

Akademia.vc

# Profesjonalne szkolenia i wymiana wiedzy dla VC



 PFR Ventures

 psik

 Kondracki  
Celej

 Genprox

 hr&hints

 bakertilly  
LEGAL POLAND

 ŻYGLICKA  
I WSPÓLNICY

 CK LEGAL

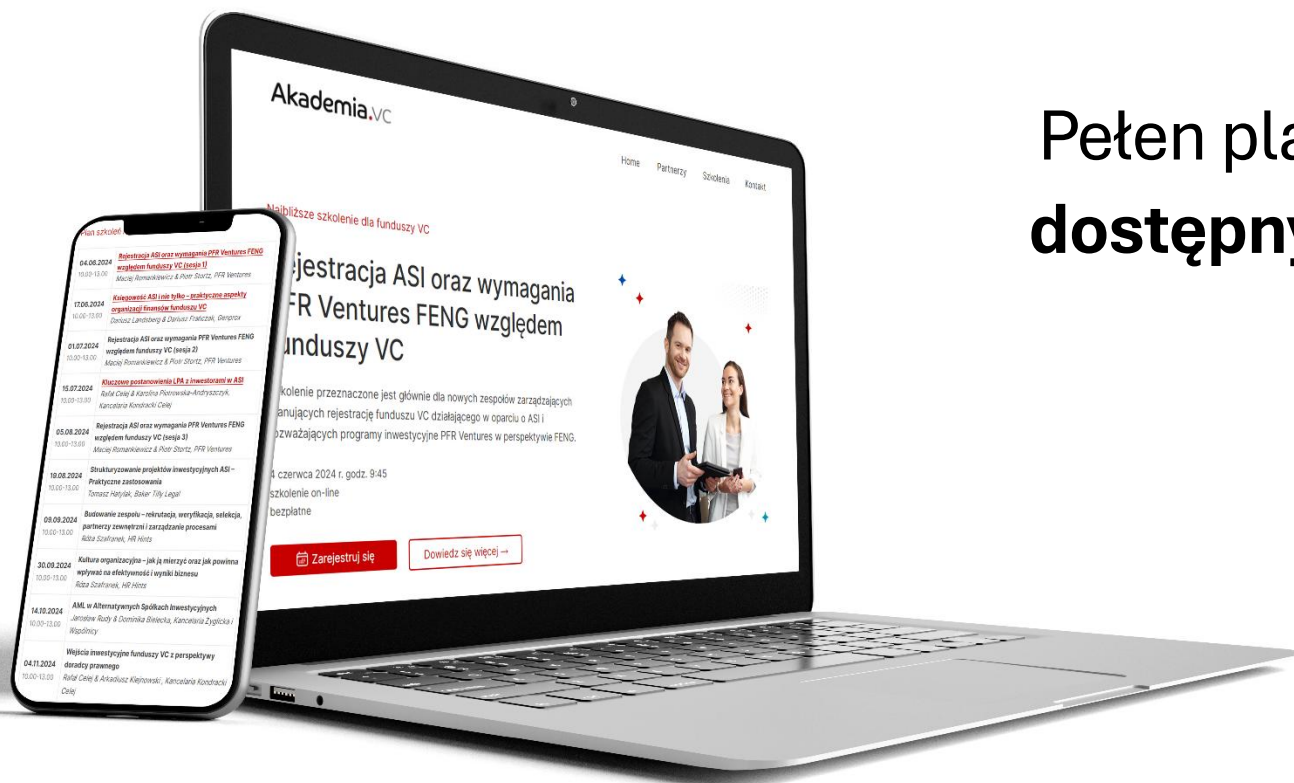


# Czym jest Akademia VC

Akademia VC łączy profesjonalne i instytucjonalne podmioty tworzące rynek Venture Capital w Polsce z zespołami zarządzającymi poszukującymi doświadczonych ekspertów w dziedzinie funduszy alternatywnych.

Wspólnie tworzymy platformę do wymiany doświadczeń i wspierania inicjatyw ustawodawczych w zakresie alternatywnych funduszy inwestycyjnych w Polsce.

**Akademia VC Kreatorem polskiej sceny startupowej 2024/25**



## Pełen plan szkoleń dla ASI dostępny na [akademia.vc/szkolenia](https://akademia.vc/szkolenia)

 [Zarejestruj się](#)

