Vseh odprtih vprašanj, dilem in rešitev ne moreva predstaviti. Vsebina pogajanj in dogovora bo precej odvisna tudi od tipa investitorja in njegove strategije (ali gre za strateškega investitorja, ali gre za investitorja z izhodno strategijo itd.)

Bova pa poskusila odprta vprašanja razdeliti v smiselne skupine, ki ti bodo pomagale pri razmišljanju in odločanju, in pri vsaki izpostaviti nekaj najpomembnejših izzivov, ki se pri teh skupinah pojavljajo.

V pogajanjih z investitorjem se bo najverjetneje potrebno dogovoriti o naslednjih sklopih vprašanj:

- kakšni so **cilji družbe** oziroma kako cilje postaviti in kakšne so posledice nedoseganja ciljev?
- kako bo s **kontrolno nad družbo**, kdo jo izvršuje in v kakšnem obsegu?
- kakšna **jamstva in zaveze** morajo dati ustanovitelji družbe?
- kakšne so **obveznosti ustanoviteljev**?
- kdaj in **pod kakšnimi pogoji lahko investitor izstopi** iz družbe?
- **kaj se zgodi v primeru vstopa novega investitorja**, kakšne pravice ima v zvezi s tem investitor in kakšne družbeniki?

Cilji družbe in posledice nedoseganja ciljev

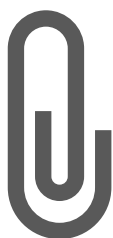
Opredelitev poslovnih ciljev družbe je pri pogajanjih z investitorji logično zelo pomembna. Investicija se zgodi na podlagi ocene investitorja, ali in kakšne cilje bo lahko družba dosegla in v kolikšnem času. Če jih družba ne dosega, je vprašanje, ali in koliko časa bo investitor sploh še imel interes ostati v lastniški strukturi družbe.



Tu pa pridemo do vprašanja, kakšne so pravice investitorja, če družba poslovnih ciljev ne dosega. Pravice so kot vedno stvar pogajanj, možne pa so recimo naslednje. Lahko je dogovorjena **pravica investitorja, da izstopi iz družbe, če družba ne doseže pričakovanega rezultata**. Pri tem mora družba izplačati investitorju ocenjeno vrednost njegovega deleža. V pogodbi se določi metoda za izračun vrednosti deleža, pomembno pa je, da si družba izgovori čim daljši rok za izplačilo vrednosti deleža zaradi zagotavljanja likvidnosti.



Mogoče je tudi, da je dogovorjena **pravica investitorja, da se njegov delež v družbi poveča brez dodatnega vložka, če družba ne dosega pričakovanih rezultatov**. Preprosto povedano, glede na dosežene rezultate je investitor »preveč« investiral za pridobljen delež in sedaj želi večji delež v družbi za enak investirani znesek. To je mogoče doseči preko raznih opcijskih upravičenj in drugih mehanizmov. Dobro je, da so interesi obeh strani čim bolj uravnoteženi in da je tveganje deljeno. Prilagajanje višine deleža v družbi se lahko ureja dinamično, v odvisnosti od rezultatov družbe in drugih okoliščin.



Možni so tudi **drugi aranžmaji**, npr. pravica investitorja, da proda poslovni delež tretji osebi brez soglasja družbenikov, izključitev predkupnih pravic družbenikov ali pa celo dolžnost družbenikov, da odkupijo delež od investitorja. Mogoči so tudi zelo **omejevalni aranžmaji za družbenike** v smislu, da bi ob morebitni prodaji deleža investitorja tretji osebi morali tudi družbeniki prodati svoje deleže (gre za tako imenovani *drag along right*). Več o tem govoriva spodaj pri izstopu investitorja.

Aranžmajev je nešteto, zato je potrebno vedeti in razumeti, kaj se dogovori, da ne prihaja do nepotrebnih oziroma, bolje rečeno, nepredvidenih glavobolov, če poslovanje ne poteka po načrtih.

