

# WYCENA TECHNOLOGII

## — NAJCZĘŚCIEJ ZADAWANE PYTANIA

Czy trzeba mieć uprawnienia do przeprowadzenia wyceny?	2
Kiedy muszę zrobić wycenę?	3
Czy muszę mieć wycenę żeby rozmawiać z inwestorami?	4
Czy pokazywać inwestorom wycenę mojej technologii lub startupu?	4
Moja wycena odbiega od tego co proponuje inwestor - co zrobić?	5
Czy wartość technologii ma związek z budżetem projektu badawczego?	6
Czy mogę wycenić know-how?	7
Czy wycena metodą dochodową pokazuje, jaki będę mieć dochód z technologii?	8
Czy wycena rynkowa jest lepsza od pozostałych metod wyceny?	9

To opracowanie powstało w wyniku niezliczonych rozmów z naszymi klientami, partnerami i przedstawicielami instytucjami z rynku transferu technologii.

Zebraliśmy najczęściej pojawiające pytania i wątpliwości dotyczące wyceny technologii w procesach transferu i komercjalizacji.

Tą publikacją chcielibyśmy oswoić wycenę technologii i wyjaśnić często pojawiające się pytania.



## Czy trzeba mieć uprawnienia do przeprowadzenia wyceny?

### Krótką odpowiedź: NIE

Przepisy prawa nie nakładają ogólnych wymagań w zakresie posiadanego wykształcenia, certyfikatów lub uprawnień na osoby lub podmioty wykonujące szacunek wartości technologii. Czynność ta, podobnie jak wycena przedsiębiorstw, może być wykonywana przez szeroko pojęte grono ekspertów.

Należy mieć także na uwadze, iż brak jest powszechnie obowiązujących standardów wyceny technologii, w tym zakresu czynności, jakie należy wykonać na potrzeby uzyskania szacunku wartości oraz informacji, jakie powinny zostać zawarte w raporcie z wyceny. Z tego powodu, wycena technologii nie jest regulowana przepisami prawa w sposób, jaki ma to miejsce np. w odniesieniu do rzeczoznawców majątkowych (rynek nieruchomości), czy biegłych rewidentów (szeroko rozumiana sprawozdawczość finansowa).

### Na co zwrócić uwagę wybierając eksperta?

Ocena czy dany specjalista posiada odpowiednie kwalifikacje spoczywa na barkach podmiotu zlecającego wycenę. Wybierając eksperta mamy na celu uzyskanie wyceny jak najbardziej wiarygodnej i dostarczającej obiektywnej informacji o przedmiocie wyceny. Należy więc wziąć pod uwagę przede wszystkim kompetencje wyceniającego (firmy i osób), w szczególności wykształcenie oraz doświadczenie – mierzone liczbą jak też i różnorodnością realizowanych przez niego projektów wyceny (branże, etap rozwoju projektu, itp.). Przydatne w weryfikacji kompetencji mogą być również referencje wystawione potencjalnemu zleceniobiorcy.

### Dobre praktyki przeprowadzenia wyceny

Podmioty wyceniające wypracowują własne metodologie wyceny, bazując na standardach przyjętych dla wyceny składników majątku, w szczególności aktywów niematerialnych oraz własnym doświadczeniem. Przykładem mogą być:

- Polska ustawa o rachunkowości z dn. 29 września 1994 r.
- Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, w szczególności MSSF 13 Wycena według wartości godziwej (ang. Fair Value Measurement),
- International Valuation Standards wydanymi przez International Valuation Standards Council, w szczególności IVS210 Intangible Assets,
- IVSC Technical Information Paper 3 Intangible Assets,
- RICS Valuation – Professional Standards wydanymi przez Royal Institution of Chartered Surveyors, w szczególności VPGA 6 Valuation of intangible assets.
- RICS guidance note on the valuation of intellectual property.

## Kiedy muszę zrobić wycenę?

### Cele transakcyjne w jednostkach naukowych

Wycenę technologii wykonuje się przede wszystkim dla celów transakcyjnych, tj. w przypadku rozporządzania prawami własności intelektualnej. Rozporządzanie prawem do technologii (rozumianej jako wyniki badań naukowych lub prac rozwojowych) powstałej w polskich jednostkach naukowych<sup>1</sup> w wybranych przypadkach wymaga uzyskania zgody odpowiednich organów. To, czy zgoda administracyjna jest potrzebna, zależy w obecnym systemie prawnym od wartości technologii stanowiącej składnik aktywów trwałych.