Akademia.VC



Kolejne najbliższe szkolenie

**Podatki w ASI**

**Ewa Lejman, Kancelaria Żyglicka i Wspólnicy**



Kiedy: **19.03.2025**

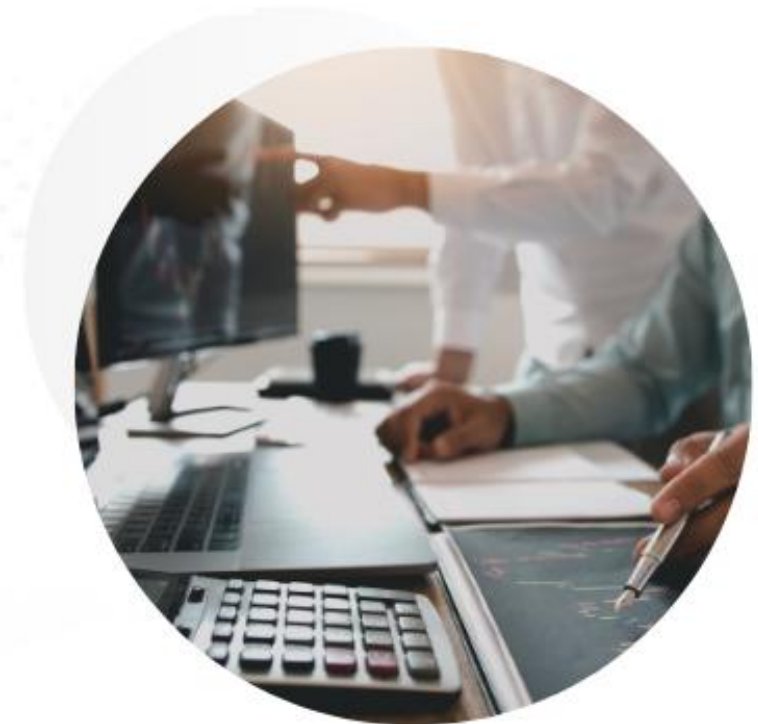
Gdzie: **online**



Dzisiejsze Szkolenie

**Wycena inwestycji w ASI**

Grzegorz Sarnacki oraz Klaudia Pyrsz  
Z Value Advisors



# Value Advisors

**Wycena inwestycji**

**Alternatywnych Spółek Inwestycyjnych**

Grzegorz Sarnacki  
Klaudia Pyrsz



# Agenda [2h]

- 1. O nas**
- 2. Po co i jak wyceniać?**
- 3. Charakter inwestycji**
- 4. Metody wyceny**
- 5. Case study**
- 6. Sesja pytań i odpowiedzi**
- 7. Podsumowanie**

Value  
Advisors

# O nas

## Wyceniamy aktywa dla funduszy:

- ▶ **SPÓŁKI**
- ▶ **INSTUMENTY DŁUŻNE**
- ▶ **NIESTANDARYZOWANE INSTRUMENTY  
POCHODNE**

Value  
Advisors



# Nasze DNA

- ▶ **Eksperska wiedza i umiejętności**
- ▶ **15 lat współpracy z największymi TFI w Polsce**
- ▶ **Zgodność z prawem polskim i europejskim**
- ▶ **Bezpieczeństwo i poufność**
- ▶ **Oparte na zaufaniu, bliskie relacje z partnerami**
- ▶ **Szyte na miarę, kompleksowe usługi**



# Fakty i liczby

**20 MLD  
PLN**  
AKTYWÓW  
WYCENIANE  
KWARTALNIE

**15 LAT**  
NA RYNKU  
FUNDUSZY

**2 000+**  
WYCENIANYCH  
AKTYWÓW

**150+**  
FUNDUSZY  
INWESTY-  
-CYJNYCH

**20+**  
KRAJÓW

ZESPÓŁ  
EKSPERTÓW  
**15 OSÓB**

**33%**  
POLSKICH  
AIFMs

# Po co i jak wyceniać?

Dyrektywa AIFM



Ustawa o funduszach inwestycyjnych  
i zarządzaniu AFI

## Fundusze inwestycyjne

- ✓ Często wycena
- ✓ Wycena co najmniej raz w roku
- ✓ Przygotowywana w oparciu o zasady i procedury
- ✓ Wycena niezależna

## ASI z licencją

- ✗ Często wycena
- ✓ Wycena co najmniej raz w roku
- ✓ Przygotowywana w oparciu o zasady i procedury
- ✓ Wycena niezależna

## ASI zarejestrowane

- ✗ Często wycena
- ✓ Wycena co najmniej raz w roku
- ✗ Przygotowywana w oparciu o zasady i procedury\*
- ✗ Wycena niezależna\*

\* wymagania niewynikające z ustawy, jednakże zgodne z wytycznymi PANA i standardami branżowymi

**Ustawa o rachunkowości**

# Po co i jak wyceniać?

## Dobre praktyki i standardy rynkowe

- International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines (IPEV) (December 2022) – *Invest Europe*
- International Valuation Standards (IVS) (January 2025) – *International Valuation Standards Council*
- Guidelines for the Valuation and Disclosure of Venture Capital Portfolios (December 1997) – *British Venture Capital and Private Equity (BVCA)*
- Standardy wyznaczane na krajowym rynku przez *PFR Ventures*

# Po co i jak wyceniać?

## Podmioty nadzorujące wyceny

- **Audytory** ← Wytyczne Polskiej Agencji Nadzoru Audytowego

Wycena musi być:

- **Przeprowadzona**: niezależnie, modelowo, w oparciu o metodologie wyceny
  - **Adekwatna**: dopasowana do wycenianego instrumentu, przeanalizowana pod kątem założeń, odniesiona do danych rynkowych
  - **Udokumentowana**: źródła danych, przedstawienie zebranych danych
- **Inwestorzy**
  - **PFR Ventures**

