

VENTURE CAPITAL -SIIJOITUKSET – KÄSIKIRJA RAHOITUSKIERROKSILLE

JONATHAN ANDERSIN

VENTURE CAPITAL -SIIJOITUKSET

KÄSIKIRJA RAHOITUSKIERROKSILLE

KAUPPAKAMARI

Kirjailija lahjoittaa osan tämän kirjan tekijänpalkkio-
tuotoista Interpedia ry:lle ja lahjoituksella tuetaan lasten
koulunkäyntiä ja lukutaitoa Nepalissa.

© Helsingin Kamari Oy ja tekijä

ISBN 978-952-246-681-5

ISBN 978-952-246-682-2 (Ammattikirjasto)

Ulkoasu, kansi ja taitto: Mikko Puranen

Kannen kuva: Istockphoto

Painopaikka: Hansaprint 2021

Kirja on saatavilla myös Ammattikirjastosta, ammattikirjasto.fi

SISÄLLYS

ESIPUHE	9
KIITOKSET	12
1 JOHDANTO	13
1.1 Mitä on venture capital?	13
1.2 Mikä on startup-yritys?	14
1.3 Venture capital Suomessa	16
1.4 Venture capital -sijoitusten rooli startup-yritysten rahoituksessa	18
2 VENTURE CAPITAL -SIOITTAJIE TOIMINTAMALLI	21
2.1 Venture capital -sioittajien toimintamallin puitteet	21
2.1.1 Mihin venture capital -sioittajat pyrkivät?	21
2.1.2 Venture capital -rahaston rakenne	22
2.1.3 Rahastosopimus ja sen keskeisimmät ehdot	25
2.1.4 Sääntelykehikko	31
2.1.5 Venture capital -matematiikka	33
2.1.6 Millaisiin startup-yrityksiin venture capital -sioituksia tehdään?	36
2.2 Strategiset sioittajat (Corporate Venture Capital)	38
2.3 Sioitusvaiheet	39
2.4 Venture capital -sioitusten ehtojen vaikutus arvoon	43
3 SIOITUKSEN ELINKAARI JA SIIHEN LIITTYVÄ DOKUMENTAATIO	46
3.1 Sioitusprosessin eri vaiheet	46
3.2 Sioitusprosessiin osallistuvat tahot	48
3.3 Term sheet	52
3.3.1 Term sheetin merkitys	52
3.3.2 Term sheetistä ja sioituksen ehdoista neuvottelemine	54
3.3.3 Term sheetin osapuolet ja sitovuus	56
3.3.4 Mitä term sheetissä sovitaan?	59
3.4 Due diligence -tarkastus	65
3.4.1 Due diligence -tarkastuksen tarkoitus ja prosessi	65
3.4.2 Yleisiä löydöksiä juridisessa due diligence -tarkastuksessa	68

3.5	Malliasiakirjat	72
3.6	Capitalization table	74
3.6.1	Capitalization table pähkinäkuoressa	74
3.6.2	Capitalization table ja osakasluettelo	75
3.7	Optiot ja optio-ohjelmat	76
3.8	Irtautuminen	80
3.8.1	Yleistä	80
3.8.2	Yrityskauppa	80
3.8.3	Listautuminen	82
3.8.4	Konkurssi	84

4 SIIJOITUSSOPIMUS 85

4.1	Yleistä	85
4.1.1	Sijoitussopimuksen tarkoitus ja rakenne	85
4.1.2	Soveltuva lainsäädäntö	88
4.2	Sijoituksesta sopiminen	93
4.2.1	Sijoitus	93
4.2.2	Valuaatio ja sen määräytyminen	95
4.2.3	Diluutio	99
4.3	Sijoituksen toteuttamisen edellytykset, toteuttaminen ja sen jälkeiset velvoitteet	111
4.3.1	Toteuttamisen edellytykset	111
4.3.2	Toteuttaminen	115
4.3.3	Toteuttamisen jälkeiset velvoitteet	120
4.4	Vakuutukset ja vahingonkorvausvastuu	122
4.4.1	Vakuutukset	122
4.4.2	Vahingonkorvausvastuu	132
4.4.3	Vastuunrajoitukset	137
4.4.4	Eriytynen vastuusitoumus	144
4.5	Boilerplate-lausekkeet	145
4.5.1	Yleistä	145
4.5.2	Salassapito	145
4.5.3	No waiver -ehto	145
4.5.4	Integraatioehto	146
4.5.5	Sopimuksen muuttaminen	147
4.5.6	Erilliset ehdot	147
4.5.7	Sopimuksen siirtäminen	148
4.5.8	Allekirjoitukset ja sopimuskappaleet	148

