

Universitatea Babeș-Bolyai
Facultatea de Drept

TEZĂ DE DOCTORAT
Analiza juridică a finanțării
întreprinderilor startup
- REZUMAT -

Coordonator științific
Prof. Univ. Dr. Radu N. Catană

Student doctorand
Mihai Cărbăș

Cluj-Napoca
2021

I. CUPRINSUL TEZEI

Cuprins	1
Abrevieri	6
Introducere	8

CAPITOLUL I

Perspectivă asupra finanțării și dinamicii structurii capitalului startup-urilor	17
1. Considerații preliminare	17
2. Teorii ale finanțării întreprinderii	19
2.1. Teoria irelevanței structurii capitalului	19
2.2. Teoria raporturilor de mandat („Agency Theory”)	20
2.3. Teoria compromisului („Trade-off Theory”)	21
2.4. Teoria ierarhiilor („Pecking Order Theory”)	22
3. Sursele de finanțare specifice startup-urilor	24
4. Alternative de finanțare în contextul tehnologiilor de vârf	28
4.1. Tehnologia blockchain ca bază a finanțărilor prin monede virtuale	30
4.2. Monedele virtuale și oferta inițială de criptomonedă	33
4.3. Organizațiile autonome descentralizate (DAO) ca potențiale vehicule finanțabile... ..	37
5. Ciclurile de dezvoltare ale startup-ului și rundele de finanțare	41
6. Rundele de finanțare	44
6.1. Bootstrapping	44
6.2. Pre-seed	46
6.3. Seed	47
6.4. Finanțările Seria A, B, C	47
7. Exitul sau lichidarea participației societare	56
7.1. Considerații preliminare	56
7.2. Oferta Publică Inițială („Initial Public Offering - IPO”)	57
7.3. Vânzarea strategică	61
7.4. Răscumpărarea acțiunilor și vânzarea secundară	62

CAPITOLUL II

Principalele instrumente juridice utilizate în tranzacțiile de finanțare 65

1. Acțiunile/pățile sociale ordinare	65
2. Clasele de acțiuni și acțiunile preferențiale	66
3. Obligațiunile convertibile.....	70
4. Clauzele de stabilitate a structurii acționariale.....	73
4.1. Clauza tag-along sau dreptul de a participa la vânzare.....	74
4.2. Clauza de ieșire forțată sau drag-along.....	81
4.3. Dreptul de preempțiune sau dreptul primului refuz („right of first refusal”)	85
5. Convențiile de vot	88
6. Conversia creanțelor în capital	92
7. Drepturile de preferință asociate lichidării participației („Liquidation preferences”)	96
8. Clauzele SAFE („Simple Agreement for Future Equity”)	100

CAPITOLUL III

Investitorii-individuali - business angels..... 106

1. Definiție și fundament teoretic	106
2. Particularități ale investitorului business angel	111
3. Clasificări ale investitorilor business angels	116
3.1. Investitori acreditați vs. investitori neacreditați.....	116
3.2. Investitori pasivi și investitori activi.....	117
3.3. Investitori individuali, de grup și super-angels.....	118
4. Caracteristicile societății țintă	120
5. Quantumul finanțărilor de tip business angels la nivelul UE	122
6. Procesul de finanțare	124
7. Structurarea juridică a tranzacției.....	126
7.1. Situația finanțării sub forma împrumutului sau a combinației de împrumut cu participație la capitalul social.....	126
7.2. Situația finanțării prin participație la capitalul social	127
8. Lichidarea participației investitorului business angel („Exit”)	128
9. Grupurile de investitori business angels.....	131