Q&A

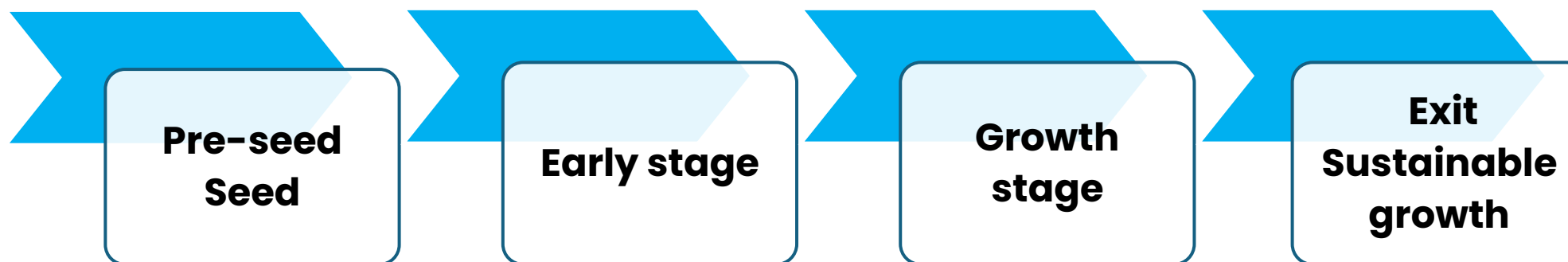
Value  
Advisors



# Charakter inwestycji



# Charakter inwestycji



**Dane historyczne**

Brak

Ograniczone

Dostępne

Dostępne

**Prognozy**

Brak

Ograniczone

Ograniczone

Dostępne

**Realny cash flow**

Ujemny

Ujemny

Na granicy break-even

Stabilny

**Transakcje na udziałach**

Dostępne

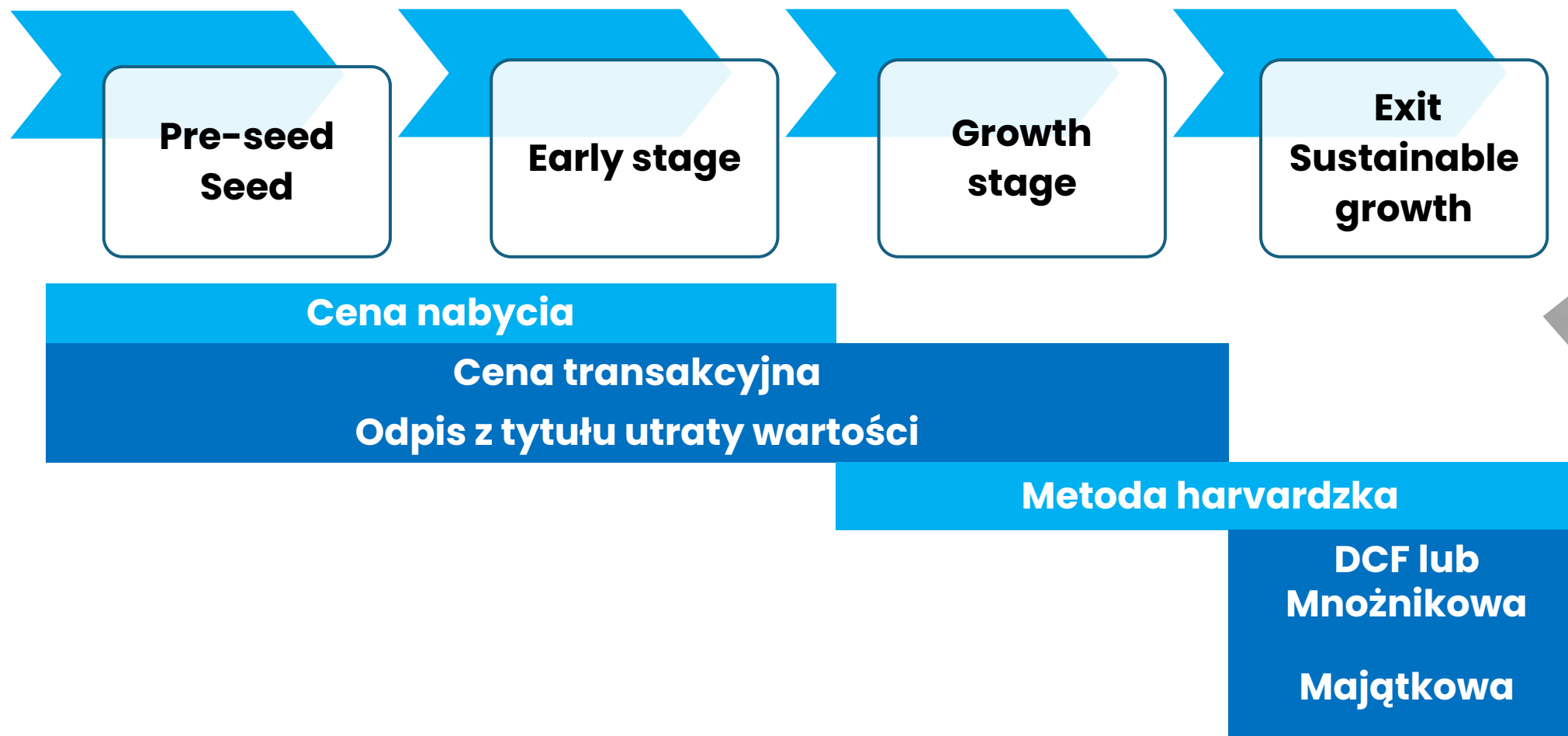
Dostępne

Ograniczone

Ograniczone



# Metody wyceny



# Metody wyceny

## Kryteria wyboru transakcji do wyceny

- Transakcja na warunkach rynkowych
- Kompletność danych
- Podobieństwo strukturalne
- Aktualność transakcji
- Brak czynników strategicznych