Kontrola nad družbo

Vprašanje kontrole nad družbo je pri investicijah eno izmed najbolj zanimivih. Zakaj je temu tako, verjetno ni težko ugotoviti. Investitor je investiral z jasno vizijo, v katero smer naj družba gre in bi rad imel nadzor nad tem, da bo družba tej smeri sledila. Zaradi tega bo pogosto zahteval, da bo ne glede na višino svojega deleža imel določen nadzor nad bistvenimi odločitvami v družbi, kot so npr. opredelitev strategije, širitev na nove trge, odsvojitve premoženja ipd.

Pogosto gre tudi za odnos nekakšnega mentorstva med investitorjem in družbo, tako da so mehanizmi nadzora v obojestranskem interesu. Problemi lahko nastanejo, če je nadzor pretiran ali pa, seveda upamo da ne, pride na relaciji med investitorjem in drugimi do komunikacijskih šumov, razhajanja vizij ali česa podobnega.

Zaradi tega je dobro, da so kontrolni mehanizmi določeni jasno in da so uravnoteženi tako, da jih obe strani ponotranjita kot svoje, ki so v skupnem interesu.



Osnovno pravilo je, da koliko znaša tvoja udeležba v družbi, toliko imaš glasovalnih pravic na skupščini družbe in takšen sorazmeren nadzor lahko izvršuješ nad družbo. Skupščina imenuje poslovodstvo (direktorje) družbe, ki vodijo vsakodnevne posle družbe, in odloča o drugih pomembnejših vprašanjih v družbi (sprejema letno poročilo, odpokliče direktorje itd.). *Načeloma se odločitve sprejemajo z navadno večino (50 % plus en glas),* le za določene pomembnejše odločitve je že po zakonu predpisana strožja večina (npr. spremembe družbene pogodbe).

Torej... Iz tega izhaja, da če imam večino glasovalnih pravic v družbi, imam nad družbo močno kontrolo. To ni nujno in največkrat to ne drži.

Če boste ohranili večino deleža in glasovalnih pravic v družbi, to še ne bo avtomatično pomenilo, da boste imeli kontrolo. Investitor si bo namreč v večini primerov želel zagotoviti kontrolo, ki bo širša, kot bi izhajala zgolj iz njegovega deleža oziroma glasovalnih pravic na podlagi njegovega deleža.

Posebne pravice nadzora investitorja se lahko urejajo na več načinov.

Pravice nadzora so lahko določene na ravni družbene pogodbe in glasovanja na skupščini. Lahko se določi, da mora investitor k določenim odločitvam, ki jih sprejema skupščina, podati svoje **soglasje**, sicer te niso veljavno sprejete (pa bi sicer glede na število glasov bile veljavno sprejete) ali pa je za določene odločitve določen **višji kvorum** tako, da mora za njihovo sprejetje nujno glasovati tudi investitor.