5 OSAKASSOPIMUS 151

5.1	Yleistä	151
5.1.1	Osakassopimuksen määrittely ja tarkoitus	151

5.1.2	Osakassopimuksen suhde osakeyhtiölakiin	155
5.1.3	Osakassopimuksen suhde yhtiöjärjestykseen	157
5.1.4	Osakassopimuksen osapuolet	158
5.1.5	Osakassopimuksen rakenne ja sisältö	159
5.2	Osakelajit	161
5.2.1	Osakkeiden erilajisuus ja niiden muuntaminen	161
5.2.2	Likvidaatiopreferenssi	165
5.2.3	Diluutiosuoja	176
5.3	Yhtiön rahoitus	190
5.4	Perustajien työntekovelvoite ja heidän osakkeidensa lunastaminen	193
5.4.1	Työntekijäosakkaat ja työntekovelvoite	193
5.4.2	Lunastusoikeuden syntyminen	195
5.4.3	Good leaver ja bad leaver	196
5.4.4	Osakkeiden vestaantuminen	198
5.4.5	Lunastusoikeuden kohteena olevat osakkeet ja lunastushinta	199
5.4.6	Lunastusprosessi	203
5.5	Yhtiön hallinto ja päätöksenteko	204
5.5.1	Yhtiökokous	204
5.5.2	Hallitus	208
5.5.3	Veto-oikeudet	213
5.6	Kilpailu- ja houkuttelukielto, immateriaalioikeudet ja salassapito	219
5.6.1	Kilpailu- ja houkuttelukielto	219
5.6.2	Immateriaalioikeudet	223
5.6.3	Salassapito	225
5.7	Siirtorajoitukset	226
5.7.1	Siirron määrittely ja siirtorajoitusten suhde yhtiöjärjestykseen	226
5.7.2	Siirtokielto ja sallitut siirrot	228
5.7.3	Etuosto-oikeus	233
5.7.4	Myötämyyntioikeus	237
5.7.5	Myötämyyntivelvollisuus	239
5.8	Irtautuminen	244
5.8.1	Pakkorealisointilauseke	244
5.8.2	Yrityskauppa	246
5.8.3	Listautuminen	247
5.9	Sopimuksen voimassaolo, päättyminen ja muuttaminen	248
5.9.1	Sopimuksen voimassaolo ja päättyminen	248
5.9.2	Sopimuksen muuttaminen	251
5.10	Sopimusrikkomukset	253

5.11	Muut yleiset määräykset	256
5.11.1	Panttauskielto	256
5.11.2	Kannustinjärjestelmä	257
5.11.3	Raportointivelvollisuus ja tiedonsaantioikeus	257
5.11.4	Vähemmistöoikeuksista ja osakekirjoista luopuminen	259
5.11.5	Hallinnointioikeuksien siirto	260
5.12	Ulkomaisten sijoittajien edellyttämät määräykset	261
5.12.1	Yleistä	261
5.12.2	Etuoikeus osinkoon	261
5.12.3	Indemnity-sopimus	262
5.12.4	Osakkeiden rekisteröintioikeudet	263
5.12.5	Management rights letter	265
5.12.6	Side letter	266
5.13	Boilerplate-lausekkeet	267
5.13.1	Yleistä	267
5.13.2	Yleisvelvoitelauseke	267
5.13.3	Ilmoitukset ja tiedoksiannot	268
5.13.4	Integraatioehto	269
5.13.5	Sopimuksen siirtäminen	269
5.13.6	Sopimuksen tulkinta	269
5.13.7	Allekirjoitukset ja sopimuskappaleet	271
5.14	Vähemmistöosakassopimus	271
6	ERITYISTILANTEET	274
6.1	Siltarahoitus ja vaihtovelkakirjalainat	274
6.1.1	Mitä siltarahoitus on?	274
6.1.2	Yleisimmät ehdot	276
6.2	Seuraavat rahoituskierrokset	280
6.2.1	Prosessiin ja dokumentaatioon vaikuttavat tekijät	280
6.2.2	Sijoitussopimuksen ja osakassopimuksen laatiminen ja neuvottelu	282
6.2.3	Pelastusoperaatiot ja pesuannit	285
6.3	Secondary-kaupat	286
6.4	Koronakriisin vaikutus VC-sijoituksiin	290
	SERIESSEED.FI-SOPIMUSPOHJAT	292
	SANASTO	344
	ASIAHAKEMISTO	348
	LÄHDEKIRJALLISUUTTA	356

