

Содержание контрактных документов по венчурной сделке: как, во что и на каких условиях

15.06.2020

НОВОСТИ КОМПАНИЙ

СТАТЬИ

19 июня международная юридическая фирма BCLP при поддержке журналов «Путеводитель российского бизнеса» ТПП РФ и Legal Insight проведет онлайн-марафон [«Цифровизация и технологии в праве: обзор 360°»](#). Одна из тем марафона — «Венчурные сделки глазами инвестора. Особенности инвестиций в стартапы», о которой расскажет Екатерина Дедова. Зарегистрироваться на онлайн-марафон можно направив заявку по e-mail : seminar@bclplaw.com. А мы публикуем колонку Екатерины «Содержание контрактных документов по венчурной сделке».

Как известно, стартапы, по крайней мере на ранней стадии, практически невозможно оценить. В их основе лежит некая инновация, ценность которой можно определить только исходя из прогнозов ее перспективности на рынке, и, пока стартап еще не начал воплощать и масштабировать свою инновацию на практике и не сформировал серьезных аналитических данных по результатам своей работы, его оценка сводится, скорее, к некоторым внутренним убеждениям инвестора из серии «полетит-не полетит». Есть категории инвесторов, которые специализируются на стартапах, находящихся на ранней стадии своего развития (это всевозможные акселераторы, песочницы, бизнес-ангелы, seed-фонды). И разумеется, ввиду повышенного риска, связанного с тем, что судьба стартапа на такой ранней стадии вообще не поддается прогнозированию, подобного рода структуры не будут тратить время на обсуждение каких-либо условий финансирования или иную «торговлю» с начинающим бизнесом, а просто в лучшем случае предложат предоставить

какую-ту сумму на развитие на условиях, которые сочтут подходящими, по принципу «либо да, либо нет».

Если говорить об инвестировании в бизнес на более поздней стадии, например начиная с третьего-четвертого инвестиционного раунда, то к этому времени, как правило, уже появляется более или менее репрезентативная бизнес- и финансовая модель, которая позволяет с той или иной степенью точности оценить бизнес и определить цену входа для инвесторов в рамках соответствующего раунда (в идеале, если все идет хорошо, то с каждым последующим раундом цена входа для инвестора (как и стоимость самой компании) должна расти). И тут уже появляется несколько опций того, какими документами может оформляться вход для инвестора в бизнес. Основных опций две.

Первая предполагает работу по принципу, похожему на договор присоединения. Всем инвесторам в рамках каждого раунда предлагается подписать договор по единой форме, по которому в обмен на вкладываемые средства они получают пакет вновь выпущенных акций, гарантирующий им одинаковый объем прав на одинаковых условиях (обычно это договор подписки на вновь выпускаемые акции, а иногда подписываются документы, сочетающие в себе договор купли-продажи и соглашение акционеров одновременно. Эта модель довольно популярна, например, среди израильских стартапов).

Иногда условия таких договоров могут являться предметом обсуждения, но, как правило, в очень незначительной части. Справедливости ради стоит отметить, что обычно в таких ситуациях бизнес старается обеспечить достаточную степень сбалансированности таких документов, для того чтобы их условия были приемлемы для инвестора. В качестве примера можно привести договор подписки на токены GRAM, который был подчинен английскому праву и разработан по универсальной форме для всех инвесторов. Хотя в случае с Telegram баланс по документам был сильно смещен в пользу его основателей, но предлагаемый продукт был достаточно привлекательным для инвесторов, чтобы соглашаться даже на такие условия.

Вторая опция предполагает ситуации, где с каждым конкретным инвестором условия его входа в проект согласовываются отдельно и регламентируются в рамках классических договоров купли-продажи (или подписки) и корпоративных договоров. Обычно такие ситуации характерны для более крупных и адресных инвестиций в бизнесы с уже понятной историей, бизнес-моделью и перспективами.

Независимо от своего композиционного состава и объема документ или документы, оформляющие предоставление инвестиций, должны недвусмысленно отвечать на три базовых вопроса: «как», «во что» и «на каких условиях».

Отвечая на первый вопрос: **«как?»**, необходимо разобраться с вариантами финансирования венчура. Наиболее распространенными из них являются заем, конвертируемый заем или вложение в капитал компании (так называемая модель cash in) с приобретением ее акций (или долей). Иногда, впрочем, стороны договариваются о том, что, помимо вложений собственно в бизнес, основатель получает от инвестора какую-то сумму непосредственно за продаваемые им акции (модель cash out), но тут все зависит от того, насколько тот или иной актив интересен для инвестора, чтобы вкладываться не только в его развитие, но и заплатить определенную сумму его основателю за возможность войти в число его акционеров.