#### Poziomy, po przekroczeniu których należy uzyskać zgody formalne

- w przypadku aktywów trwałych przekraczających kwotę 134 tys. EUR powstałych w instytucie naukowym Polskiej Akademii Nauk konieczna jest zgoda Prezesa Akademii,
- w przypadku aktywów trwałych przekraczających kwotę 134 tys. EUR powstałych w instytucie badawczym konieczne jest zgłoszenie ministrowi nadzorującemu dany instytut zamiaru dokonania czynności prawnej,
- w przypadku aktywów trwałych przekraczających kwotę 250 tys. EUR powstałych w uczelni publicznej konieczna jest zgoda ministra właściwego do spraw Skarbu Państwa.

Powyższe regulacje dotyczą rozporządzania mieniem rozumianego jako sprzedaż składników aktywów trwałych lub aport wyników B+R do spółki. W przypadku licencjonowania technologii powyższa konieczność nie zachodzi z uwagi na brak przekazania praw majątkowych.

### Aport do spółki akcyjnej – konieczność sporządzenia wyceny

Warto mieć na uwadze, że w przypadku zakładania spółki akcyjnej, wycena aportu jest nie tylko obowiązkowa, lecz podlega również badaniu przez biegłego rewidenta, co wynika z art. 311 i 312 ustawy z dn. 15 września Kodeks spółek handlowych (KSH).

### Aport do spółki z o.o. – środki ostrożności

W przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością wycena aportu nie jest nakazana ustawowo, co nie oznacza jednak, że jest dokumentem niepotrzebnym. Przepisy KSH przewidują bowiem (art. 175), że jeżeli wartość wkładów niepieniężnych została znacznie zawyżona w stosunku do ich wartości zbywczej w dniu zawarcia umowy spółki, wspólnik który wniósł taki wkład oraz członkowie zarządu, którzy wiedząc o tym zgłosili spółkę do rejestru, obowiązani są solidarnie wyrównać spółce brakującą wartość. Wycena aportu wskazująca determinanty wartości technologii w znaczący sposób utrudniałaby podniesienie argumentu o nieadekwatność kwoty obietwch udziałów.

<sup>1</sup> W rozumieniu ustawy z dnia 30 kwietnia 2010 r. o zasadach finansowania nauki, do jednostek naukowych w Polsce zaliczają się instytucje prowadzące w sposób ciągły badania naukowe lub prace rozwojowe. Są to odpowiednio: podstawowe jednostki organizacyjne uczelni w rozumieniu statutów tych uczelni, jednostki naukowe PAN, instytuty badawcze, międzynarodowe instytuty naukowe utworzone na podstawie odrębnych przepisów, działające na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, Polska Akademia Umiejętności, inne jednostki organizacyjne, niewymienione powyżej, a posiadające osobowość prawną i siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, w tym przedsiębiorców posiadających status centrum badawczo-rozwojowego, nadawany na podstawie ustawy z dnia 30 maja 2008 r. o niektórych formach wspierania działalności innowacyjnej

## Czy muszę mieć wycenę żeby rozmawiać z inwestorami?

### Krótką odpowiedź: NIE

Tylko w niektórych przypadkach wycena będzie niezbędna, aby sfinalizować rozmowy z inwestorem (zobacz poprzednie pytanie) i pełni ona wówczas czynność administracyjną warunkującą możliwość przeprowadzenia transakcji. Warto jednak poczekać z przeprowadzeniem wyceny do momentu, gdy rozmowy mające doprowadzić do transakcji będą już dość zaawansowane. Aby rozpocząć i prowadzić rozmowy wycena nie jest konieczna. W tym celu należy przygotować nieco inny zestaw dokumentów, który pozwoli efektywnie zaprezentować technologię i przygotować strategię negocjacyjną.

