

MIHAI CĂRĂBAȘ

Finanțarea
întreprinderilor
startup
ANALIZĂ JURIDICĂ

UNIVERSUL JURIDIC
BUCUREȘTI
2024

Cuprins

Abrevieri.....	13
Introducere.....	15

Capitolul I. Perspectivă asupra finanțării și dinamicii structurii capitalului start-upurilor

1. Considerații preliminare.....	25
2. Teorii ale finanțării întreprinderii.....	27
2.1. Teoria irelevanței structurii capitalului	27
2.2. Teoria raporturilor de mandat (<i>Agency Theory</i>)	28
2.3. Teoria compromisului (<i>Trade-off Theory</i>).....	29
2.4. Teoria ierarhiilor (<i>Pecking Order Theory</i>).....	30
3. Sursele de finanțare specifice start-upurilor.....	31
4. Alternative de finanțare în contextul tehnologiilor de vârf	35
4.1. Tehnologia <i>blockchain</i> ca bază a finanțărilor prin monede virtuale	37
4.2. Monedele virtuale și oferta inițială de criptomonedă.....	40
4.3. Organizațiile autonome descentralizate (DAO) ca potențiale vehicule finanțabile	44
5. Ciclurile de dezvoltare ale start-upului și rundele de finanțare	48
6. Runderle de finanțare.....	51
6.1. <i>Bootstrapping</i>	52
6.2. <i>Pre-seed</i>	53
6.3. <i>Seed</i>	54
6.4. Finanțările <i>Seria A, B, C</i>	54
7. Exitul sau lichidarea participației societare.....	62
7.1. Considerații preliminare.....	62
7.2. Oferta Publică Inițială (<i>Initial Public Offering – IPO</i>)	64
7.3. Vânzarea strategică	67
7.4. Răscumpărarea acțiunilor și vânzarea secundară.....	69

Capitolul II. Principalele instrumente juridice utilizate în tranzacțiile de finanțare

1. Acțiunile/părțile sociale ordinare	71
---	----

2. Clasele de acțiuni și acțiunile preferențiale	72
3. Obligațiunile convertibile și împrumutul convertibil	75
4. Clauzele de stabilitate a structurii acționariale	80
4.1. Clauza <i>tag-along</i> sau dreptul de a participa la vânzare, respectiv dreptul de vânzare comună	81
4.2. Clauza de ieșire forțată sau <i>drag-along</i>	89
4.3. Dreptul de preempțiune.....	93
5. Convențiile de vot	94
6. Drepturile de preferință asociate lichidării participației (<i>Liquidation preferences</i>).....	98
7. Clauzele SAFE (<i>Simple Agreement for Future Equity</i>).....	102
Capitolul III. Investitorii-individuali – <i>business angels</i>	109
1. Definiție și fundament teoretic	109
2. Particularități ale investitorului <i>business angel</i>	113
3. Clasificări ale investitorilor <i>business angels</i>	119
3.1. Investitori acreditați versus investitori neacreditați	119
3.2. Investitori pasivi și investitori activi	120
3.3. Investitori individuali, de grup și <i>super angels</i>	121
4. Caracteristicile societății-țintă	122
5. Cuantumul finanțărilor de tip <i>business angels</i> la nivelul Uniunii Europene	124
6. Procesul de finanțare	126
7. Structurarea juridică a tranzacției.....	128
7.1. Situația finanțării sub forma împrumutului sau a combinației de împrumut cu participație la capitalul social.....	128
7.2. Situația finanțării prin participație directă la capitalul social	129
8. Lichidarea participației investitorului <i>business angel</i> (<i>Exit</i>).....	130
9. Grupurile de investitori <i>business angels</i>	132
10. <i>Business angels</i> în România	136
11. Protecția investitorilor	140
Capitolul IV. Finanțarea participativă – <i>crowdfunding</i>	143
1. Fenomenologia finanțării participative.....	143
2. Definiție, fundament teoretic.....	147