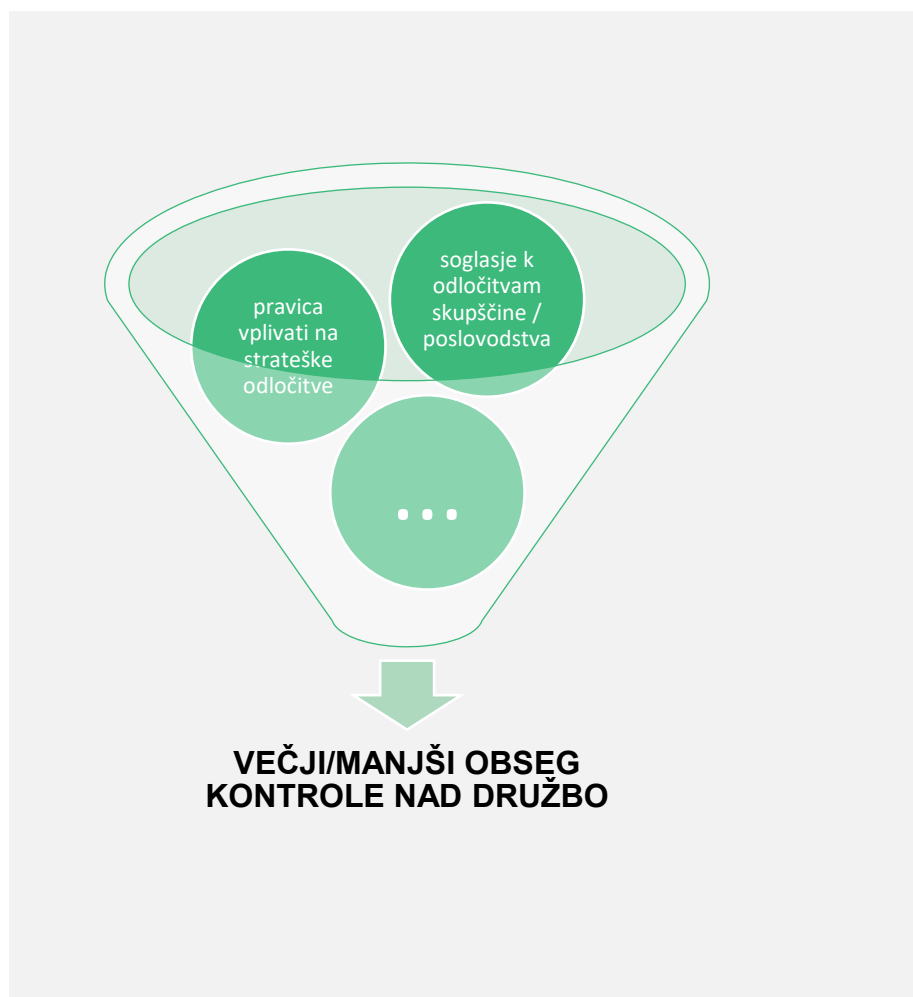
Nabor odločitev, za katere je potrebno soglasje investitorja, je lahko bolj ali manj širok. Mogoče je določiti celo posebne investitorjeve **pravice do imenovanja**, npr. da ima enega od dveh direktorjev družbe pravico imenovati investitor.

Poleg teh pravic pa se lahko uredijo tudi druge pogodbene pravice investitorja. Mogoče je določiti, da daje investitor

soglasje k določenim odločitvam posloводства, npr. poslovni politiki družbe, strateškim odločitvam, sklepanju pogodb s partnerji ipd. Prav tako se lahko določijo pravice investitorja do **pregleda poslovanja** družbe (pregled poslovnih knjig itd.), vključno s pravico zahtevati revizijo poslovanja družbe.

Obseg pravic investitorja do nadzora nad družbo bo zelo odvisen od razmerja med investitorjem in ustanovitelji in stopnje, na kateri je družba. Bolj kot bo investitor zaupal v samostojno odločanje ustanoviteljev in manj kot bodo ti potrebovali njegovo pomoč in izkušnje, bolj bodo pravice nadzora ohlapne in se bodo nanašale zgolj na najbolj bistvene odločitve v družbi. Če pa bo zaželeno, da je investitor bolj vpet v samo poslovanje družbe, bodo pravice investitorja konkretnije in bolj »invazivne«.

Kot rečeno, dobro je, da pravice nadzora odražajo vsebino in smisel razmerja med investitorjem in ustanovitelji ter stopnjo, na kateri je podjetje, in da so uravnotežene tako, da jih obe strani ponotranjita kot svoje, ki so v skupnem interesu.



Jamstva in zaveze družbenikov

Investitor bo hotel vedeti, v kakšno družbo vstopa. Odvisno od stopnje, na kateri je družba, in višine investicije, bo investitor lahko opravil tudi določen **skrbni pregled poslovanja družbe** (*due diligence*). V okviru pregleda bo ugotavljal pravno stanje družbe z namenom, da se prepriča, da je družba to, kar se trdi, da je.

Ugotavljal bo npr., ali so vse pomembne pravice intelektualne lastnine v »lasti« družbe ali pa so morebiti v »lasti« ustanoviteljev (v takšnem primeru bo najverjetneje zahteval prenos pravic na družbo), kakšne pogodbe ima družba sklenjene s partnerji, kako je z morebitnimi delovnimi razmerji ipd.

