



Prawne aspekty współpracy startupu z funduszem inwestycyjnym od momentu negocjacji umowy inwestycyjnej do momentu wyjścia funduszu z inwestycji

W toku działalności większości spółek we wczesnym etapie rozwoju ukierunkowanych na prowadzenie działalności innowacyjnej („**startup**”) pojawia się moment, w którym tzw. bootstrapping czyli oparcie rozwoju przedsięwzięcia o zasoby własne startupu przestaje wystarczać na efektywne rozwijanie działalności. Dzieje się tak w momencie, gdy pomysł rozwijany w ramach startupu przeszedł pierwszą weryfikację rynkową i wskazuje na wysoki potencjał generowania przychodów. Jednocześnie startup nie posiada odpowiednich środków finansowych aby wprowadzić pomysł na rynek na szerszą skalę i zwiększyć sprzedaż. Ten etap w działalności startupu, zwany potocznie „doliną śmierci” charakteryzuje się znaczną nadwyżką wydatków nad wpływami.

Najbardziej popularnym sposobem na opuszczenie „doliny śmierci” jest skorzystanie z finansowania zewnętrznego. Obok kredytów inwestycyjnych, często wybieranym przez startupy rodzajem finansowania jest współpraca z jednym z funduszy *venture capital* („**fundusz VC**”). Niewątpliwymi zaletami tego rodzaju finansowania jest przede wszystkim uzyskanie środków na rozwój startupu bez zaciągania długu a także możliwość korzystania z wiedzy i doświadczenia biznesowego przedstawicieli funduszu VC. Do najpoważniejszych wad należy natomiast częściowa utrata kontroli nad startupem.

W celu zachowania jak największej kontroli nad startupem finansowanym przez fundusz VC zarówno w toku współpracy z tym funduszem jak i w momencie wyjścia funduszu z inwestycji, założyciele startupu powinni zadbać o odpowiednie zapisy w umowie inwestycyjnej.

Zanim jednak dojdzie do podpisania umowy inwestycyjnej, zazwyczaj startup i fundusz VC negocjują wstępny dokument dotyczący kluczowych aspektów inwestycji („**term sheet**”). Term sheet najczęściej nie stanowi wiążącej umowy pod względem prawnym jednakże określa warunki brzegowe potencjalnej umowy inwestycyjnej takie jak dotychczasowa wycena startupu czy najważniejsze warunki udzielenia finansowania.

Kancelaria Prawna
SSW Spaczyński, Szczepaniak i Wspólnicy sp. k.

Aby nie negocjować dwukrotnie tych samych kwestii należy zadbać o spójność umowy inwestycyjnej z warunkami określonymi w term sheet. Oprócz samych warunków finansowania, umowa inwestycyjna powinna określać kwestię praw korporacyjnych przysługujących funduszowi VC. Założyciele startupów mają tendencje do zbytznego skupiania się na samych warunkach finansowania zapominając o uregulowaniu kwestii z zakresu prowadzenia spraw startupu oraz wybierania jego organów. Przy negocjowaniu umowy inwestycyjnej należy dokładnie przeanalizować jakie uprawnienia będą przysługiwać funduszowi VC w zakresie powoływania i odwoływania członków zarządu, rady nadzorczej a także jakie inne uprawnienia będą związane z udziałem funduszu VC (np. możliwość zmuszenia pozostałych wspólników do zbycia posiadanych udziałów). Warto również ustalić jakie wynagrodzenie będzie przysługiwać założycielom startupu aktywnie zaangażowanym w pracę przy jego rozwoju. Może się zdarzyć, że fundusz VC będzie dążył do odsunięcia części lub wszystkich założycieli od świadczenia pracy w startupie, zamiast tego wprowadzając własnych menadżerów. Stąd kwestie pracownicze powinny zostać szczególnie dokładnie przeanalizowane. Ponadto, po ustaleniu i zaakceptowaniu przez obie strony treści umowy inwestycyjnej należy zapewnić jej spójność z umową spółki.