# Metody wyceny

**Cena nabycia**

**Określenie wartości na podstawie rzeczywistego kosztu poniesionego przy jego zakupie**

**Cena z ostatniej transakcji**

**Określenie implikowanej wyceny przedsiębiorstwa na podstawie ceny z ostatniej transakcji rynkowej i przełożenie jej na wartość inwestycji ASI**

**Odpis z tytułu utraty wartości**

**Korekta wartości, gdy kluczowe wskaźniki jakościowe odbiegają od tych oczekiwanych, wskazująca na utratę wartości aktywa**

**Metoda harwardzka**

**Określenie wartości w przyszłości, np. na moment exitu i zdyskontowanie jej do wartości bieżącej**

**Q&A**

Value  
Advisors



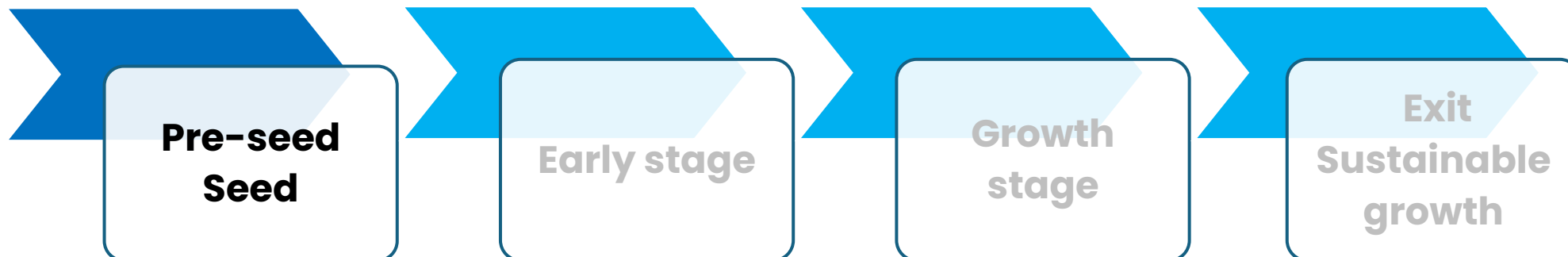
# Case study – spółka A

- Nowo założony startup
- Branża e-commerce
- Planowana sprzedaż subskrypcji
- Firma ma jedynie prototyp

Forma: 30% udziałów za 2 mln zł,  
brak większego commitmentu

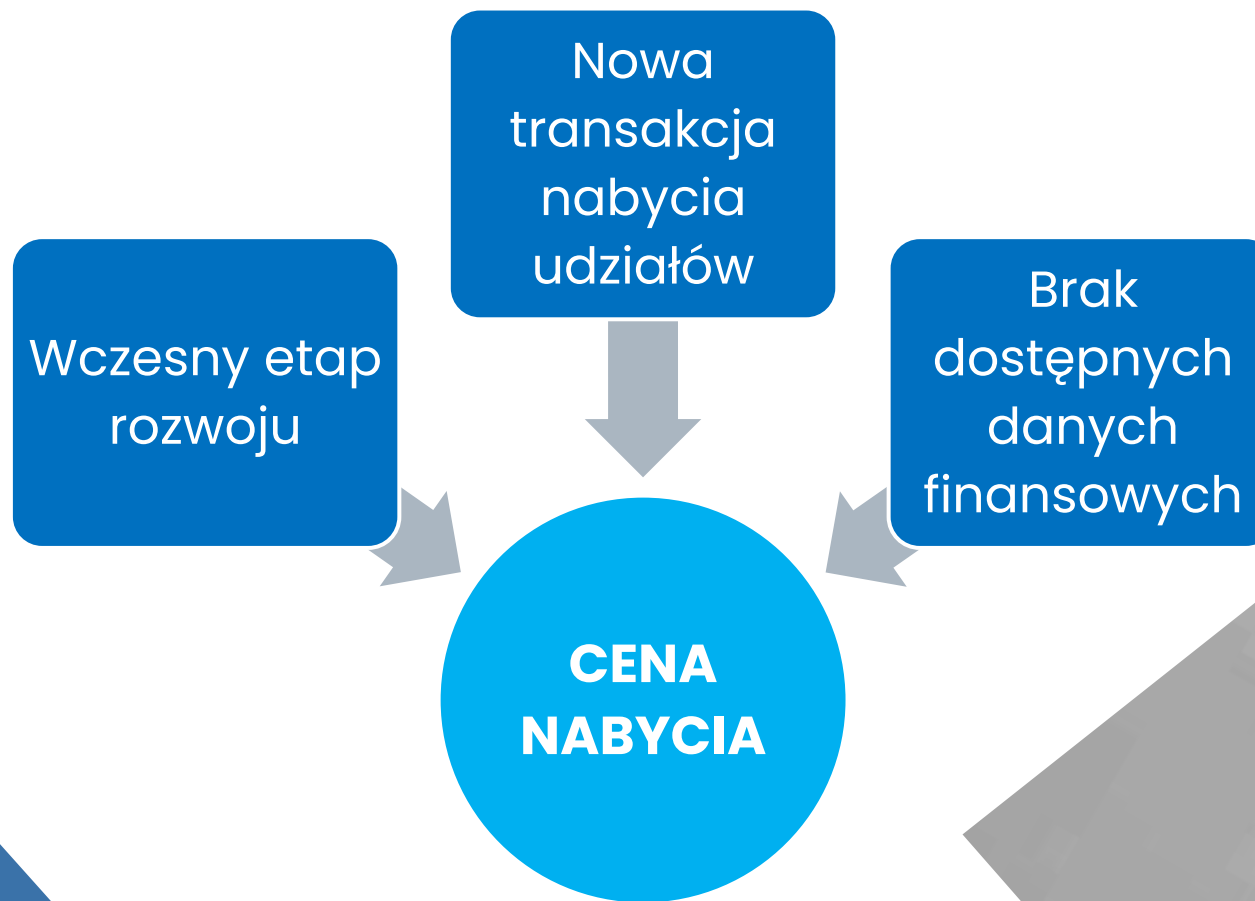
Dostępność danych: brak sprawozdań,  
brak wyników, bieżący kontakt z Zarządem