ESIPUHE

Startup-yritykset ovat viime vuosina nousseet enenevässä määrin suuren kansan tietoisuuteen. Tähän ovat vaikuttaneet esimerkiksi Supercellin kaltaiset menestystarinat ja yleinen startup-yrityksiin liittyvä ns. pöhinä. Startup-tapahtuma Slush kasvoi muutamassa vuodessa paikallisesta tapahtumasta globaaliksi ilmiöksi, johon saavutaan niin Piilaaksosta kuin Japanista. Helsingin keskustassa sijaitsevasta Maria¹:stä puolestaan ollaan kehittämässä Pohjois-Euroopan suurinta startup-yritysten keskittymää. Myös opiskelijoiden parissa yrityksen perustaminen on tällä hetkellä varteenotettava vaihtoehto jossain määrin perinteisemmälle työllistymiselle ison ja vakiintuneen yrityksen palveluksessa.

Kiinteä osa startup-yritysten ympärillä olevaa ns. ekosysteemiä ovat venture capital -sijoittajat, jotka usein ovat mukana rahoittamassa startup-yritysten toimintaa ja kehitystä. Yhä useampi suomalainen startup-yritys on viime vuosina toteuttanut rahoituskierroksia, ja sen myötä venture capital -sijoitusten yhteydessä solmittavat sopimukset vaikuttavat niiden arkeen ja toimintaan. Nämä sopimukset saattavat joskus juristinkin silmiin, ei-juristeista puhumattakaan, vaikuttaa raskailta ja pahimmillaan vaikeaselkoisilta. Kuten jäljempänä tässä kirjassa tullaan tarkemmin toteamaan, näillä sopimuksilla on kuitenkin oma tarkoituksensa ja taustansa.

Idea tälle kirjalle syntyi siitä, että en löytänyt juuri sellaista kenenkään muun kirjoittamana. Olin jo pidemmän aikaa toivonut sellaista käytännönläheistä opasta venture capital -sijoitusten yhteydessä solmittavien sopimusten yleisimmistä ehdoista, josta kävisi ilmi, miksi asioista sovitaan tietyllä tavalla ja mitä vaihtoehtoisia ratkaisuja eri tilanteisiin löytyy. Erinäisten sopimusmääräysten vaikeaselkoisuus johtuu yleensä siitä, ettei niiden taustalla vaikuttavia asioita tunneta tai ymmärretä.

Edellä mainituista asioista on toki kirjoitettu useitakin teoksia, kuten Jari Laurialan *Pääomasijoittaminen*, Paulus Hidénin ja Jyrki Tähtisen *Pääomarahastot*

ja niiden sijoitustoiminta, Alex Wilmerdingin *Term Sheets & Valuations - A Line by Line Look at the Intricacies of Term Sheets & Valuations*, Brad Feldin ja Jason Mendelsonin *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist* sekä Kim Bergmanin ja Mikael Moreiran *Venture capital-investeringar: en praktisk vägledning*. Etenkin Hidénin ja Tähtisen kirja sekä kaksi viimeksi mainittua vastasivat moneen kysymykseen, mutta eivät kaikkiin. Tämän lisäksi Hidénin ja Tähtisen kirja on joiltain osin vanhentunut ja käsittelee pääomasijoittamista yleisesti keskittymättä erityisesti venture capital -sijoituksiin, kun puolestaan Feldin ja Mendelsonin sekä Bergmanin ja Moreiran kirjat käsittelevät asioita amerikkalaisten ja ruotsalaisten markkinakäytäntöjen näkökulmasta.

Tämän kirjan on tarkoitus toimia käytännönläheisenä oppaana, jossa selostetaan venture capital -sijoituksen prosessi ja dokumentaatio ja johon on koottu alan markkinakäytäntöjä suomalaisesta näkökulmasta ja suomeksi selostettuna. Monimutkaisimpia ehtoja ja konsepteja avataan konkreettisten esimerkkien avulla. Samalla kirjan on tarkoitus toimia hyvänä perehdytyksenä alan juridiseen dokumentaatioon eli term sheetiin, sijoitussopimukseen sekä osakassopimukseen. Kirjan liitteenä olevat SeriesSeed.fi-sopimus pohjat havainnollistavat tälle dokumentaatiolle tavanomaisia määräyksiä ja toimivat konkreettisena esimerkkinä monesta tässä kirjassa selitetystä sopimusmääräyksestä. Venture capital -sijoituksille yleisten ehtojen kuvaamista ei kuitenkaan ole rajattu SeriesSeed.fi-sopimus pohjien sisältöön, vaan kirjassa kuvataan myös muita yleisesti esiintyviä ehtoja.