10. Business angels în România.....	135
11. Protecția investitorilor.....	140

CAPITOLUL IV

Finanțarea participativă – „crowdfunding”	143
1. Fenomenologia finanțării participative	143
2. Definiție, fundament teoretic.....	148
3. Particularități ale multifinanțării	152
4. Clasificarea finanțărilor participative	155
4.1. Multifinanțarea liberalitate.....	155
4.2. Împrumutul cu scop social („social lending”)	157
4.3. Finanțarea participativă de tip recompensă.....	157
4.4. Finanțarea participativă de tip pre-comandă.....	159
4.5. Împrumutul „peer-to-peer” (de la egal la egal) sau „crowdlending”	162
4.6. Multifinanțarea de tip participativ la beneficii (venituri și profit).....	164
4.7. Multifinanțarea de tip investiție de capital („equity crowdfunding”).....	168
4.7.1. Concept.....	169
4.7.2. Caracteristicile societății inițiatoare a proiectului	170
4.7.3. Procesul de finanțare	171
4.7.4. Investiția prin intermediul unui vehicul juridic cu scop special (Special Purpose Vehicle)	174
5. Platformele de crowdfunding în lumina Regulamentului (UE) nr. 2020/1503 privind furnizorii europeni de servicii de finanțare participativă pentru afaceri	180
5.1. Necesitatea adoptării unei legislații europene.....	180
5.2. Obiectul reglementării normei europene	181
5.3. Excepții de la aplicabilitatea Regulamentului.....	182
5.4. Facilitarea acordării de împrumuturi (multifinanțare împrumut)	183
5.5. Finanțarea participativă de investiție de capital.....	184
5.6. Administrarea activității platformelor.....	187
5.6.1. Serviciile oferite de către furnizori.....	187
5.6.2. Autorizarea	190
5.6.3. Principalele obligații ale furnizorilor de servicii	191

5.6.4. Comunicarea publică.....	193
5.6.5. Protecția investitorilor	195
5.7. Remarci conclusive.....	196

CAPITOLUL V

Fondurile de capital de risc	198
1. Considerații introductive	198
2. Definiție și fundament teoretic	201
3. Structura și forma juridică a fondurilor de capital de risc	205
4. Particularități ale fondurilor de capital de risc și ale investițiilor acestora	214
5. Clasificări ale fondurilor de capital de risc	219
6. Caracteristicile societății țintă	222
7. Cuantumul finanțărilor prin fonduri de capital de risc la nivelul UE.....	224
8. Procesul de finanțare derulat de fondurile de capital de risc.....	226
9. Structurarea juridică a tranzacției.....	228
10. Lichidarea participațiilor fondurilor de capital de risc.....	230
11. Fondurile de capital de risc în România	232
12. Protecția investitorilor.....	235

CAPITOLUL VI

Guvernanța afacerii antreprenoriale	237
1. Introducere în Guvernanța Corporativă.....	237
2. Importanța principiilor de guvernanță („corporativă”) în societățile închise.....	240
3. Principalele conflicte întâlnite în guvernanța afacerii antreprenoriale.....	247
3.1. Conflicte verticale	247
3.1.1. Conflicte specifice între acționari și consiliul de administrație	247
3.1.2. Conflicte între administrație și fondatori sau executivi.....	250
3.1.3. Conflicte între acționari și fondatori sau executivi	251
3.2. Conflicte orizontale.....	252
3.2.1. Conflicte între titularii de acțiuni ordinare și acțiuni preferențiale	252
3.2.2. Conflicte ivite între deținătorii de acțiuni preferențiale	253
3.2.3. Conflicte între titularii de acțiuni ordinare	254

4. Structura guvernantei corporative în societățile închise.....	257
4.1. Dreptul societar	258
4.1.1. Forma juridică a startup-ului în dreptul național.....	261
4.1.2. Regulile de transparență și publicitate a situațiilor financiare	264
4.1.3. Obligațiile fiduciare ale administratorilor	266
4.1.4. Drepturile acționarilor minoritari	268
4.2. Mecanismele contractuale.....	269
4.3. Bunele practici de guvernare.....	271
4.4. SRL, un vehicul „de epocă” pentru cursele moderne	272
4.4.1. Constituirea SRL	273
4.4.2. Părțile sociale	275
4.4.3. Reforma dreptului societar italian ca model european	277
5. Platformele. Economia platformă. Descentralizarea guvernării în afacerile moderne.....	279
5.1. De la supremația acționarială la atenția spre stakeholders.....	286
5.2. Descentralizarea („aplatizarea structurii”), caracteristică a societăților platformă..	289
6. Tehnologiile de vârf în contextul guvernantei corporative	294
6.1. Tehnologia și acționarii.....	295
6.2. Tehnologia și administrația societară.....	296
Concluzii	298
Bibliografie	306