Na podlagi skrbnega pregleda bo investitor nato v pogodbi o investiciji zahteval določena jamstva in zaveze družbe in ustanoviteljev. Najbolj tipična zaveza v pogodbi je, da so ustanovitelji in družba posredovali točne informacije in vse razkrili in da zagotovila, ki so jih dali, niso zavajajoča.

Vnašanje določenih jamstev in zavez v pogodbo ni nič netipičnega. Za kršitve zavez in jamstev so lahko določene tudi pogodbene kazni.

Kar je bistveno, je, da ustanovitelji ne dajo jamstev ali zavez glede okoliščin, ki jih ne poznajo, ali glede tistih, ki jih ne morejo imeti v oblasti oziroma nanje vplivati.

Obveznosti ustanoviteljev

Pogosto so ustanovitelji in ekipa bistveni za uspeh družbe. Zato ni nenavadno, da bo investitor zahteval, da se ustanovitelji zavežejo, *da bodo družbi lojalni določeno obdobje* in zanjo opravljali določeno delo. V tem okviru se sklepajo klavzule, da se ustanovitelji zavežejo opravljati za družbo določene storitve za določeno obdobje ali dokler določen rezultat ni dosežen, da ne smejo opravljati drugega dela, ki bi oviralo doseganje ciljev v družbi, da je opravljanje drugega dela dovoljeno zgolj s soglasjem investitorja ipd.

Običajne so tudi različne *konkurenčne klavzule*. Te prepovedujejo opravljanje konkurenčne dejavnosti med trajanjem razmerja med ustanoviteljem in družbo, možno pa je, da prepovedujejo tudi opravljanje konkurenčne dejavnosti po tem, ko bi morebiti ustanovitelj izstopil iz družbe in za družbo ne bi več opravljal storitev oziroma dela.

Pri tej zadnji klavzuli je modro natančno določiti, v kakšnih primerih in ob katerih pogojih se klavzula o prepovedi opravljanja konkurenčne dejavnosti po izstopu iz družbe aktivira. In koliko časa takšna prepoved traja. Presplošna in neomejena prepoved opravljanja konkurenčne dejavnosti lahko za ustanovitelja predstavlja resen problem in mu onemogoča pridobivanje zaslužka.

Izstop investitorja iz družbe

Zgoraj smo omenili, da bo lahko imel investitor v primeru, da družba poslovnih ciljev ne bo dosegala, interes, da iz družbe izstopi. Prav tako bo lahko imel investitor interes za izstop iz družbe tudi v drugih primerih. To bo lahko njegova izhodna strategija (*exit strategy*). Iz družbe bo izstopil, ko bo družba dosegla pričakovane rezultate, in delež prodal po višji vrednosti, kot ga je pridobil.

**KONTROLNA
PREMIJA**
"control
premium"

Sploh pri investitorju z izhodno strategijo bo pomembno, kakšno kupnino bo lahko za svoj delež iztržil. Višina kupnine pa bo pogosto odvisna tudi od tega, ali bo lahko novi kupec v družbi izvrševal kontrolo oziroma do katere mere bo kontrolo lahko izvrševal. Če pridobi kupec kontrolo v družbi, bo za to navadno pripravljen plačati višjo ceno, tako imenovano kontrolno premijo (*control premium*).

Glede na to je mogoče, da si bo želel investitor izgovoriti **pravico zahtevati skupno prodajo** (*drag along right*). To pomeni, da bodo ob morebitni prodaji deleža investitorja na zahtevo investitorja morali tudi ostali družbeniki ob določenih pogojih prodati svoje deleže v družbi kupcu, s čimer si bo ta lahko zagotovil kontrolo nad družbo. Lahko se dogovori, da se morajo prodati vsi deleži v družbi ali pa npr. zgolj deleži, dokler kupec ne doseže 50 % plus en glas v družbi itd.

**PRAVICA
ZAHTEVATI
SKUPNO
PRODAJO**
"drag along right"

Možnih izvedb te pravice je veliko. Bistveno pa je, da je vsebina te pravice razumna in ustreza fazi investiranja ter drugim okoliščinam in interesom obeh strani. Zato je potrebno vsebino konkretne pravice dobro razumeti in ugotoviti interese, ki za takšno pravico stojijo ter jih uskladiti.