### Jakie dokumenty przygotować do rozmów z inwestorami?

- **model biznesowy** – syntetyczne przedstawienie tego jak biznes będzie funkcjonował i zarabiał,
- **model finansowy** – arkusz kalkulacyjny, który w liczbach pokaże plany biznesowe,
- **prezentacja inwestorska** – przedstawienie biznesu w ciekawy i wyczerpujący sposób,
- **teaser** – jedno- lub dwustronicowy dokument pokazujący najważniejsze informacje na temat przedsięwzięcia biznesowego i jego atrakcyjności dla potencjalnych inwestorów i klientów.

Wybór niezbędnych dokumentów zależny będzie od rodzaju inwestora i samego projektu.

## Czy pokazywać inwestorom wycenę mojej technologii lub startupu?

### Krótką odpowiedź: NIE

Raport z wyceny jest dokumentem przeznaczonym dla właściciela technologii, którego co do zasady nie udostępnia się potencjalnemu inwestorowi. Informacje, które są w nim przedstawione mają być użyteczne dla właściciela technologii, a nie dla inwestora. Nie chodzi o zatajanie informacji, ale sam sposób ich przedstawienia może istotnie wpłynąć na pozycję negocjacyjną. Na potrzeby rozmów z inwestorami należy wyposażyć się w nieco inny zestaw dokumentów, które zostały opisany w pytaniu powyżej.

Warto też pamiętać, że w przypadku finansowania z funduszy seed/VC należy wskazać ile pieniędzy spółka poszukuje na dalszy rozwój, a nie samą jej wycenę. To po stronie funduszu leży zaproponowanie wyceny będącej pochodną tego, ile procent w przedsięwzięciu chce objąć za wnioskowany wkład finansowy. W przypadku rozmów z kilkoma funduszami, co jest zdecydowanie polecane, można porównać otrzymane oferty i wymusić konkurencję funduszy o możliwość inwestycji.

## Moja wycena odbiega od tego co proponuje inwestor - co zrobić?

### Wycena to nie to samo co cena

W pierwszej kolejności należy mieć na względzie, że rzadko kiedy wycena (rozumiana jako wartość, którą oszacowali eksperci) pokrywać się będzie z ceną, jaką inwestor jest skłonny zapłacić za technologię, czy to w formie gotówkowej, czy przystępując do spółki. Dzieje się tak, ponieważ każdy podmiot ma inne poczucie wartości danego przedmiotu. Inną wartość będzie miała szklanka wody dla człowieka na pustyni, a inną dla człowieka siedzącego w biurze wyposażonym w kanalizację. Podobnie w przypadku technologii. Wartość technologii dla jednej firmy zainteresowanej wdrożeniem będzie inna niż dla drugiej, na przykład ze względu na różnice w skali i specyfice ich działalności. Negocjacje stanowią proces w którym obie strony ustalają cenę, czyli kompromis pomiędzy wartością dla jednego, a wartością dla drugiego podmiotu.

### Brak kompromisu – odstąpienie od transakcji?

Jeśli jednak nie uda się osiągnąć kompromisu to jedynym wyjściem jest odstąpienie od transakcji i podjęcie kroków mających na celu podniesienie wartości dla potencjalnych inwestorów.

W przypadku nowych technologii oznaczać to może przeprowadzenie dodatkowych testów potwierdzających działanie technologii, uzyskanie potrzebnych do działalności zgód (np. certyfikat dla wyboru medycznego), podpisanie listów intencyjnych z potencjalnymi klientami lub znalezienie osób uzupełniających kompetencje zespołu.

### Możliwości aktualizacji wyceny

W przypadku jednostek naukowych, które uzyskały wycenę wymaganą do transakcji, sytuacja jest trochę bardziej skomplikowana. Jeżeli cena proponowana przez inwestora odbiega od formalnej wyceny, w szczególności, jeśli jest od niej niższa, a właściciel technologii (uczelnia wyższa, instytut badawczy, instytut naukowy PAN) przyjmie taką ofertę, to może się pojawić zarzut niegospodarności środkami publicznymi. W takim przypadku należy zastanowić się, czy na rynku są inne podmioty zainteresowane zakupem technologii, które byłyby skłonne zapłacić wyższą cenę. Warto też sprawdzić, czy od momentu wykonania wyceny do momentu otrzymania oferty od inwestora nie pojawiły się czynniki zmieniające jej wartość (na przykład przedłużające się prace B+R, przesuwające w czasie prognozowany moment wdrożenia technologii na rynek, zmiana uwarunkowań prawnych, zmiana perspektyw rynkowych, odrzucenie w toku prac rozwojowych pewnych obszarów zastosowań itp.). Jeśli zostały zidentyfikowane takie przesłanki, warto rozważyć aktualizację wyceny.

