



# Investeringsskolan – Del 1



Mikael Moreira  
Advokat, delägare



Magnus Oskarsson  
Advokat, delägare



Gabriel Liska  
Advokat

## Term Sheet

Inför en venture capital investering förhandlar normalt investeraren och grundaren de huvudsakliga villkoren avseende investeringen i ett "term sheet". Ett term sheet bör vara kort och koncist men samtidigt täcka de viktigaste kommersiella och legala villkoren för investeringen. Trots att ett term sheet i stora delar inte är juridiskt bindande följs vanligen dess överenskomna villkor då de ses mer eller mindre som moraliskt bindande. Ett term sheet bidrar därigenom till en smidigare investeringsprocess eftersom det i ett tidigt stadie förtydligar parternas avsikt och kan därmed förhindra parterna från att inleda förhandlingar om viktiga punkter när de i ett senare skede fastställer investeringens specifika detaljer i investerings- och aktieägaravtalet. Nedan följer en sammanfattning av några viktiga bestämmelser som förhandlas mellan de inblandade parterna.

### 1. Värdering och ägande

Värdering och ägande är två av de viktigaste delarna som förhandlas i ett term sheet. Till skillnad från i publika bolag finns det inget uttalat marknadsvärde för aktierna och därför krävs det andra värderingsmetoder. Det ligger i alla parternas intresse att vara överens om värderingen och att veta vilket ägande parterna kommer att få i bolaget redan i detta skede. Vanligtvis brukar ägandet före och efter investeringen presenteras i en särskild sammanställning, en så kallad cap table, där bolagets samtliga värdepapper (aktier och optioner med mera), vem som äger vad samt storlek på respektive ägares innehav i bolaget framställs.

### 2. Likvidationspreferens

En venture capital investerare kan komma att föreslå att preferensaktier ska emitteras i investeringsrundan med en "likvidationspreferens". Detta är en central och ekonomisk överenskommelse som påverkar framtida investeringsrundor och vid en framtida försäljning av bolaget. Likvidationspreferensen innebär en rätt till

prioritet till bolagets tillgångar vid likvidation, utdelning samt vid en försäljning av bolaget och syftar till att skydda investerare mot en övervärdering av bolaget. Det är viktigt att se till att likvidationspreferensen förhandlas ordentligt och med ett långsiktigt perspektiv för att undvika att innehavare av stamaktier hamnar i en svag position vid en försäljning eller i kommande investeringsrundor.

### **3. Anti-dilution (utspädningskydd)**

En av de svåraste aspekterna vid investeringar i privata bolag är som tidigare nämnts värderingen av bolaget. För att skydda investerare från konsekvenserna av en övervärdering innehåller investerings- eller aktieägaravtal ofta en bestämmelse om att bolaget, om det vid ett senare tillfälle ger ut aktier till ett lägre pris än vad investeraren har betalat, måste ge ut aktier till investeraren till kvotvärde eller till ett kraftigt rabatterat pris. Dessa bestämmelser kallas anti-dilution-klausuler och syftar till att kompensera investeraren i det fall denne har betalat för mycket (från investerarens perspektiv) för sina aktier genom att minska det genomsnittliga priset som denne har betalat för samtliga sina aktier. Eftersom flera metoder kan användas för att beräkna antalet nya aktier som ska ges ut enligt anti-dilution-klausuler, och då sådana klausuler ofta påverkar andra aktieägare är det viktigt att förstå hur denne mekanism fungerar och slår.

### **4. Styrelse**

En venture capital investerare brukar normalt vilja ha en rätt att utse minst en styrelseledamot till bolagets styrelse och, i vissa fall, rätt att utse ytterligare observatörer som får delta vid styrelsemöten. Syftet med sådana rättigheter är att ge investeraren möjlighet att övervaka sin investering samtidigt som bolaget kan dra nytta av en sådan styrelseledamots kunskaper och erfarenheter. Vidare brukar parterna komma överens om hur många ledamöter grundaren eller grundarna ska få utse och om parterna ska få utse någon eller några ledamöter gemensamt.