II. ASPECTE REFERITOARE LA CERCETAREA FUNDAMENTALĂ

Instrumentele de cercetare utilizate vizează atât doctrina, uzanțele și jurisprudența din jurisdicțiile menționate, cât și normele imperative sau de tip *soft-law*. Opiniile doctrinare de referință provin în special din SUA și Marea Britanie, unde finanțările antreprenoriale alternative sunt utilizate de o perioadă mai îndelungată, cu un volum foarte ridicat și care sunt deținătoare a statutului de pionieri ai domeniului. Având în vedere dezvoltarea actuală a fenomenului antreprenorial inovativ și dezvoltarea exponențială a unor afaceri europene, domeniul acestor finanțări a fost abordat în mod crescând și de doctrina continentală. Astfel, am avut în vedere în prezenta lucrare în special articole din reviste de specialitate provenite din aceste jurisdicții. În ceea ce privește sursele naționale, acestea lipsesc aproape cu desăvârșire din contextul doctrinei domeniului juridic, cercetarea aplecându-se asupra analizelor instituțiilor tradiționale tangențiale obiectului principal de analiză.

Obiectivul lucrării este acela de a oferi o perspectivă juridică asupra modalităților de finanțare moderne a afacerilor antreprenoriale, în contextul în care acestea își fac simțită prezența în mod progresiv în mediul de afaceri național. În acest sens, prezentul studiu poate contribui atât la adaptarea juridică și cultural contextuală a fenomenelor importate din jurisdicții diferite, cât și la identificarea nevoii de adaptare a unor instituții de drept societar tradiționale la contextul actual al mediului de afaceri. În aceeași măsură, îndrăznim a spera că prezenta abordare va constitui un impuls pentru teoreticieni ai dreptului spre abordarea subiectului în viitoarele cercetări.

Caracterul de noutate al lucrării are ca temelie arhitectura abordării subiectului finanțărilor întreprinderii. Dacă anumite instituții juridice, considerate tradiționale, au făcut subiectul unor studii anterioare, unicitatea tezei constă în abordarea lor într-un context specific și caracterizat de atribute moderne, respectiv cel al startup-urilor inovatoare. Dacă în ipostaza finanțărilor societăților *in bonis*, de mari dimensiuni, anumite instrumente juridice și-au arătat valoarea atât în mod practic, cât și prin interesul doctrinar, fenomenul finanțării antreprenoriale, în contextul erei digitale, supune aceste abordări unor noi perspective. În același sens, analiza efectelor fenomenului investițional abordat în planul guvernantei societare reprezintă un element de noutate în doctrina autohtonă, iar specificul formelor societare naționale aduce demersului atributele de noutate în context internațional.

III. CONȚINUTUL TEZEI

Lucrarea abordează perspectiva juridică a fenomenului finanțării antreprenoriale moderne, puternic influențate de modelul noilor afaceri, în special al celor din domeniul tehnologiei, care reușesc performanțe de dezvoltare nemaîntâlnite. Creșterea exponențială a unei astfel de afaceri nu poate fi susținută decât prin infuzii mari de capital, în perioade foarte scurte. Principalul obstacol însă, îl reprezintă riscurile mari de eșec, suprapuse sau uneori determinate, de caracterul închis al entităților private. Opacitatea informațiilor disponibile public despre o astfel de societate și modul de funcționare specific accentuează problematica riscurilor investitorilor. În acest context, în jurisdicțiile cu experiență în astfel de cerințe s-au dezvoltat practici încetățenite, și confirmate în unele cazuri de reglementări legislative, de derulare a tranzacțiilor și de utilizare a anumitor instrumente juridice și financiare care să satisfacă, într-o măsură cât mai mare, nevoile actorilor implicați. În acest context, structura tezei vizează perspectiva juridică a întregului ecosistem al finanțării antreprenoriale care nu poate fi înțeles decât dintr-o optică de ansamblu.

Caracterul de noutate al subiectului, atât din punct de vedere doctrinar, cât și a abordării fenomenului la nivel național, a impus o abordare care să prezinte finanțările antreprenoriale în întregul lor. Lecturarea studiului poate oferi cititorului atât o înțelegere a modului de funcționare și a caracteristicilor finanțării specifice startup-urilor, cât și detaliile juridice specifice și opinia personală asupra modului în care acestea necesită a fi abordate în contextul dreptului autohton. În aceeași măsură, în mod punctual, teza prezintă opiniile, criticile sau eventualele soluții, propuse de autor, pentru adaptarea normelor juridice de reglementare la situația reală și actuală a mediului economic și de afaceri.