Standardowa umowa inwestycyjna oprócz kwestii opisanych powyżej określa również warunki wyjścia funduszu VC z inwestycji. O ile interesy założycieli startupu i funduszu VC w fazie uczestnictwa funduszu w inwestycji są na ogół zbieżne i wyrażają się w dążeniu do maksymalnego zwiększenia wartości rynkowej startupu, o tyle te interesy mogą się rozchodzić w fazie wychodzenia funduszu VC z inwestycji. Fundusz VC standardowo wychodzi z inwestycji po 5-7 latach i dąży do osiągnięcia jak najkorzystniejszej ceny tak aby uzyskać jak najwyższy zwrot z inwestycji. Natomiast założyciele mogą dążyć do zachowania kontroli nad startupem i pozostania w inwestycji.

Zastrzeżenie: Niniejsza publikacja ma na celu podkreślenie pewnych kwestii. Z założenia nie jest kompleksowa i nie jest poradą prawną.



Prawne aspekty współpracy startupu z funduszem inwestycyjnym od momentu negocjacji umowy inwestycyjnej do momentu wyjścia funduszu z inwestycji

W praktyce w większości umów inwestycyjnych znajduje się klauzula drag along zastrzeżona na rzecz funduszu VC. W uproszczeniu, w świetle tej klauzuli, funduszowi VC przysługuje prawo żądania od pozostałych udziałowców startupu przyłączenia się do transakcji wyjścia z inwestycji tak aby zapewnić nabywcy danego startupu całość udziałów (względnie pakiet kontrolny). Zazwyczaj wyłączenie klauzuli drag along z umowy inwestycyjnej jest niemożliwe ze względu na znaczną przewagę negocjacyjną funduszu VC. Można natomiast skupić się na wynegocjowaniu jak najkorzystniejszych warunków tej klauzuli z punktu widzenia założycieli startupu. W szczególności, warto wynegocjować zastrzeżenie na rzecz założycieli klauzuli *tag along*, która uchroni ich przed pozostaniem w startupie z mniejszościowym udziałem, który byłby bardzo trudny do zbycia.

Obok klauzuli drag along, bardzo często w umowie inwestycyjnej pojawia się klauzula liquidation preference, czyli klauzula odnosząca się do preferowanych warunków "wyjścia kapitałowego" ze spółki dla funduszu VC. Oznacza ona, iż w przypadku sprzedaży spółki inwestor uprzywilejowany (fundusz VC) ma zagwarantowaną kwotę odpowiadającą sumie środków pierwotnie zainwestowanych w startup powiększoną o uprzednio uzgodnioną roczną stopę zwrotu, niezależnie od ceny uzyskanej za cały startup oraz jego struktury właścicielskiej. Po spełnieniu tego warunku, reszta środków jest dzielona dalej zgodnie z uzgodnionymi warunkami szczegółowymi.

Podobnie jak w przypadku klauzuli *drag along*, także klauzula liquidation preference jest w praktyce niemożliwa do wyłączenia z umowy inwestycyjnej dla założycieli startupu będących „słabszą” stroną w negocjacjach z funduszem VC. Niemniej warto wynegocjować jak najkorzystniejszą wersję takiej klauzuli.

Zazwyczaj proces nawiązywania współpracy z funduszem VC trwa kilka miesięcy i charakteryzuje się dużą złożonością zagadnień prawnych, finansowych i biznesowych będących przedmiotem negocjacji. Jeżeli prowadzą Państwo startup i są Państwo na etapie poszukiwania inwestora zapraszamy do kontaktu. Specjaliści z naszej Kancelarii przeprowadzą Państwa przez proces inwestycyjny tak aby zagwarantować ochronę Państwa praw zarówno na etapie współpracy z funduszem VC jak i wyjścia z inwestycji.



Patrycja Goździowska
Partner, Doradca Podatkowy
Patrycja.Gozdziowska@ssw.pl



Jędrzej Figurski
Junior Associate
Jedrzej.Figurski@ssw.pl

Kancelaria Prawna
SSW Spaczyński, Szczepaniak i Wspólnicy sp. k.

Zastrzeżenie: Niniejsza publikacja ma na celu podkreślenie pewnych kwestii. Z założenia nie jest kompleksowa i nie jest poradą prawną.

Biuro w Warszawie
Rondo ONZ 1
XII piętro
00-124 Warszawa

tel./phone +48 22 544 87 00
fax +48 22 544 87 01
warszawa@ssw.pl

Biuro w Poznaniu
ul. Mielżyńskiego 14
Okrągłak, VII piętro
61-725 Poznań

tel./phone + 48 61 625 16 00
fax + 48 61 625 16 01
poznan@ssw.pl

www.ssw.pl