3. Particularități ale multifinanțării	151
4. Clasificarea finanțărilor participative	153
4.1. Multifinanțarea-liberalitate	154
4.2. Împrumutul cu scop social (<i>social lending</i>).....	156
4.3. Finanțarea participativă de tip recompensă.....	156
4.4. Finanțarea participativă de tip pre-comandă.....	158
4.5. Împrumutul <i>peer-to-peer</i> (de la egal la egal) sau <i>crowdlending</i>	161
4.6. Multifinanțarea de tip participativ la beneficii (venituri și profit)	163
4.7. Multifinanțarea de tip investiție de capital (<i>equity</i> <i>crowdfunding</i>).....	166
4.7.1. Concept.....	167
4.7.2. Caracteristicile societății inițiatoare a proiectului	168
4.7.3. Procesul de finanțare	170
4.7.4. Investiția prin intermediul unui vehicul juridic cu scop special (<i>Special Purpose Vehicle</i>)	173
5. Platformele de <i>crowdfunding</i> în lumina Regulamentului (UE) 2020/1503 privind furnizorii europeni de servicii de finanțare participativă pentru afaceri.....	178
5.1. Necesitatea adoptării unei legislații europene.....	178
5.2. Obiectul reglementării normei europene.....	179
5.3. Excepții de la aplicabilitatea Regulamentului.....	180
5.4. Facilitarea acordării de împrumuturi (multifinanțare-împrumut)	181
5.5. Finanțarea participativă de investiție de capital	182
5.6. Administrarea activității platformelor.....	185
5.6.1. Serviciile oferite de către furnizori	185
5.6.2. Autorizarea	188
5.6.3. Principalele obligații ale furnizorilor de servicii	189
5.6.4. Comunicarea publică	191
5.6.5. Protecția investitorilor	193
5.7. Remarci conclusive.....	194
Capitolul V. Fondurile de capital de risc.....	196
1. Considerații introductive	196
2. Definiție și fundament teoretic	199

3. Structura și forma juridică a fondurilor de capital de risc	203
4. Particularități ale fondurilor de capital de risc și ale investițiilor acestora	212
5. Clasificări ale fondurilor de capital de risc.....	215
6. Caracteristicile societății-țintă.....	218
7. Cuantumul finanțărilor prin fonduri de capital de risc la nivelul Uniunii Europene	219
8. Procesul de finanțare derulat de fondurile de capital de risc.....	221
9. Structurarea juridică a tranzacției.....	222
10. Lichidarea participațiilor fondurilor de capital de risc	225
11. Fondurile de capital de risc în România	227
12. Protecția investitorilor	229

Capitolul VI. Guvernanța afacerii antreprenoriale..... 232

1. Introducere în guvernanța corporativă.....	232
2. Importanța principiilor de guvernanță („corporativă”) în societățile închise	235
3. Principalele conflicte întâlnite în guvernanța afacerii antreprenoriale.....	242
3.1. Conflicte verticale	243
3.1.1. Conflicte specifice între acționari și consiliul de administrație	243
3.1.2. Conflicte între administrație și fondatori sau executivi.....	245
3.1.3. Conflicte între acționari și fondatori sau executivi	246
3.2. Conflicte orizontale.....	247
3.2.1. Conflicte între titularii de acțiuni ordinare și titularii de acțiuni preferențiale	247
3.2.2. Conflicte ivite între deținătorii de acțiuni preferențiale	249
3.2.3. Conflicte între titularii de acțiuni ordinare	249
4. Structura guvernanței corporative în societățile închise.....	251
4.1. Dreptul societar	252
4.1.1. Forma juridică a start-upului în dreptul național	255
4.1.2. Regulile de transparență și publicitate a situațiilor financiare	258