### Elastyczność wyceny

Bardzo ważnym jest, aby zamówiony raport z wyceny zawierał także **analizę wrażliwości** lub **analizę scenariuszy**, która poza punktowym szacunkiem wartości technologii, wskazuje pewien szerszy zakres wartości, w jakim powinna zawierać się oczekiwana wartość technologii. To pozwoli na pewną elastyczność w negocjacjach i uwzględni różne postrzeganie wartości przez różne podmioty.

## Czy wartość technologii ma związek z budżetem projektu badawczego?

### Krótką odpowiedź: NIE

Wysokie nakłady inwestycyjne związane z realizacją projektów badawczych przez jednostki naukowe nie gwarantują stworzenia technologii o wysokiej wartości. Nie występuje bezpośrednia zależność pomiędzy wysokością nakładów na prace badawcze w instytucjach naukowych, a wartością rynkową wyników tych prac. Przyczynami tego zjawiska mogą być następujące czynniki:

- badania na uczelniach prowadzone są w celu rozwiązania problemów naukowych; ich skutkiem jest poszerzenie stanu wiedzy, odkrycie nowych zależności fizycznych, matematycznych, chemicznych itp., nie zaś opracowanie nowych produktów i usług, za które klienci byliby skłonni zapłacić;
- podstawą umów licencyjnych są patenty; aby uzyskać patent, wynalazek musi spełniać ściśle określone kryteria, spośród których najbardziej problematycznym (dla wygenerowania wartości ekonomicznej) jest kryterium nowości; patent można otrzymać na wynalazek, który nie jest częścią aktualnego stanu techniki; oznacza to, że patenty przyznawane jednostkom naukowym dotyczą w przeważającej większości rozwiązań, dla których nie było wcześniejszej możliwości zbadania popytu rynkowego, który jest kluczową determinantą wartości.

Ich konsekwencją jest konieczność modyfikacji tradycyjnych metod wyceny, znanych chociażby z rynków kapitałowych (metody dochodowe, mnożnikowe), czy nieruchomości (metody kosztowe) w zależności od specyfiki przedmiotu wyceny.

#### Uniwersytet Oksfordzki<sup>2</sup>

Jego budżet na badania w 2015 r. wyniósł **871 mln GBP**. W tym samym czasie centrum transferu technologii wygenerowało przychód w wysokości 25 mln GBP, z czego **19,5 mln GBP** stanowiły przychody z udzielonych licencji. Przyjmując, że Uniwersytet udziela ok. 10-15 licencji rocznie (w 2013 aktywnych było 98 umów licencyjnych), to jest w stanie generować przeciętny przychód rządu **1,5-2,5 mln GBP** z licencji udzielonych w jednym roku, co w odniesieniu do budżetu na badania stanowi zaledwie 0,2%.

#### Uniwersytet Cambridge<sup>3</sup>

Podobne dane można zaobserwować dla Uniwersytetu Cambridge, gdzie baza aktywnych technologii liczy **1473** praw majątkowych, z których Cambridge Enterprise wygenerował w ostatnim roku **22 mln GBP** przychodu. Budżet Uniwersytetu na badania w analogicznym okresie wyniósł ponad **650 mln GBP**.

#### Uniwersytet Kalifornijski<sup>4</sup>

University of California (na który składa się 11 niezależnych uniwersytetów) wygenerował w 2015 r. **177 mln USD** z opłat licencyjnych z blisko **2500** aktywnych umów licencyjnych.

Warto zwrócić jednak uwagę na fakt, że 25 topowych technologii (czyli zaledwie 1% bazy technologicznej) odpowiada aż za 78% przychodów z opłat licencyjnych, które w odniesieniu do ponad **30 mld USD** kosztów operacyjnych rocznie nie stanowią, jakby się mogło wydawać, istotnej kwoty.