**IZSTOPNA
PRAVICA**
in izplačilo
ocenjene
vrednosti
deleža

Zgoraj smo govorili tudi o pravici investitorja, da ob določenih pogojih izstopi iz družbe (npr. če družba ne doseže pričakovanega rezultata ali pa da doseže določeno fazo ali rezultat, če obstajajo razhajanja med vizijami ustanoviteljev in investitorjevo itd.). Pri tem mora družba izplačati investitorju ocenjeno vrednost njegovega deleža. V takšnih primerih je potrebno v pogodbi natančno določiti, ob katerih pogojih ima investitor pravico izstopiti iz družbe, metode za izračun vrednosti deleža ter rok za izplačilo vrednosti deleža.

Mogoči so še **drugi dogovori** (prodaja deleža tretji osebi brez soglasja družbenikov, izključitev predkupnih pravic družbenikov ali pa celo dolžnost družbenikov, da odkupijo delež od investitorja).

Ne glede na to, o katerem instrumentu je govora, je pomembno, da se razume in pretehta njegova vsebina in posledice, ki jih ima na bodoče delovanje družbe in ustanoviteljev.

Vstop novega investitorja

Tudi ustanovitelji imate lahko interes, da iščete novo investicijo z drugim partnerjem. Morda boste našli strateškega partnerja, ali pa boste zgolj potrebovali več denarja, vaš obstoječi investitor pa ne bo pripravljen povišati vložka v družbo.

Vprašanje, ki se pri tem postavlja, je, ali oziroma pod kakšnimi pogoji bo lahko novi investitor v družbo sploh vstopil. To bo odvisno od tega, ali obstajajo kakšni dogovori z obstoječim investitorjem, ki preprečujejo ali otežujejo vstop novega investitorja.

V določenih primerih bo imel obstoječi investitor interes, da se mu njegov delež z vstopom novega investitorja ne razvedeni, sploh če bo zasledoval interes, da ostane v družbi nekaj daljše obdobje z ustrezno visokim deležem.

Omejitve glede povečanja osnovnega kapitala



Mehanizmi, ki to preprečujejo, so vezani na preprečitev, da bi se osnovni kapital družbe povečal oziroma da bi novi investitor lahko prevzel nove vložke, ki nastanejo na podlagi povečanja osnovnega kapitala. Kot smo videli zgoraj, se namreč pri vstopu novega investitorja deleži obstoječih družbenikov ustrezno znižajo.

Ker se osnovni kapital povečuje s sklepom skupščine, si bo morda investitor skušal izgovoriti *mehanizme, ki bi preprečili, da bi bil sklep o povečanju osnovnega kapitala brez njegovega soglasja sploh sprejet.*

Na drugi stani pa je mogoče, da bo investitor želel imeti pri prevzemu novih deležev, ki nastanejo na podlagi povečanja osnovnega kapitala, *pravico, da jih pridobi z diskontom oziroma po nižji ceni, kot to velja za novega investitorja*, in tako skušal ohraniti ali povečati svoj lastniški delež in vpliv v družbi.

Npr., dogovorjeno je lahko, da bo imel investitor pravico pridobivati nove deleže po ceni, ki bo 30 % nižja kot cena, po kateri jih pridobiva novi investitor. To pa pomeni, da bo za isti denarni znesek pridobil cca 42 % večji delež kot novi investitor (za znesek 100.000 EUR bo novi investitor npr. pridobil 30 % delež v družbi, obstoječi investitor pa za enak znesek skoraj 43 % delež).



Omejitve glede vstopa s prenosom delov obstoječih deležev

Na drugi strani obstaja možnost, da vstopa novi investitor v družbo na način, ki ne zmanjšuje deleža obstoječega investitorja. To se izvede tako, da novi investitor kupi deleže obstoječih družbenikov.

Vendar ima lahko obstoječi investitor tudi v tem primeru interes, da nadzira, katera oseba vstopa v družbo in kako visok delež bo pridobila.