4.1.3. Obligațiile fiduciare ale administratorilor	260
4.1.4. Drepturile acționarilor minoritari	262
4.2. Mecanismele contractuale.....	263
4.3. Bunele practici de guvernare.....	265
4.4. SRL-ul, un vehicul „de epocă” pentru cursele moderne	266
4.4.1. Constituirea SRL-ului.....	267
4.4.2. Părțile sociale.....	269
4.4.3. Reforma dreptului societar italian ca model european ...	270
5. Platformele. Economia-platformă. Descentralizarea guvernării în afacerile moderne	273
5.1. De la supremația acționarială la atenția îndreptată spre <i>stakeholders</i>	280
5.2. Descentralizarea („aplatarea structurii”), caracteristică a societăților-platformă.....	283
6. Tehnologiile de vârf în contextul guvernărilor corporative	288
6.1. Tehnologia și acționarii.....	289
6.2. Tehnologia și administrația societară.....	290
Concluzii	292
Bibliografie	301

MIHAI CĂRĂBAȘ

Finanțarea
întreprinderilor
start-up
ANALIZĂ JURIDICĂ



Capitolul I

Perspectivă asupra finanțării și dinamicii structurii capitalului start-upurilor

1. Considerații preliminare

Pentru majoritatea antreprenorilor, prima sursă de finanțare pentru afacerea demarată sunt resursele proprii, urmate de cele ale familiei și prietenilor. Aceste modalități de procurare a fondurilor constituie *finanțarea internă*. Odată epuizate, fondatorii sunt nevoiți să își îndrepte privirea spre cei dispuși să își asume riscul unei afaceri la început de drum⁶ și care nu au o legătură directă sau apropiată cu aceștia. Dacă pentru societățile *in bonis*, cu istoric în piață, creditul oferit de instituțiile financiare bancare reprezintă una dintre principalele surse de obținere a capitalului, start-upului proaspăt înființat băncile îi vor întoarce spatele. Riscul ridicat, lipsa istoricului financiar, lipsa veniturilor curente, a profitului, precum și a garanțiilor îi descalifică pe antreprenori în fața acestor deținători de fonduri. În acest context, își vor face apariția modalitățile alternative de finanțare (majoritatea specifice sau adaptate în contextul start-upurilor inovatoare), cum sunt: investitorii *business angels*, fondurile de capital privat (*private equity*),

⁶ O concluzie diferită față de percepția generală este rezultatul surprinzător al studiului realizat de către A.M. Robb și D.T. Robinson (2009) asupra finanțării start-upurilor în primul an de activitate. În urma analizei empirice pe baza datelor disponibile în *The Kauffman Firm Survey* (4.928 de societăți urmărite de la înființare – 2004), autorii concluzionează că, într-un procentaj considerabil, firmele se bazează încă de la debut pe finanțări externe, în detrimentul opiniei încetățenite că familia și prietenii constituie sursa principală de procurare a fondurilor în această perioadă.

A.M. Robb și D.T. Robinson, *The Capital Structure Decision of New Firms*, 2009, articol disponibil la https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1345895 [23.03.2021].

fondurile de capital de risc (*venture capital*) sau finanțările participative (*crowdfunding*), fiecare dintre acestea având variante și clasificări proprii⁷.

Efectele asumării condițiilor impuse de către investitorii profesioniști se vor revărsa asupra societății și fondatorilor-asociați pe tot parcursul vieții afacerii. Spre exemplu, odată intrați în „jocul” finanțărilor de tip capital de risc, antreprenorii vor trebui să urmeze acest drum fără opțiuni reale de revenire la situația juridică și faptică anterioară momentului obținerii fondurilor. În acest sens, căutarea celei mai potrivite modalități de finanțare, atât pentru viitorul societății, cât și în interesul personal al fondatorilor (care de multe ori nu este unul strict financiar), devine o prioritate și una din cele mai importante decizii din perioada de creștere accelerată a afacerii.