<sup>2</sup> na podstawie danych z „Annual Report 2015”, Oxford University Innovation, Oxford University oraz „Annual Report 2013”, Oxford University Innovation, Oxford University

<sup>3</sup> na podstawie danych z „Annual Review 2016”, Cambridge Enterprise Limited, Cambridge University

<sup>4</sup> na podstawie danych z „Ideas, inventions, impact, Technology Commercialization Report 2016”, University of California

## Czy mogę wycenić know-how?

**Odpowiedź: TAK można wycenić know-how, jeśli spełnia definicję know-how**

### Czym jest know-how

Zgodnie z Rozporządzeniem Komisji Unii Europejskiej Nr 316/2014 z dnia 21 marca 2014 r. mianem know-how można określić zbiór informacji praktycznych, np. wiedzę techniczną, który spełnia trzy kryteria:

1. jest niejawnny (nie został upubliczniony, a także nie jest wiedzą powszechnie znaną lub łatwo dostępną),
2. jest istotny (wiedza ta pozwala na osiągnięcie określonego efektu gospodarczego) oraz
3. zidentyfikowany (został udokumentowany w odpowiedniej formie i odpowiednio zabezpieczony, w sposób pozwalający na zweryfikowanie kryterium niejawności i istotności).

### Wszystkie warunki łącznie

Jeżeli chociaż jeden z powyższych warunków nie jest spełniony, wówczas dany zbiór informacji nie stanowi know-how (nie powoduje powstania prawa majątkowego, w związku z czym trudno mówić o teoretycznej wartości takiego prawa) i ma ograniczoną zdolność aportową (w przypadku spółek kapitałowych przedmiotem wkładu niepieniężnego mogą być wyłącznie prawa majątkowe i rzeczowe składniki majątku).

### Czym know-how nie jest

Powyższe oznacza, że know-how, potocznie rozumiane jako wiedza i doświadczenie naukowców, nie stanowi know-how w świetle przepisów obowiązującego prawa, a jego wnoszenie aportem do spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (jest to możliwe z uwagi na brak konieczności audytu wyceny wkładu niepieniężnego przez biegłego rewidenta) może wiązać się w przyszłości z poważnymi konsekwencjami prawnymi i finansowymi dla strony wnoszącej taki wkład.

Powyższą argumentację potwierdza wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z 31 lipca 2003 r. (III SA 1661/01), który pozytywnie odniósł się do argumentacji podatnika, że *know-how musi być ucieleśniony. Jeżeli nośnikiem informacji jest człowiek posiadający wiedzę, nie może być mowy o know-how, lecz o usłudze*". Ta z kolei, na mocy przepisów KSH (art. 14 §1), nie może być przedmiotem wkładu niepieniężnego do spółki kapitałowej (wykluczone jest również świadczenie pracy oraz wszystkie prawa niezbywalne).

## Czy wycena metodą dochodową pokazuje, jaki będę mieć dochód?

### Krótką odpowiedź: NIE

#### Na czym polega wyceną metodą dochodową

Wycena dochodowa to nazwa jednej z metod, zgodnie z którą wartość to suma **oczekiwanych**, ale **niepewnych** przepływów pieniężnych (przychodów, zysków, w zależności od przyjętego wariantu) z tytułu wykorzystania technologii. Te oczekiwane zyski są dodatkowo **dyskontowane**, czyli skorygowane o czas i ryzyko ich nieosiągnięcia. Rzeczywisty dochód właściciela technologii zależny będzie od szeregu czynników, w tym między innymi od sposobu komercjalizacji, wynegocjowanych warunków, skuteczności biznesowej podmiotu który będzie komercjalizować technologię i poczynań konkurencji.

**W poszukiwaniu odpowiedzi na pytanie dotyczące potencjalnej dochodowości przedsięwzięcia, należy przeanalizować między innymi następujące elementy:**

- czy i jak bardzo propozycja wartości, którą daje technologia jest atrakcyjna i dlaczego,
- jakie są przewagi konkurencyjne technologii nad rozwiązaniami dostępnymi na rynku,
- czy przestawienie się na nowe rozwiązanie będzie dla klientów atrakcyjne i możliwe,
- jacy istnieją konkurenci oraz jakie działania podejmują,
- jakie koszty działalności należy ponieść, aby móc dostarczyć propozycję wartości,
- jakich przychodów można spodziewać się z realizacji przedsięwzięcia,
- czy rozwiązanie jest łatwe do skopiowania przez konkurentów.