În primul capitol al tezei, dedicat perspectivei asupra finanțării și dinamicii structurii capitalului startup-urilor, sunt avute în vedere modalitatea în care societatea își finanțează operațiunile curente în diferitele stadii de evoluție și identificarea corectă a formei de finanțare specifice gradului de maturizare a acestora. În acest sens, structura cercetării privește toate stadiile evolutive ale startup-ului și caracteristicile operațiunilor de afaceri aferente evoluției. În această secțiune, pe lângă analiza contextului general al finanțării antreprenoriale și prezentarea surselor disponibile, este abordată și caracteristica esențială a investițiilor în afaceri inovatoare, respectiv cea a finanțării pe stadii de dezvoltare, respectiv runde de finanțare. Tot aici, teza tratează și

influența tehnologiilor de vârf, precum *blockchain* și inteligența artificială asupra finanțărilor antreprenoriale, respectiv monedele virtuale și ofertele publice de criptomonedă. Considerăm că, deși încă aflate într-un stadiu incipient ca mijloace de finanțare, aceste noi tehnologii au puterea să influențeze ecosistemul antreprenorial într-un mod disruptiv. Deși primele inițiative ale unor sisteme autonome descentralizate au eșuat, noi astfel de încercări vor provoca mediul juridic care va fi confruntat cu noi perspective și raporturi juridice influențate într-o manieră tot mai mare de roboți.

Finalul capitolului privește contextul lichidării investițiilor de către finanțatori, pentru marcarea randamentului urmărit. Întrucât finanțatorii urmăresc obținerea unui profit în perioade determinate de timp, programarea *ieșirii* din societățile finanțate devine o prioritate. În acest context, vânzările strategice, răscumpărarea acțiunilor, vânzarea secundară sau listarea pe piața de capital devin tranzacții recurente în afacerile antreprenoriale. Deși prin esență listarea unei societăți pe o piață de capital este un mijloc de finanțare al întreprinderii, din perspectiva investitorilor în afaceri antreprenoriale aceasta este privită ca o modalitate de lichidare a investiției și astfel de marcarea a profitului sperat.

Al doilea capitol al tezei este dedicat analizei instrumentelor juridice specifice tranzacțiilor încheiate între finanțat și finanțator. Caracterul complex al convențiilor de finanțare (în special al celor provenite de la fondurile de capital de risc) se datorează cerințelor impuse de investitori pentru a-și asigura un anumit grad de control al afacerii finanțate. Motivația unei astfel de abordări investiționale este dată de intenția de diminuare a riscurilor investiției, de posibila intervenție în situația deturnării intereselor și, nu în ultimul rând, de asigurare a controlului asupra momentului și modalității de lichidare a participației în aceste societăți. Toate aceste nevoi implică, fie utilizarea unor instrumente juridice specifice, fie a unor instituții de drept comercial „comune”, adaptate relațiilor specifice. Întrucât jurisdicțiile de import au dezvoltat aceste instrumente în conformitate cu specificitatea sistemului juridic de proveniență, adaptarea lor la contextul dreptului național prezintă dificultăți, ce fac obiectul analizei. Preluarea fără adaptare locală a unor uzanțe internaționale nu presupune efecte juridice similare și, mai mult, pot fi în contradicție cu normele autohtone. În acest sens, se propune o perspectivă și interpretare locală a instituțiilor juridice ce astăzi au devenit o constantă în documentele și procedurile derulate în tranzacțiile de finanțare antreprenorială.

Analiza punctuală a instrumentelor juridice uzuale utilizate în tranzacțiile de finanțare denotă faptul că efectele apelării la astfel de procedee nu sunt cele care la o primă vedere ar părea firești. Una dintre constantele apărute este imposibilitatea de executare silită a clauzelor folosite în pactele extrastatutare în modalitatea în care acestea ar fi de dorit să își producă efectele. Pentru clauzele imposibil de executat în natură, cum este exemplul oricăror convenții care au la bază un vot al AGA, remediul neexecutării rămâne daunele interese. Constatarea practică este că aceste convenții nu utilizează în mod constant instituția clauzei penale, motiv pentru care considerăm că un eventual litigiu între asociați (fondatori și investitori) va avea un deznodământ impredictibil, întrucât o cuantificare a prejudiciilor directe și indirecte este dificil de realizat. Justificarea investitorilor (cei care propun și impun aceste uzanțe) pentru utilizarea în sistemele continentale a unor instituții specifice *common law* și a dreptului societar al SUA, este dată de faptul că scopul urmărit de majoritatea fondurilor de capital de risc este acela de a reloca societățile din portofoliu, în special în jurisdicții americane, odată cu atingerea unui anumit grad de dezvoltare, respectiv de finanțare. Acest fapt poate fi constatat și din statisticile existente, din declarațiile reprezentanților investitorilor, precum și din informațiile publice disponibile în mass-media. Cu această motivație, în state precum România, finanțatorii solicită utilizarea practicilor curente din locațiile unde urmăresc a fi conduse entitățile finanțate.