### **5. Drag-Along**

En venture capital investerare brukar tillse att det finns en skrivning i term sheet som anger övergripande villkor kring en "drag-along". En sådan klausul innebär att aktieägare som äger över en viss tröskel och som vill sälja sina aktier har en rätt att tvinga andra aktieägare att sälja sina aktier på väsentligen samma villkor. Skrivningen underlättar en försäljning av bolaget eftersom den förhindrar att minoritetsaktieägare försvårar sådana transaktioner och får orimligt stor förhandlingsposition givet sitt ägande.

### **6. Majoritetskrav vid vissa beslut**

Vanligen innehåller term sheet även en lista över skyddsbestämmelser som hindrar bolaget från att vidta vissa åtgärder utan att styrelsen eller bolaget inhämtat ett förhandsgodkännande från en kvalificerad majoritet, exempelvis två av tre av de största investerarna i bolaget. Även om en del sådana bestämmelser är marknadsmässiga bör alla dessa (oavsett om de är standard eller inte) förhandlas noggrant. Några exempel på vanligt förekommande bestämmelser där godkännande från en kvalificerad majoritet krävs är ändringar av bolagsordningen eller av aktierättigheter, utgivning av nya aktier eller andra värdepapper (utöver aktier och optioner under incitamentsprogram), ändringar av storleken på optionspoolen, försäljning av verksamhet, skuldsättning, utdelning, anställning av ledande befattningshavare och närståendetransaktioner med aktieägare.

## 7. Lock-up och vesting

En investering i ett tidigt bolag bygger på en förväntan bolagets grundare stannar kvar som operativ och som ägare i bolaget. Ett term sheet brukar därför innehålla de övergripande villkoren avseende så kallade lock-up och leaver-klausuler som syftar till att ge grundarna och övriga nyckelpersoner incitament att fortsätta arbeta med bolaget. Detta skapar i sin tur värde för aktieägarna. Bestämmelserna innebär att grundarna och under en viss tid inte får överlåta sina aktier i bolaget och att de är skyldiga att överlåta alla, eller en del av, sina aktier till de andra aktieägarna om deras anställning upphör eller om de slutar att vara aktivt engagerade i bolaget. Det pris till vilket sådana aktier ska överlåtas beror huvudsakligen på två faktorer. Den första faktorn är om grundaren är vad som kallas en "good leaver" eller om den är en "bad leaver", och den andra faktorn är den tid som gått sedan begränsningarna för dessa aktier infördes eftersom den del av aktierna som ska överlåtas normalt minskar med tiden i enlighet med ett "vesting schedule". Utöver längden av ett så kallat "vesting schedule" är det viktigt för parterna att förstå och ofta förhandla fram vad som händer vid avslut av anställning och försäljning av bolaget med mera.

## 8. Optionspool

Investeraren och grundaren brukar vilja komma överens med bolaget om hur stor del av bolagets aktiekapital ska utgöra bolagets optionspool. Marknadsmässig storlek på optionspoolen brukar vara 5 – 15% av bolagets aktiekapital på fullt utspädd basis och brukar vanligtvis utgöras av teckningsoptioner och/eller kvalificerade personaloptioner.

## 9. Företrädesrätt/pre-emption right

En venture capital investerare brukar vanligtvis vilja ha en rätt att pro rata i förhållande till sitt ägande i bolaget kunna delta i framtida finansieringsrundor för att behålla sin procentuella ägarandel. Sedvanliga undantag från denna rätt brukar vara vid exempelvis emission av värdepapper som sker under ett incitamentsprogram eller vid förvärv av bolag där köpeskillingen består en nyemission av aktier.

Kontakta gärna [Mikael Moreira](#), [Magnus Oskarsson](#) eller [Gabriel Liska](#) för mer information.