#### Niepewność i ryzyko

Pomimo iż wycena metodą dochodową jest bardzo często stosowana w praktyce, a NCBiR<sup>5</sup> ją jako podstawową metodę wyceny technologii, to należy pamiętać o jej bardzo istotnych ograniczeniach. Sama metoda powstała do wyceny akcji spółek notowanych na giełdach lub spółek prywatnych. W ich przypadku działalność jest prowadzona już od jakiegoś czasu i można na podstawie historii i planów strategicznych sformułować założenia na temat przyszłych wyników. W przypadku nowatorskich przedsięwzięć i technologii nie ma żadnej historii operacyjnej, często nie występują podobne rozwiązania na rynku, a dodatkowo równie często brakuje zasobów do przejścia od fazy koncepcji do wprowadzenia na rynek. To sprawia, że wszelkie scenariusze rozwoju formułowane są w warunkach bardzo wysokiej niepewności, a sama wycena metodą dochodową nie powinna stanowić narzędzia do decydowania o tym czy dana technologia posiada potencjał biznesowy.

W związku z powyższym, nawet zastosowanie najbardziej zaawansowanych narzędzi matematycznych (które z kolei wymagają szeregu danych ilościowych, zazwyczaj niedostępnych dla specyficznych rozwiązań technologicznych) nie odpowie na pytanie o to, jaki będzie dochód z komercjalizacji technologii. Jest tak, ponieważ nie da się przewidzieć przyszłości, która zależy od wielu czynników zarówno naukowych, jak i technicznych, ale także ludzkich – trafności podejmowanych decyzji biznesowych, zmieniających się preferencji klientów oraz odrobiny szczęścia.

<sup>5</sup> "Komerccjalizacja B+R dla praktyków 2013", Narodowe Centrum Badań i Rozwoju



## Czy wycena rynkowa jest lepsza od pozostałych metod wyceny?

### Krótką odpowiedź: NIE

Wycena rynkowa to nazwa jednej z metod wyceny, inaczej nazywana metodą porównawczą lub metodą mnożnikową. Podobnie jak w przypadku metody dochodowej, nie wskazuje ona tego, jaką cenę ktoś zapłaci. Cena zawsze ustalana jest w toku negocjacji pomiędzy stronami transakcji.

#### O metodzie rynkowej/porównawczej

Ta metoda opiera się na założeniu prawa jednej ceny, w myśl którego dwa porównywalne ze sobą aktywa powinny być przedmiotem transakcji o podobnej wartości. Aby przeprowadzić wycenę tą metodą należy przeanalizować historyczne transakcje kupna-sprzedaży podobnych technologii, które miały miejsce w niedalekiej przeszłości.

### Zastosowanie praktyczne

W praktyce nie ma możliwości wiarygodnego zidentyfikowania porównywalnych transakcji dla podobnych technologii. Wynika to z jednej strony, że każda technologia, żeby mogła zaistnieć na rynku musi posiadać przewagi konkurencyjne (przez co nie są one porównywalne), a z drugiej – transakcje dotyczące technologii zawierane są dość rzadko (w porównaniu np. do kupna/sprzedaży akcji na giełdzie) i są najczęściej niejawne. Stosowanie tej metody przy wycenie technologii jest praktycznie niemożliwe.

## O nas

# BRANTE

— PARTNERS —

Spółka doradcza wyspecjalizowana w transferze i komercjalizacji technologii, świadcząca usługi dla jednostek naukowych. Interdyscyplinarna wiedza i doświadczenie pozwalają nam kompleksowo podejść do zagadnień związanych z oceną potencjału, wyceną oraz ochroną własności intelektualnej.

## ANALIZY



Rynku  
Opłacalności  
Ścieżek komercjalizacji

## WYCENY



Know-how  
Technologii i patentów  
Własności przemysłowej

## FINANSOWANIE



Środki z UE  
Rynek VC  
Inwestorzy branżowi

## ZARZĄDZANIE



Project management  
Interim management  
Budowa strategii

## Kontakt

### Brante Partners

Al. Kasztanowa 3a  
51-125 Wrocław

+48 71 736 63 28

[biuro@brante.pl](mailto:biuro@brante.pl)

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

### Grzegorz Jajuga, CFA

Partner Zarządzający

[grzegorz.jajuga@brante.pl](mailto:grzegorz.jajuga@brante.pl)