În cel de-al treilea capitol este abordată prima sursă specifică de finanțare, analizată în mod exhaustiv, și anume investitorii individuali *business angels*. Deși investițiile individuale în afaceri antreprenoriale au o istorie îndelungată, ultimele decenii au adus o nouă perspectivă asupra acestor surse de finanțare. Diferite jurisdicții au adoptat norme specifice aplicabile acestor investiții, în special cu scopul de a încuraja intervenția indivizilor cu resurse financiare și experiență în mediul antreprenorial (prin acordarea de avantaje fiscale). Dezvoltarea masivă a acestor investiții a condus la o evoluție a proceselor și la o majorare a gradului de complexitate a tranzacțiilor intervenite între *business angels* și societățile beneficiare și implicit a riscurilor și a problemelor de ordin juridic. Conlucrarea dintre acești investitori și nevoile crescânde de acces la informații (cu o creștere implicită a costurilor), raportate la volumele mari de finanțare solicitate de către antreprenori, au condus la apariția grupurilor de investitori *business angels*, la sindicalizări locale a fenomenului și o apropiere tot mai mare de caracteristicile investițiilor derulate de către fondurile de capital de risc. Evoluția investițiilor individuale, în acest sens, a condus în mod inevitabil la necesitatea unei abordări juridice mai pronunțate a fenomenului, motiv pentru care în

prezenta lucrare am oferit atât perspectiva juridică internațională, cât cea și autohtonă asupra investițiilor de acest tip. Deși ar putea fi considerați privilegiați din punct de vedere legislativ, întrucât aceștia beneficiază de o legislație specială, menită să încurajeze inițiativele investiționale individuale, în urma analizei punctuale aceasta apare ca inefficientă aproape în totalitate și, cu siguranță, fără efectul scontat de către inițiatorii ei. Criticile aduse legii privesc fundamentul acesteia, punctele vizate de către normă demonstrând faptul că aceasta nu se află în concordanță cu principalele caracteristici ale finanțărilor vizate. Considerăm că, pentru a încuraja într-adevăr în mod punctual investițiile *business angels*, pe lângă măsurile generale menite să dezvolte mediul antreprenorial, sunt necesare măsuri de încurajare a ambelor părți implicate în aceste tranzacții, respectiv finanțatorii și societățile beneficiare.

Finanțarea participativă sau *crowdfunding-ul*, ca metodă de finanțare antreprenorială, este abordată în **capitolul IV** al tezei. Obținerea resurselor financiare de la „mulțime” a suferit o creștere exponențială odată cu dezvoltarea internetului și a rețelelor de socializare. Aceste instrumente au oferit ușurință de conectare între solicitanții de finanțare și indivizii dispuși să o ofere, prin intermediul platformelor online de *crowdfunding*. Accesul facil la astfel de investiții, atât din perspectiva beneficiarilor, cât și a indivizilor finanțatori ridică probleme juridice legate de raporturile dintre aceștia, raporturile dintre ei și deținătorii de platforme și, nu în ultimul rând, de nevoia de protecție juridică a investitorilor neexperimentați, raportat la riscurile, uneori foarte ridicate, ale acestor investiții. Pentru a acoperi astfel de nevoi, diferite jurisdicții au considerat utilă reglementarea în domeniu și au acționat în acest sens, însă de interes deosebit este reglementarea specială europeană cu privire la platformele de finanțare participativă, care va intra în vigoare la sfârșitul anului 2021. Întrucât perspectiva europeană va deveni obligatorie pentru statele membre prin aplicarea directă a noului regulament, interesează în mod direct furnizorii de servicii locali, însă efectele normei considerăm că se vor răsfrânge asupra întregului fenomen al finanțărilor participative din România. Intenția legiuitorului european este aceea de a crea o piață de multifinanțare europeană, prin încurajarea investițiilor transfrontaliere de acest tip. Deși salutară ca inițiativă, simpla lectură a Regulamentului conduce la ideea unor reglementări stricte, cu trimiteri constante spre normele europene complexe ale piețelor de capital. Ne întrebăm, astfel, dacă o abordare rigidă și amănunțită nu conduce spre ideea unei supra-reglementări, cu efecte nedorite în contextul scopului declarat, și anume acela de încurajare a fenomenului finanțărilor antreprenoriale. Severitatea impusă furnizorilor de servicii poate avea efectul transunerii unor