Zato je mogoče, da bo dogovorjeno, da bo moral k odsvojitvi deležev dati obstoječi investitor soglasje ali pa da bo smel obstoječi investitor uveljavljati pravico za nakup deleža od družbenikov pred novim investitorjem po ugodnejših pogojih. V teh primerih gre za določene **predkupne, opcijske in podobne pravice investitorja**, da kupi delež po določenih ugodnejših pogojih pred novim investitorjem (*call options, pre-emption right, right of first refusal* ipd.).

Lahko se dogovori tudi **pravica zahtevati skupni sprejem ponudbe za nakup** (*tag along right*). Ta pomeni, da če družbenik prejme ponudbo za nakup poslovnega deleža ali njegovega dela, lahko ponudbo sprejme le v primeru, da kupec ponudi odkup deleža pod enakimi ali določenimi ugodnejšimi pogoji tudi obstoječemu investitorju. Takšen aranžma omogoča obstoječemu investitorju, da se zavaruje pred tem, da bi bila dobra ponudba za nakup deležev dana samo drugim družbenikom in da bi novi investitor vstopil v družbo »prepaceni«.

Že iz zgornjega se vidi, da je načinov, kako omejiti vstop novega investitorja, ogromno, in vsak ima svoj smisel in namen.

Pomembno je, da imaš pri pogajanjih in sklepanju posla ves čas pred očmi, ali in koliko je verjetno, da boste rabili novo investicijo, kakšne vrste in v kakšni višini. Cilj je, da pogoji vstopa za novega investitorja niso tako odbijajoči, da nove investicije sploh ne boste mogli izvesti ali pa zgolj pod izrazito slabšimi pogoji. Pogoje vstopa je potrebno presoјati in urejati celovito in uporabiti tiste mehanizme, ki ščitijo legitimni interes ene stranke, a hkrati ne povozijo legitimnega interesa druge stranke.

**OPCIJE IN
PREDKUPNE TER
PODOBNE
PRAVICE**

*"pre-emption right,
right of first refusal,
[call] options"*

**PRAVICA
ZAHTEVATI
SKUPNI
SPREJEM
PONUDBE ZA
NAKUP**

"tag along right"

Hibridno financiranje – kje začeti in kako nadaljevati?

Kot smo ugotavljali že na začetku, sam izraz hibridno financiranje ali pa konvertibilno posojilo ne pove dosti, razen tega da bo lahko v neki fazi prišlo do pretvorbe terjatev do družbe v njen kapital in bo investitor vstopil v lastniško strukturo družbe.

Zakaj je pomembno, da vemo za kakšno financiranje pretežno gre?

Ali gre pri instrumentu bolj za posojilo, ali pa gre dejansko za instrument, ki je zelo podoben lastniškemu financiranju, ki smo ga obravnavali prej, je dobro ugotoviti iz dveh razlogov.

1

Prvi je, da lahko oceniš, ali so pogoji financiranja sploh dobri ali pa je bolje iskati naprej. To zaradi prepletanja dveh vrst financiranja ni vedno lahko. Če gre bolj za lastniško financiranje, morajo biti takšni naravi posla prilagojeni tudi pogoji posojila. Če pa gre v resnici bolj za instrument dolžniškega financiranja so načeloma pogoji takšnega posojila bolj primerljivi s kreditnimi posli.

2

In drugi razlog je, da se v primeru, če ugotoviš, da gre za bolj lastniško obliko financiranja, vprašaš, ali si pripravljen sprejeti relativno višjo verjetnost, da bo investitor vstopil v lastniško strukturo.

Indikator, za kaj gre, se nahaja v pogojih, kdaj lahko pride do konverzije v poslovni delež.

ŠIRINA
MOŽNOSTI
VSTOPA V
DRUŽBO

Širša kot je možnost vstopa investitorja v lastniško strukturo družbe, bolj gre za lastniško financiranje in višja je verjetnost, da bo do vstopa investitorja v lastniško strukturo družbe zares prišlo. V takšnih primerih gre za neke vrste široko definirano opsijsko upravičenje investitorja, da spremeni posojilo v kapital, če spozna, da gre poslovanje družbe v pozitivno smer.