Niepewność: wysoka, brak wcześniejszych  
sukcesów



# Case study – spółka A

- Nowo założony startup
- Branża e-commerce
- Planowana sprzedaż subskrypcji
- Firma ma jedynie prototyp



# Case study – spółka A

Wyszczególnienie	Wskazanie
Aktywo	Spółka A
Transakcja	Objęcie udziałów w ramach pierwszej inwestycji w Spółkę na podstawie Umowy Inwestycyjnej
Łączna cena	2 mln zł
Pakiet udziałów posiadanych przez ASI	33%
Wycena udziałów posiadanych przez ASI	<b>2 mln zł</b>

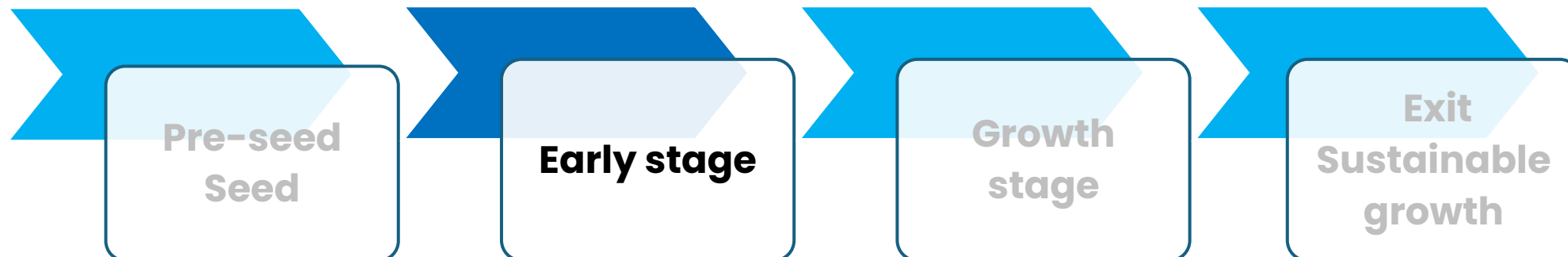
# Case study – spółka B

- Platforma SaaS
- Subskrypcja dla użytkowników
- Pierwsi klienci

Forma: hybrydowa – 12% udziałów za 1,5 mln zł, pożyczka konwertowalna uzupełniająca commitment na łącznie 2 mln zł

Dostępność danych: pierwsze sprawozdania, raportowane przychody, brak zysków operacyjnych, dodatkowe raporty kwartalne

Niepewność: model biznesowy zgodnie z założeniami, niższe niż zakładano tempo rozwoju





# Case study – spółka B

- Platforma SaaS
- Subskrypcja dla użytkowników
- Pierwsi klienci



# Case study – spółka B

Wyszczególnienie	Wskazanie	Źródło
Spółka	Spółka B	
Transakcje	1,5 mln zł	UI - Objęcie udziałów w ramach pierwszej inwestycji w Spółkę
	0,5 mln zł	UI - Pożyczka konwertowalna, traktowana w tej samej kolejności zaspokojenia jak udziały
Commitment	2 mln zł	
Potencjalne dyskonta	25 % - Dyskonto z tytułu opóźnienia projektu	Raport od Spółki, oszacowane np. na podstawie kosztu kapitału i czasu opóźnienia
Wycena inwestycji ASI	$2 \text{ mln zł} * (1 - 25\%) = \mathbf{1,5 \text{ mln zł}}$	Kalkulacja własna

# Case study – spółka B

- **Uprzywilejowanie**
  - Ryzyka rynkowe
  - Earn-out przy wyjściu z inwestycji
- **Newsy**
  - ...
  - Prawo pierwszeństwa objęcia udziałów w kolejnych podwyższeniach