standarde prea ridicate și posibilelor proiecte finanțabile. Similitudinea principiilor de funcționare cu cele impuse în contextul piețelor de capital va asimila platformele unor operatori de piață. Deși într-un asemenea context, protecția investitorilor este cu adevărat accentuată, există riscul unui efect advers al restrângerii numărului de startup-uri eligibile pentru eventualele condiții suplimentare, ce vor fi impuse de către deținătorii platformelor autorizate în lumina regulamentului.

Capitolul V al tezei vizează finanțările antreprenoriale realizate prin intermediul fondurile de capital de risc. Aceste investiții sunt realizate din resursele instituționale a unor entități, precum fonduri de pensii, bănci sau societăți de asigurare, prin intermediul administratorilor profesioniști. Aceștia din urmă, în calitate de intermediari, sunt cei care coordonează activitatea întregului fond, dispunând de banii finanțatorilor pentru perioade limitate de timp în care au ca obiectiv obținerea unor randamente ridicate. Finanțarea se realizează în schimbul participației la capitalul societăților finanțate, însă cu scopul declarat de a lichida această participație după o anumită perioadă de timp în care afacerea a crescut exponențial și titlurile pot fi valorificate la o evaluare mult mai mare decât cea de la momentul investiției. Acești investitori sunt și cei care aduc cele mai mari sume în entitățile antreprenoriale, dar își asumă și riscuri pe măsură. Pentru aceste motive, procedurile investiționale sunt și cele mai complexe, administratorii fondurilor, investitori profesioniști, impunând și condiții stricte pentru încheierea tranzacțiilor. Prezența capitaliștilor de risc și existența investițiilor de această natură în România sunt într-un stadiu incipient, iar construcția unei piețe bazate pe o temelie solidă presupune înțelegerea și utilizarea unor instituții juridice corecte și adaptate mediului local. Pentru acest motiv, structura capitolului abordează tema în perspectiva menționată.

Tema **capitolului VI** al tezei prezintă consecințele noilor fenomene investiționale asupra structurii societare și arhitecturii dreptului societar. În acest sens, am identificat, în primul rând, efectele specifice asupra modului de guvernare a entităților de afaceri și diferențele față de funcționarea tradițională a societăților. Noile raporturi juridice rezultate din tranzacțiile de finanțare conduc la apariția unor tensiuni și conflicte inexistente în structurile și ierarhiile clasice, ce necesită soluții pe măsură. Astfel, puterile diferite acordate asociaților în funcție de runde de finanțare și momentul intrării în societate, precum și utilizarea diferitelor titluri de participație, nasc atât diferende în planul vertical, cât și în planul orizontal al structurii societare. Interesele

diverg în funcție de scopul fiecărei categorii de *stakeholders*, unii fiind interesați de lichidări imediate ale participațiilor, alții de termene medii sau chiar de păstrarea titlurilor. În aceeași măsură, administrația societară, deținătoare de titluri de participație, va urmări interese ale grupului din care face parte sau ale celui care, în mod direct, a numit anumiți membri (a se vedea practica recurentă a convențiilor prin care investitorii de capital de risc își negociază dreptul de numire a unuia sau a mai multor membri ai consiliului). În acest sens, considerăm că apare necesitatea conturării unor principii de governanță, care să diminueze riscul apariției unor diferende de natura celor menționate.