Vaikka tässä kirjassa käsitellään juridista dokumentaatiota, kyseessä ei ole oikeustieteellinen akateeminen tutkimus ja myös kielenkäyttö on pyritty pitämään jokseenkin käytännönläheisenä. Muutamassa aluvuussa käsitellään kuitenkin kysymyksiä, jotka liittyvät tiettyjen lakien sovellettavuuteen sekä tiettyjen sopimusehtojen sitovuuteen, ja niiden osalta on ollut tarpeellista pidättäytyä lähempänä oikeustieteelliselle kirjallisuudelle tuttua kirjoitus- ja argumentaatiotapaa.

Kirjan sisältö on jaettu kuuteen lukuun, jotka jakaantuvat useampiin alalukuihin. Ensimmäisen luku toimii johdantona aiheeseen, ja siinä määritellään tarkemmin niin venture capital kuin startup-yritys sekä tutustutaan lyhyes-

ti suomalaiseen venture capital -alaan ja sen merkityksen startup-yritysten rahoittajana. Toisessa luvussa käydään lyhyesti läpi venture capital -sijoittajien toimintamalli, koska tämän ymmärtäminen auttaa ymmärtämään venture capital -sijoitusten ehtojen tarkoitusta. Kolmannessa luvussa esitellään venture capital -sijoitusten perinteinen elinkaari sekä niihin yleisimmin liittyvä prosessi ja dokumentaatio. Neljäs luku on ensimmäinen kirjan kahdesta pääluvusta, ja siinä käydään läpi sijoitussopimuksesta yleisimmin löytyviä ehtoja. Viides luku on toinen kirjan kahdesta pääluvusta, ja se on omistettu osakassopimuksen ehtojen selittämiseksi. Kuudennessa ja viimeisessä luvussa tarkastellaan venture capital -sijoituksiin usein liittyviä tilanteita, jotka eivät kuitenkaan ole välttämätön osa sijoituksen perusrakennetta. Vuoden 2020 aikana kirjoitetussa ja sijoitustoimintaa käsittelevässä teoksessa on vaikea sivuuttaa koronapandemian ja ns. koronakriisin mahdollisia vaikutuksia ja tätä käsitellään kirjan viimeisessä alaluvussa, joka on osa kuudetta lukua.

KIITOKSET

Ensinnäkin olen kiitollinen kaikille niille lukemattomille kollegoille, asiakkaille, vastapuolille ja muille yhteistyökumppaneille, jotka tavalla tai toisella ovat vuosien varrella auttaneet minua oppimaan uutta ja kehittymään. Mainittakoon erityisesti Elina Kumpulainen, joka toimi useampien lukujen koelukijana, sekä Mårten Janson, jolta olen saanut monia hyviä neuvoja vuosien varrella, myös tähän projektiin liittyen. Taustakirjallisuuden keräämisessä sain apua Jari Laurialalta, kiitos hänelle kirjasta, joka vaihtoi omistajaa suklaalevyä vastaan. Tämän kirjan liitteeksi on saatu SeriesSeed.fi-mallisopimukset, joiden käyttöoikeudesta tähän tarkoitukseen kuuluu kiitos Startupsätiölle.

Kirjoitusprosessin aikana moni alan konkari tarjoutui täysin pyyteettömästi uhraamaan omaa aikaansa, keskustelemaan kanssani ja vastaamaan kysymyksiini. Kiitos teille kaikille: Timo Argillander (IPR.VC), Keith Bonnici (Suomen Teollisuussijoitus), Sami Lampinen (Inventure), Samuli Leppänen (Lifeline Ventures), Kimmo Reina (Bird&Bird), Juha Ruohonen ja Jakob Storå (Superhero Capital) sekä Pontus Stråhlman (Voima Ventures). Erityisen suuri kiitos kuuluu Markku Maulalle (Aalto-yliopisto) ja Jaan Tuomiselle (Fondia) koko käsikirjoituksen läpi kahlaamisesta sekä lukuisista osuvista kysymyksistä, kommenteista ja parannusehdotuksista.

Iso kiitos kustannustoimittajalleni Leena Viitalalle kaikesta avusta ja tuesta sekä siitä, että uskoi kirjaprojektiin heti alusta alkaen. Kiitos myös muulle Kauppakamarin kustannuksen väelle, joka on ollut edistämässä tämän kirjahankkeen onnistumista.

Kotijoukoissakin kukin on tukenut kirjoitustyötäni omalla tavallaan ja haluan kiittää Frejaa hyvin nukutuista päiväunista, Hugoa innokkaasta muistilappujen kiinnittämisavusta sekä Jessicaa kaikesta kannustuksesta ja tuesta läpi koko tämän hankkeen.