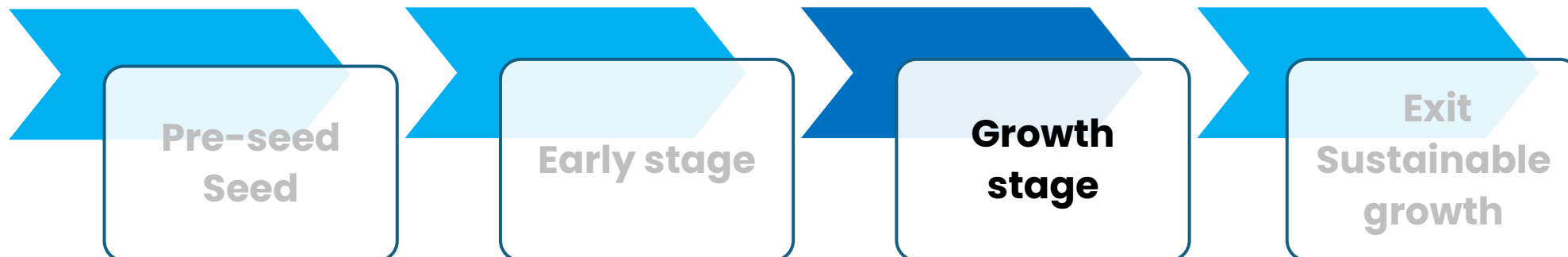
# Case study – spółka C

- Dojrzały startup
- Produkcja specjalistycznego sprzętu medycznego
- Stabilne przychody

Forma: 10% akcje za łącznie 5 mln zł

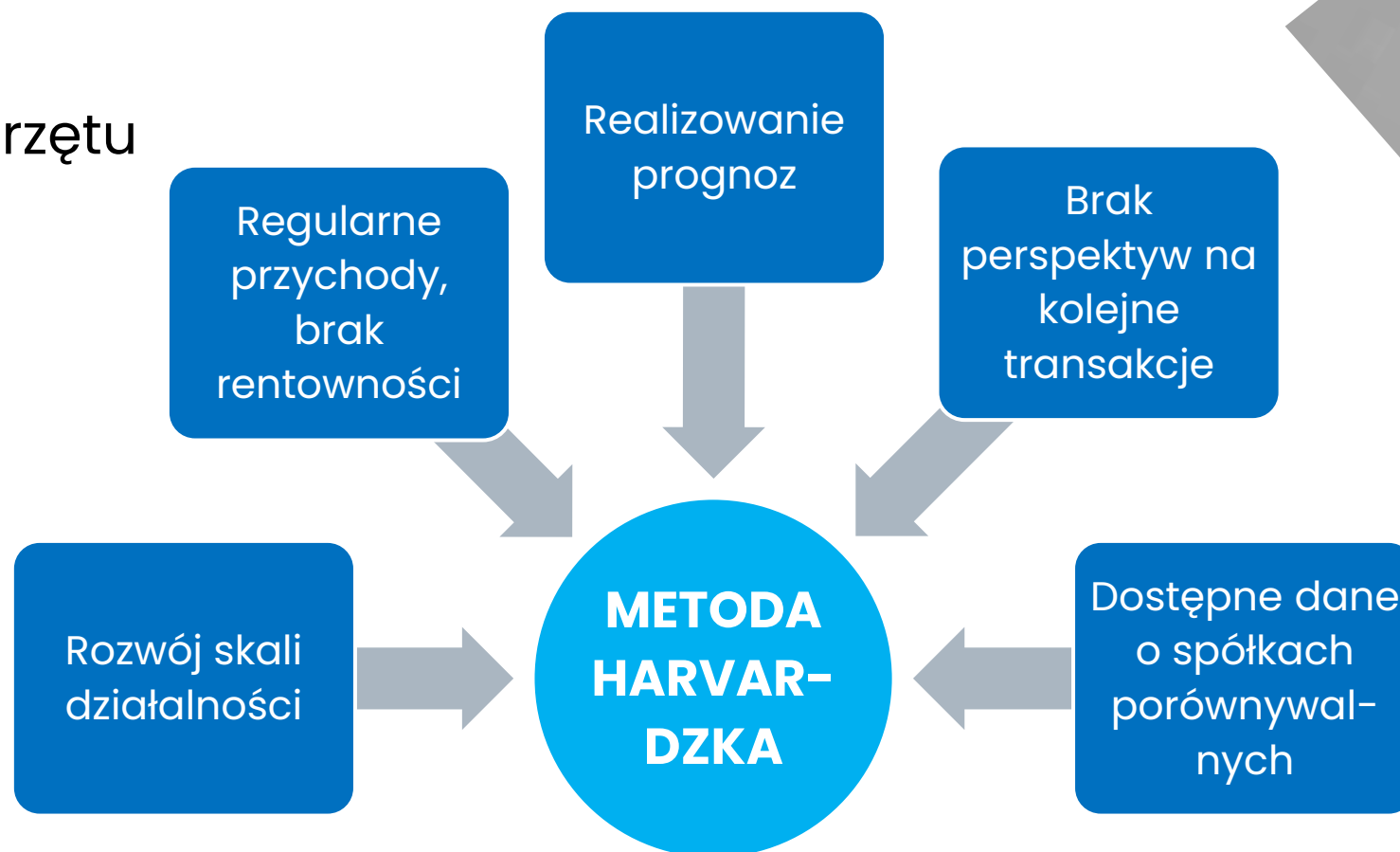
Dostępność danych: sprawozdania (raportowane przychody), ograniczone prognozy aktualizowane półrocznie (zdefiniowany moment break-even)