Odată trecute prin etapele recurente de finanțare alternativă și a consolidării afacerii, o parte dintre aceste societăți, care au reușit să depășească provocările antreprenoriale, vor deveni *publice* printr-o Ofertă Publică Inițială – OPI (listarea pe o piață de capital) sau vor face obiectul tranzacțiilor de tip vânzare strategică, fuziuni și achiziții, răscumpărare de titluri de participație sau vânzare secundară. Aceste procese reprezintă momentul de lichidare a participației societare (*exit* – ieșire) pentru investitorii care și-au asumat riscurile inițiale ale afacerii, adică posibilitatea de marcarea speratului profit, previzionat sau riscat încă din primele cicluri de viață ale societății.

Relativ de dată recentă, datorită interesului public ridicat asupra tehnologiei *blockchain* și a anumitor avantaje oferite de folosirea acesteia, o nouă modalitate de finanțare a apărut în peisajul afacerilor moderne, și anume Oferta Publică de Criptomonedă (*Initial Coin Offering* – ICO). Datorită, în principal, caracterului de noutate și lipsei de identificare a unor instituții juridice tradiționale care să înglobeze această operațiune, ICO ridică în continuare probleme de interpretare juridică.

⁷ Pentru o evoluție temporală a surselor de finanțare, a se vedea V. Bessière, E. Stéphany, *Crowdfunding, business angels, and venture capital: New funding trajectories for start-ups?*, 2018, disponibil la https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3137095 [10.04.2021].

2. Teorii ale finanțării întreprinderii

Specificitatea investițiilor de capital o reprezintă, în primul rând, faptul că finanțatorul dobândește o cotă de participare în societatea-țintă, spre deosebire de finanțarea clasică de tip împrumut. Diferite teorii ale finanțării încearcă să găsească cele mai bune soluții pentru alegerea optimă a tipului de finanțare de către antreprenori. Prin intermediul acestora se caută, de asemenea, un echilibru între investiția de capital⁸ și împrumuturi⁹, astfel încât societatea să beneficieze de avantajele specifice fiecărei forme de finanțare.

2.1. Teoria irelevanței structurii capitalului

Modigliani și Miller¹⁰ sunt pionierii teoriei moderne a structurii capitalului, a căror idee relevă faptul că decizia de finanțare a întreprinderii nu are relevanță într-o piață de capital perfectă. Valoarea societății este constantă, indiferent de proporția dintre investițiile de capital și împrumuturi. Conform teoriei, deciziile (perfect raționale) de finanțare luate de către antreprenor, respectiv intervenția oricărui finanțator nu va dezechilibra constanta valorii totale a firmei¹¹. Unul dintre autori¹² explică propria teorie prin următorul exemplu: societatea poate fi privită ca o cadă uriașă cu lapte integral. Fermierul are posibilitatea fie să vândă laptele în totalitate, în starea în care se găsește, fie să separe smântâna și să o vândă la un preț ridicat. În cea de-a doua situație, ceea ce îi rămâne fermierului este un lapte degresat care se va putea valorifica la un preț mult inferior față de cel inițial. În contextul teoriei, dacă nu ar exista niciun cost al separației smântânii de

⁸ Prin „investiție de capital” (*equity investment*) se înțelege o finanțare efectuată în schimbul unor titluri de participație ale societății beneficiare.

⁹ S. Caselli, *Private Equity and Venture Capital in Europe. Markets, Techniques, and Deals*, Academic Press – Elsevier, 2010, p. 28.

¹⁰ F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review, vol XLVIII, nr. 3, 1958, pp. 261-297.

¹¹ Pentru prezentarea pe larg a teoriei, a se vedea A.P. Villamil, *Modigliani-Miller theorem*, în S.N. Durlauf, L.E. Blume, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave Macmillan, Londra, 2008.

¹² M. Miller, *Financial Innovations and Market Volatility*, Blackwell, 1991, p. 269.