Tudi če je dana možnost ustanoviteljem oziroma družbi, da zavrnejo konverzijo posojila, to še ne pomeni, da gre dejansko za bolj dolžniško financiranje. Potrebno je preveriti, kakšne so posledice, če se zavrne konverzija posojila. Lahko je določeno, da je potrebno v takšnem primeru posojilo predčasno vrniti ter razne druge finančne posledice, ki *na prvi pogled ugodno posojilo spremenijo v izrazito neugodnega.*

Na drugi strani pa gre za instrument, ki je bližje dolžniškemu financiranju, če je možnost pretvorbe v kapital določena ozko. V takšnem primeru pretvorba terjatev v delež bolj služi kot en del zavarovanja plačila.

Naslednji indikator za kakšen instrument gre, so **pravice nadzora, ki jih ima investitor nad poslovanjem družbe v obdobju do konverzije**. Lahko gre npr. za pravico, da investitor daje soglasje k določenim bistvenim odločitvam družbe (k poslovni politiki, prodaji premoženja, ustanovitve novih družb itd.), pravico do pregleda poslovnih listin ali pa celo pravico imenovati neodvisnega revizorja za pregled poslovanja družbe.



Bolj kot so te pravice široke, bolj kaže na instrument lastniškega financiranja in večja je verjetnost, da bo v primeru dobrega poslovanja družbe investitor vstopil v lastniško strukturo družbe.

Ugotovil sem, za kakšen instrument gre, kaj pa sedaj?

Ko si preveril, za kakšne vrste instrument gre, in ugotoviš, da v osnovi ustreza tvojim pričakovanjem, se je potrebno dogovoriti o **konkretnih parametrih instrumenta**.

Nedvomno se je potrebno dogovoriti, *v kakšnem razmerju se bo konverzija izvedla in kakšen delež bo investitor na podlagi konverzije pridobil*. Mehanizmov in parametrov za določanje deleža, ki ga bo investitor v trenutku konverzije pridobil, je mnogo. Konverzijsko razmerje je lahko določeno na podlagi vrednosti družbe v trenutku konverzije, ki se ugotavlja na dogovorjen način (cenilci itd.), lahko je vezano na ustvarjen denarni tok, druge parametre poslovanja, določeni so lahko načini za zniževanje ali zmanjševanje takšnega razmerja, lahko je določen maksimalni in minimalni delež, ki ga pridobi investitor itd.

Mehanizmi za določanje razmerja so bolj ali manj zapleteni, pomembno pa je, da jih razumete in da je za vas predvidljivo, kakšen delež bo investitor pridobil, če bo prišlo do konverzije.

Poleg tega se boste morali dogovoriti tudi, kakšno bo razmerje med vami in kaj se bo dogajalo z družbo po tem, ko bo v družbo vstopil investitor. Za dogovarjanje o tem pa pride v poštev praktično vse, o čemer smo govorili že zgoraj pri lastniškem financiranju.

Tako da, malo v šali in malo zares, če ti je kaj slučajno ušlo, je pravi čas, da se vrneš nazaj...

V najbolj preprostem primeru bi lahko bilo določeno, da za vsakih 10.000 EUR neodplačanega posojila, ki ga konvertira, investitor pridobi 0,1 % deleža. Poleg tega pa bi bilo lahko npr. določeno še, da se to razmerje spreminja glede na vrednost družbe, ki se dokazuje z ustreznimi dokazili in postopku (stranki imenujeta cenilca, ki oceni vrednost ipd.).

Pa smo prišli do konca tega, kar misliva, da bi bilo zate lahko uporabno...

Upava, da sva izpolnila obljubo in ti je oziroma ti bo tole pomagalo.

*In še za konec...zlato pravilo branja pogodb (ali članka):
če tistega, kar bereš, ne razumeš, potem nekaj s tem ni v redu.*

ustanovitelja

Timotej Kozar

Anže Skodlar

SKOZAR
LEGAL & VENTURE

office@skozar.com

www.skozar.com

in skozar

f @skozarlegal

© **SKOZAR inštitut**. To delo je (zaščiten kot) avtorsko delo in licencirano pod licenco **CC BY-NC-ND 4.0**.