Niepewność: dojrzały etap rozwoju, potwierdzenie wyników zmniejsza niepewność



# Case study – spółka C

- Dojrzały startup
- Produkcja specjalistycznego sprzętu medycznego
- Stabilne przychody



# Case study – spółka C

Wyszczególnienie	Wskazanie
Wskaźnik EV/S dla Spółek porównywalnych	2,5
Prognoza przychodów Spółki na 2026 rok	40 mln zł
Dyskonto za niepłynność	20%
Wycena przyszła	$40 \text{ mln zł} * 2,5 * (1-20\%) =$ <b>80 mln zł</b>



Wyszczególnienie	Wskazanie
<b>Stopa dyskontowa</b>	<b>?</b>
Czas pomiędzy Datą Inwestycji a Datą na którą określono wartość przyszłą	3 lata



Wyszczególnienie	Wskazanie
Wartość bieżąca	50 mln zł

# Case study – spółka C

Wyszczególnienie	Wskazanie
Wskaźnik EV/S dla Spółek porównywalnych	2,5
Prognoza przychodów Spółki na 2026 rok	40 mln zł
Dyskonto za niepłynność	20%
Wycena przyszła	$40 \text{ mln zł} * 2,5 * (1-20\%) =$ <b>80 mln zł</b>



Wyszczególnienie	Wskazanie
Stopa dyskontowa	17%
Czas pomiędzy Datą Inwestycji a Datą na którą określono wartość przyszłą	3 lata



Wyszczególnienie	Wskazanie
<b>Wartość bieżąca</b>	50 mln zł

Wskazanie
2,2
50 mln zł
20%
$50 \text{ mln zł} * 2,2 * (1-20\%) =$ <b>88 mln zł</b>



Wskazanie
17%
2 lata



Wskazanie
<b>? mln zł</b>

# Case study – spółka C

- **Uprzywilejowanie**
  - **Ryzyka rynkowe**
  - **Niestandardowe wskaźniki**
  - **...**
- **Rozwodnienie**



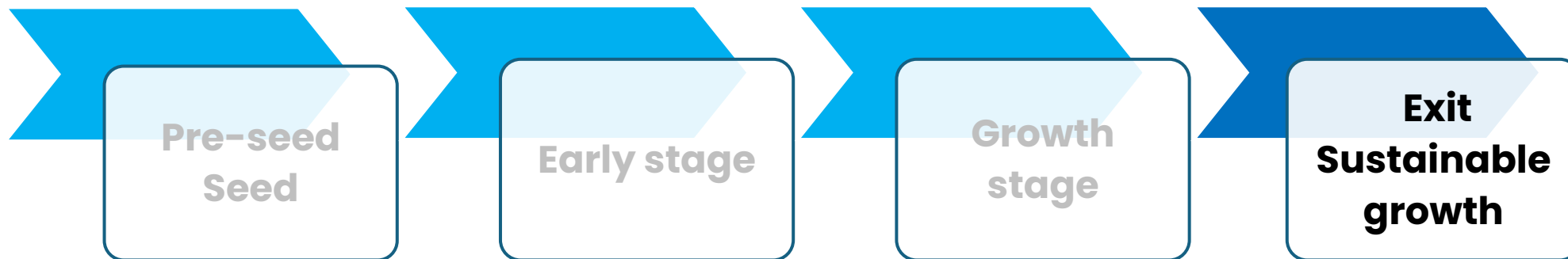
# Case study – spółka D

- Nieudane przejście przez etap expansion
- Urządzenia do inteligentnego domu
- Brak działalności