În lumina activității organelor administrative, în mod nuanțat apare poziția membrului numit de către investitor în cadrul consiliului de administrație. Scopul negocierii unei astfel de poziții în structura societății este acela de a-și asigura un control și o informare eficientă pentru asigurarea investiției și sporirea șanselor de a controla obținerea unui randament performant prin lichidarea participației societare, atunci când acesta consideră momentul temporal ca fiind unul oportun. Dacă la o primă vedere acțiunea și efectul acesteia par justificate, considerăm că o astfel de procedură ridică probleme de drept societar. În acest sens, instituția pusă la încercare este cea a obligațiilor fiduciare datorate de către membrul numit în mod direct. Deși cu ușurință putem interpreta poziția administratorului ca cea a unui mandatar direct al unui acționar nominal (sau a unui grup de acționari), dreptul societar nu permite o astfel de viziune. Atât în contextul dreptului național, cât și al altor jurisdicții de referință, reglementările actuale nu derogă de la principiul unor astfel de obligații stabilite în mod general. Astfel, creditor al obligației administratorului numit direct rămâne a fi societatea în ansamblul ei și nu acționarul care l-a numit. Într-o astfel de situație lucrurile devin sensibile din perspectiva potențialelor conflicte de interese ivite între administrator și societate și a posibilității reale de îndeplinire a obligațiilor fiduciare față de aceasta.

Din aceeași perspectivă, a dreptului societar, am constatat dificultatea de adaptare a formelor juridice reglementate în sistemele de drept continental cu uzanțele importate din jurisdicțiile de *common law* și, în special, a celor din SUA. Libertatea contractuală, ca atribut al formelor utilizate în contextul afacerilor antreprenoriale în aceste jurisdicții, se lovește de rigiditatea și supra-reglementarea dreptului european, situație care complică importul proceselor constante în domeniu. Prevederile autohtone actuale califică SRL ca formă juridică aleasă în mod

aproape unanim de către antreprenori pentru incorporarea întreprinderii economice de afaceri pe care o dezvoltă. Societate mixtă, aflată la congruența caracteristicilor entităților de capital și a celor de persoane, în mod fundamental, SRL nu fost concepută pentru a primi finanțări externe prin investiții de capital. Caracterul închis și atribute precum încrederea dintre asociați, *afecto societatis*, numărul limitat de asociați sau modalitatea rigidă de formare a voinței sociale implică folosirea unor artificii juridice convenționale, care nu pot acoperi întocmai cerințele părților implicate. Considerăm că în contextul afacerilor moderne, dreptul societar și, în special, formele juridice reglementate necesită a fi reformate. Ultimele tendințe de modificare a SRL în România par a renunța la rigiditatea menționată și a se delimita de caracterul relațiilor strânse dintre asociați. Deși cel puțin unele dintre acestea afectează acest tip de afaceri (a se vedea posibilitatea de transfer liber a părților sociale, dacă actul constitutiv derogă de la norma supletivă a necesității acordului AGA), ele nu sunt în măsura de a rezolva cu adevărat discrepanțele dintre cerințele impuse de modalitatea modernă de finanțare antreprenorială. Variantele disponibile legiuitorului pentru a înainta spre rezolvarea acestor nevoi constau, fie într-o reformare a actualei SRL, fie în conturarea unei noi forme juridice asociative, ca vehicul special pentru afacerile antreprenoriale cu potențial ridicat de dezvoltare și care urmăresc obținerea de finanțări externe prin investiții de capital. Italia este jurisdicția de referință care a ales să modifice din temelii echivalentul SRL din dreptul românesc, cu scopul declarat de a dezvolta o formă de societate, care să corespundă acestor nevoi.

Platformele, atât ca activități de afaceri cât și ca noi structuri organizatorice ale întreprinderii, conduc la noi perspective juridice asupra societăților. Raporturile dintre titularii platformelor, dezvoltatori și consumatori, prezintă caracteristici deosebite, accentuate de desfășurarea online a întregului proces. Din perspectiva dreptului societar, guvernarea *entităților-platformă* modifică raporturile dintre deținătorii de interese, echilibrând puterile acestora, cu consecința apariției unei așa numite *aplatizări* sau *ierarhii plate*.

Arhitectura tezei este conturată în jurul unui întreg sistem, abordând în primele capitole aspectele generale ale investițiilor antreprenoriale, trecând apoi, în mod concret, prin analiza modalităților efective de finanțare, urmată de efectele acestora asupra entităților de afaceri. Finalul lucrării deschide o nouă perspectivă asupra viitorului afacerilor antreprenoriale și a dreptului societar, în inevitabilul context al tehnologiei și digitalizării.

IV. CUVINTE CHEIE

startup, finanțare, antreprenoriat, instrumente juridice, investor business angel, multifinanțare, fonduri de risc, guvernanză corporativă, formă juridică