Понятное дело, что на самых ранних этапах инвестору интереснее предоставить деньги на возвратной основе в рамках договора займа (в идеале – обеспеченного залогом или иным способом), так как перспективы бизнеса не очень понятны, а заем дает шансы на возврат хоть какой-то части суммы инвестиций. Но такая конструкция не нравится основателям бизнеса: для них проще поделить доли в бизнесе, чем брать на себя дополнительные обязательства в и без того непростой период. Для инвесторов такой вариант, разумеется, является более рискованным и менее желательным, так как им совсем не хочется разделять риски неудачного проекта с его основателем.

Поэтому стороны инвестиционных соглашений зачастую выбирают модель

конвертируемого займа (к сожалению, пока все еще не работающую полноценно в чистом виде на базе единого документа в рамках российского права). Эта модель предусматривает все то же финансирование компании на возвратной основе, но с возможностью конвертации долга в акции данной компании при определенных условиях, например при заходе нового инвестора. При этом сама конвертация долга в акции компании производится, как правило, на более выгодных ценовых условиях, чем те, которые предлагаются последующим инвесторам. [\(КАК РАБОТАЕТ КОНВЕРТИРУЕМЫЙ ЗАЕМ В РОССИИ: НОВЫЙ ИНСТРУМЕНТ, СТАРЫЕ ПРАВИЛА\)](#)

Отвечая на второй вопрос: **«во что?»**, необходимо четко определить, какая компания выступает таргетом (целью) для инвестиций и приобретения доли в бизнесе.

Какие на ней или под ней (под ее контролем) находятся активы? Достаточно ли их для полноценного функционирования бизнеса? Где находится основной актив? Кто обеспечивает его создание и поддержание? Какие на нем обременения? Как обеспечивается/гарантируется его сохранность? Кто является другими акционерами/участниками компании? Какие есть ограничения на приобретение или последующее распоряжение акциями или долями в компании?

Обычно ответы на данные вопросы анализируются в рамках Due Diligence и в том или ином объеме находят свое отражение в договоре, а также в уставе и соглашении акционеров компании, если таковое предусматривается.

И наконец, третий и самый широкий вопрос: **«на каких условиях?»**.

При ответе на него в документах прописываются все элементы, которые устанавливают стоимость инвестиций, цену бизнеса или порядок ее определения, права инвестора, предоставляемые ему акциями его класса (в том числе объемы выплат при распределении прибыли и ликвидационных квотах), порядок управления компанией, минимальные сроки, в течение которых инвестор должен в ней находиться, защитные механизмы от размытия

пакетов акций, особенности выхода из компании, возможность продавать акции третьим лицам или ее основателю, возможные варианты принуждения основателя и/или других акционеров к продаже бизнеса или выведению его на IPO или, наоборот, возможные варианты выкупа у других акционеров их пакетов и ряд других вопросов.

Опять же, в зависимости от раунда инвестиций и их суммы все эти вопросы с той или иной степенью детализации прописываются в договоре купли-продажи акций, а также в уставе компании и акционерном соглашении (если оно есть). Тут в качестве примера (хотя и довольно грустного) можно привести дело Baring Vostok. Ведь именно права инвестора, предоставленные ему акциями соответствующего класса, изначально легли в основу уголовного дела.

В прессе этот вопрос был неоднократно освещен и разобран очень подробно, но если в двух словах, то изначально основная фабула обвинения, выдвинутого против партнеров и сотрудников фонда Baring Vostok, строилась на том, что в 2017 году на основании соглашения об отступном обязательства «Первого коллекторского бюро» перед Банком «Восточный» по договору займа на сумму 2,5 млрд рублей были прекращены, а взамен банку были предоставлены акции люксембургского ИТ-холдинга. Сделки были совершены в соответствии с требованиями закона, были получены все корпоративные одобрения на их совершение, а в отношении акций была проведена независимая оценка. Однако одна из сторон корпоративного конфликта стала ссылаться на то, что устав люксембургского ИТ-холдинга в редакции, действовавшей на момент заключения соглашения об отступном, содержал ограничения в части предельной суммы прибыли и ликвидационной стоимости, которую могли бы получить владельцы соответствующего класса акций. И именно на этом основании акции, которые были переданы в качестве отступного по обязательству на сумму 2,5 млрд рублей, на самом деле должны были быть оценены в гораздо меньшую сумму, так как устав компании предусматривал предельную сумму выплат по ним в размере первоначального вклада инвестора. Защита, разумеется, предоставила разъяснения и подтверждения того, что это была техническая ошибка, которая уже давно исправлена,

однако следствие дало этому обстоятельству свою оценку, печальный результат которой мы наблюдаем до сих пор. Сейчас, к сожалению, сложно дать больше комментариев по этому вопросу, так как процесс еще не завершен, но этот пример весьма иллюстративен с точки зрения того, какие драматические (и неожиданные!) последствия может иметь недостаточная внимательность к документам на этапе входа проект, даже, казалось бы, к таким базовым, как устав.

[НОВОСТИ КОМПАНИЙ](#)

[СТАТЬИ](#)