Forma: udziały, przedawniona pożyczka

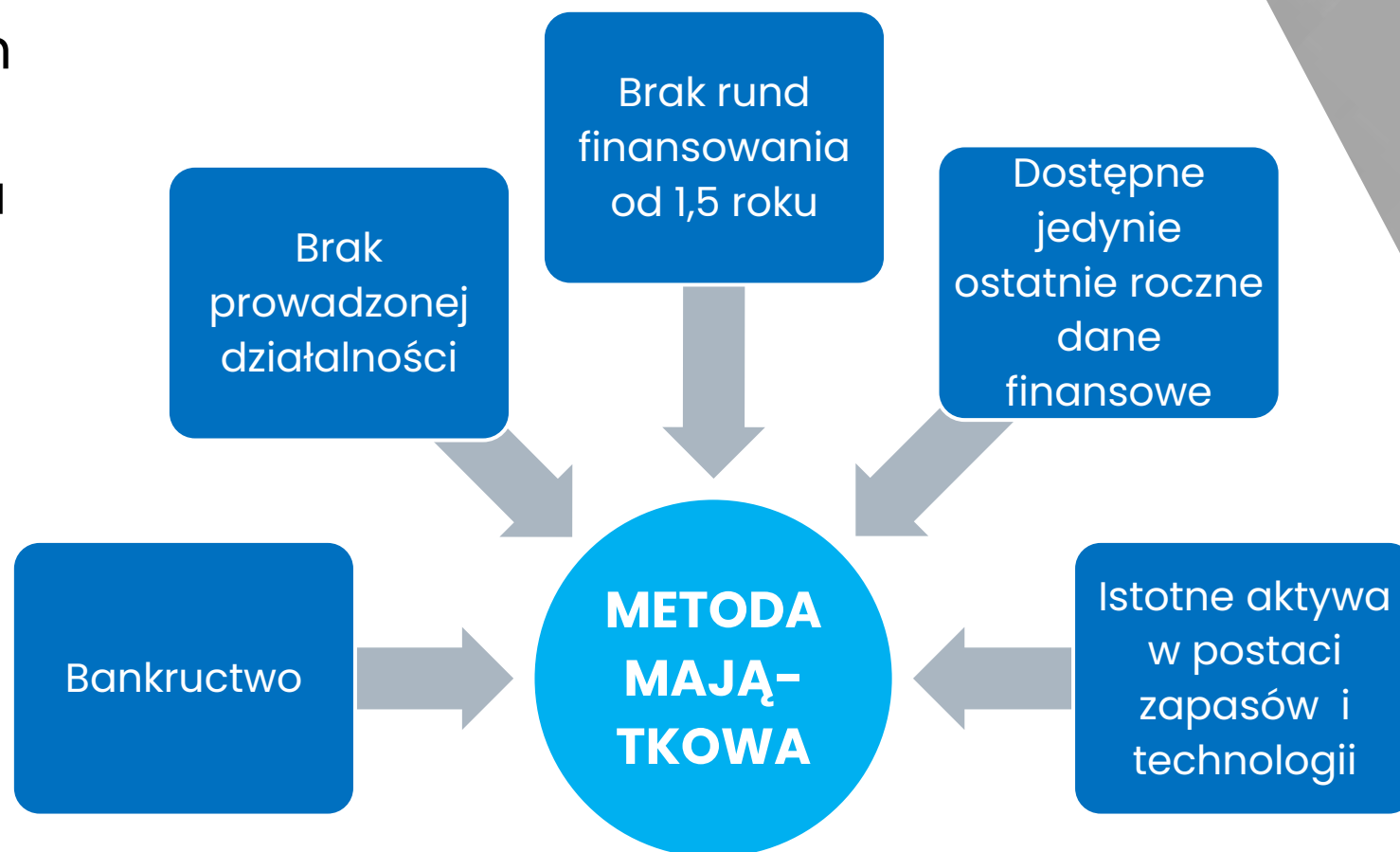
Dostępność danych: roczne sprawozdanie finansowe z KRS

Niepewność: wycofanie się jedyne go założyciela, brak działalności



# Case study – spółka D

- Nieudane przejście przez etap expansion
- Urządzenia do inteligentnego domu
- Brak działalności



# Case study – spółka D

Wyszczególnienie	Wskazanie		Źródło
Spółka	Spółka D		
Commitment	1 mln zł za 10% udziałów + 1 mln zł – przedawniona pożyczka konwertowalna		UI
Aktywa	10 mln zł	Suma bilansowa	Roczne sprawozdanie finansowe Spółki dostępne w KRS
	5 mln zł	WNiP	
	4 mln zł	Produkty gotowe	
	50 tys. zł	Środki pieniężne	
	950 tys. zł	Pozostałe aktywa	
Pasywa	- 5 mln zł	Kapitały własne	Roczne sprawozdanie finansowe Spółki dostępne w KRS
	10 mln zł	Pożyczki od udziałowców	
	1 mln zł	Zobowiązania wobec ZUS	
	4 mln zł	Zobowiązania handlowe	
Wskaźnik pokrycia	$10 \text{ mln zł} - 5 \text{ mln zł} = 5 \text{ mln zł}$ $5 \text{ mln zł} / 10 \text{ mln zł} = 50\%$		Kalkulacja własna
Wycena inwestycji ASI	$50\% * 1 \text{ mln zł} + 0 \text{ zł} = 500 \text{ tys. zł}$		Kalkulacja własna

# Case study – spółka D

- Przeszacowania pozycji bilansowych
- Pierwszeństwa zaspokojenia
- Ryzyka rynkowe
- Przedłużająca się likwidacja
- ...

# Q&A

Value  
Advisors



# Podsumowanie

**Wycena musi być:  
sporządzona, oparta  
na modelu,  
udokumentowana**

**Wycena musi  
uwzględniać  
indywidualne zapisy UI  
i analizę otoczenia  
Spółki**

**Standardowe modele  
nie sprawdzają się,  
ale są dostępne  
alternatywy**

**Charakter inwestycji  
i dostępność danych  
determinują wybór  
modelu wyceny**

# Value Advisors

## Biuro w Polsce

ul. Marokańska 1H, 03-977

Warszawa

[www.valueadvisors.pl](http://www.valueadvisors.pl)

## Grzegorz Sarnacki

+48 606 369 235

[grzegorz.sarnacki@valueadvisors.pl](mailto:grzegorz.sarnacki@valueadvisors.pl)

## Biuro w Luksemburgu

W toku

Luxembourg

[www.valueadvisors.lu](http://www.valueadvisors.lu)

## Klaudia Pyrsz

+48 884 298 894

[klaudia.pyrsz@valueadvisors.pl](mailto:klaudia.pyrsz@valueadvisors.pl)