

MIHAI CĂRĂBAȘ

Finanțarea
întreprinderilor
start-up
ANALIZĂ JURIDICĂ



MIHAI CĂRĂBAȘ

Finanțarea
întreprinderilor
startup
ANALIZĂ JURIDICĂ

UNIVERSUL JURIDIC
BUCUREȘTI
2024

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. Bessièrre, E. Stéphanly, *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.