Podrobnosti glede dovoljene uporabe dela si lahko ogledate na spletnem naslovu

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.sl>. Povzetek licence:

Licenca:

Priznanje avtorstva-
Nekomercialno-Brez
predelav 4.0 Mednarodna
(CC BY-NC-ND 4.0)



**Dovoljeno
vam je:**

Deljenje —
kopiranje in
razširjanje
vsebin v
kakršnemkoli
mediju in obliki

Pod sledečimi pogoji:

- **Priznanje avtorstva** — Primerno morate navesti avtorja, povezavo do licence in označiti spremembe, če so kakšne nastale. To lahko storite na kakršenkoli razumen način, vendar ne na način, ki bi namigoval na to, da dajalec licence podpira vas ali vašo uporabo dela.
- **Nekomercialno** — Te vsebine ne smete uporabiti v komercialne namene.
- **Brez predelav** — Če vsebino predelate, uredite ali na njej gradite, spremenjene vsebine ne smete razširjati.
- **Brez dodatnih omejitev** — Ne smete uporabiti pravnih določil ali tehničnih ukrepov, ki bi pravno omejili ali onemogočilo druge, da bi storili karkoli, kar licenca dovoli.

PARTNER (SIO 2020-2022)



SKOZAR inštitut je partner SPIRIT Slovenija in strokovni izvajalec podpore za startup in scaleup podjetja (SIO 2020-2022).

Program SIO 2020-2022 omogoča, da startup in scaleup podjetja, ki so vključena v podpora okolja, v sodelovanju s podpornimi okolji pridobijo potrebno strokovno podporo brezplačno. Podporna okolja, ki so vključena v program, so naslednja:

- Podjetniški inkubator Kočevje
- Primorski tehnološki park d.o.o.
- Podjetniški Inkubator Perspektiva – Zavod znanje Postojna
- LUI d.o.o. – Ljubljanski univerzitetni inkubator
- ABC Accelerator d.o.o.
- SAŠA Inkubator d.o.o.
- Tovarna podjetij Maribor – IRP Inštitut za raziskovanje podjetništva
- Pomurski Tehnološki Park d.o.o.
- Katapult d.o.o.
- Inkubator d.o.o. Sežana
- Štajerski Tehnološki Park d.o.o.
- Podjetniški inkubator Bela Krajina – Razvojno informacijski center Bela Krajina
- Inkubator Savinjske regije d.o.o.
- Regionalni center za razvoj d.o.o. – Zagorje ob Savi
- ERUDIO HUB d.o.o.
- Kovačnica – podjetniški inkubator Kranj (Regionalna razvojna agencija Gorenjske – BSC, d.o.o. Kranj)
- Zavod Mladi podjetnik so.p.
- Inkubator GEA College d.o.o.
- MPIK Mrežni podjetniški inkubator Koroška - RRA Koroška d.o.o.

Tim in Anže sta mlada, energije polna in zagnana pravnik, ki si ju vsak želi na svoji strani. Najbolj me je navdušila njuna odzivnost in skrb za interes stranke. Izkazala sta se tako pri pripravi potrebne dokumentacije, kot tudi v razgovorih ob našem vstopu v pospeševalnik Techstars. Dobro sta predvidela potencialna tveganja in nas opozorila na možne zaplete. Nudita visokokakovostno storitev po razumni ceni, delo z njima pa je vedno prijetno in produktivno.

dr. Jernej Vidmar, direktor in soustanovitelj | AgiliCity d.o.o.



Anže in Tim sta dinamični pravniški duo, ki verjamem, da si ga želi vsako mlado podjetje. Pri njiju me navdušuje razumevanje modernih tehnologij in inovativnih poslovnih modelov. Z ekipo SKOZAR ob strani se lahko počutite varno, saj bosta Anže in Tim vedno našla optimalno rešitev, ne glede na kompleksnost in urgentnost izziva, ki bo pred vami.

Tim Šfiligoj, ustanovitelj | Whendly

