

FINANZIAMENTI EARLY STAGE

1) Strumenti finanziari partecipativi

Riferimenti normativi

Art. 25 comma 7 della L. 179/2012.

(...)L'atto costitutivo delle società di cui all'art. 25, comma 2, e degli incubatori certificati di cui all'art. 25 comma 5 può altresì, prevedere, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera e di servizi, l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479 bis c.c., (...)

Art. 2346 6 comma c.c.

(...)Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione, (...)

Le norme sopra riportate costituiscono il riferimento normativo relativo all'emissione, anche da parte di start-up, di strumenti finanziari partecipativi, mediante l'estensione di una previsione originariamente prevista per le sole spa anche alle start-up.

Il richiamo alle norme è parso importante nel tentativo di coordinare quanto legalmente previsto nel nostro ordinamento con quanto sempre più frequentemente, in particolare in materia di start-up, viene mutuato dagli ordinamenti di Common Law.

Precisamente pare opportuno fare riferimento allo strumento dei SAFE (Simple Agreement for Future Equity) sviluppati dal noto incubatore californiano di start-up (Y Combinator), particolarmente utilizzati per gli investimenti seed e progressivamente in fase d'introduzione anche in Italia con i dovuti adattamenti al diritto italiano. Si tratta di una sorta di strumento finanziario che attribuisce all'investitore il diritto futuro ad acquisire quote di partecipazione della start-up normalmente di tipo privilegiato. La natura particolare dei SAFE ha portato gli interpreti nello sforzo di ricondurli ad una categoria normativa italiana ad affiancarli agli strumenti finanziari partecipativi (d'ora in poi SFP). L'assimilazione deriva dalla circostanza che gli SFP possono essere costruiti come strumenti di semi-equity: l'investitore titolare di SFP non diventa socio della start-up, almeno nell'immediato.

In generale questo risulta possibile in quanto gli SFP sono delle scatole vuote suscettibili di essere riempite di volta in volta in base all'espressione dell'autonomia privata. La previsione di SFP può essere già prevista da una clausola statutaria, che deleghi la successiva disciplina ed emissione all'assemblea straordinaria dei soci, organo deputato anche ad approvare le relative regole, comprese quelle che regolano il funzionamento dell'assemblea speciale di titolari di SFP.

Nella prassi si verificano anche ipotesi in cui l'adozione degli SFP avviene mediante scrittura firmata da tutti i soci, dalla società in persona dei legali rappresentanti e dai sottoscrittori dello strumento; in questo modo la totalità dei consensi consente di ovviare ad eventuali mancate previsioni statutarie e sostituisce l'incombente dell'assemblea.

Il modello contrattuale degli SFP stabilisce un prezzo di conversione dell'investimento che non deve superare un certo cap, questo per evitare, qualora la società aumenti sensibilmente di valore, che si attribuiscono quote e azioni a fronte di pagamenti sottostimati in quanto rapportati ad una valutazione della società non più attuale. Analogamente è previsto uno sconto del 15 %-20%; in altre parole si attribuisce una percentuale di quote o di azioni leggermente superiore a quanto effettivamente versato a titolo d'interessi per l'immobilizzazione dell'importo versato.

Senza il consenso dell'investitore non è possibile procedere alla conversione, tuttavia è prevista la possibilità d'inserire nel regolamento clausole di accelerazione; clausole che, sempre con il consenso dell'investitore, consentano una conversione anticipata degli strumenti al verificarsi di particolari eventi. Il più comune è l'ipotesi di equity financing ovvero il verificarsi di operazioni di acquisizione della start-up o futuri aumenti di capitale con l'ingresso di ulteriori investitori.

Importante tema che si posto è quello relativo alle perdite della società e alle modalità di erosione della riserva facoltativa necessariamente creata con la costituzione dello strumento. Recente giurisprudenza in particolare il Tribunale di Napoli sezione impresa ha stabilito che:

(...)Relativamente alla modalità della riduzione, vale poi il principio per cui le disponibilità delle società devono essere intaccate secondo un ordine che tenga conto del grado di facilità con cui la società potrebbe deliberarne la destinazione ai soci: che il capitale sociale ha un grado di indisponibilità maggiore di quello relativo alla riserva legale, laddove le riserve statutarie e quelle facoltative create dall'assemblea sono liberamente disponibili; e che, pertanto, devono essere utilizzate, nell'ordine, prima le riserve facoltative, poi quelle statutarie, indi quelle legali e, da ultimo, il capitale sociale.

Si tratta di una modalità inderogabile, in quanto la sua ratio risiede nella circostanza che i diversi strati del netto, poiché sono progressivamente più vincolati a garanzia dei creditori, possono e devono subire le decisioni dei soci di intaccarli nell'ordine sopra indicato, restando preclusa ai soci la possibilità di far gravare le perdite sul netto meno vincolato, sino a quando esistono parti di netto meno vincolate o non vincolate, tant'è che non si potrebbe neppure parlare correttamente di "perdite di capitale" se non nella misura in cui tali perdite eccedano l'ammontare delle riserve che sono destinate a costituire un presidio avanzato del capitale medesimo (così Cass. civ., Sez. I, 02/04/2007, n. 8221 M.P.G.M. C. Fallimento della I.M.I. S.p.A., Notariato, 2007, 4, 378, Obbl. e Contr., 2007, 6, 486, RUBINO, Mass. Giur. It., 2007, CED Cassazione, 2007).

Si dice, in proposito, nella giurisprudenza di merito, che "poiché il capitale sociale ha un grado di indisponibilità maggiore di quello relativo alla riserva legale, mentre le riserve statutarie e quelle facoltative sono liberamente disponibili, in sede di riduzione per perdite devono essere utilizzate, nell'ordine, prima le riserve facoltative, poi quelle statutarie, indi quelle legali e, da ultimo, il capitale sociale. Si tratta di una regola inderogabile, in quanto la sua ratio risiede nella circostanza che le diverse voci del patrimonio netto, poiché sono progressivamente più vincolate a garanzia dei creditori, possono e devono subire le decisioni dei soci di intaccarle nell'ordine sopra indicato, restando preclusa la possibilità di far gravare le perdite sul netto più vincolato, sino a quando esistono parti del patrimonio meno vincolate o non vincolate, tanto che si è posto in evidenza come non si potrebbe neppure parlare correttamente di perdite di capitale, se non nella misura in cui tali perdite eccedano l'ammontare delle riserve, che sono destinate a costituire un presidio avanzato del capitale" (App. Napoli, Sez. I, 19/06/2008 Gu.Lu. C. Se. S.p.A.).

I principi e le norme che precedono stanno quindi a significare che, a fronte di perdite oltre il terzo o che riducano il capitale al di sotto del minimo legale, l'organo gestorio (o, in mancanza, quello di controllo) devono convocare l'assemblea dei soci senza indugio, per adottare le delibere

conseguenti, (...) In tal senso Tribunale di Napoli sez. specializzata in materia d'impresa ordinanza 25.02.2016. In Banca data PLURIS 2016

Nel caso in questione il Tribunale ha cautelarmente sospeso la delibera assembleare che senza curarsi di ridurre la riserva disponibile creata al momento della costituzione degli SFP, provvedeva ad un integrale conversione degli stessi. Il Tribunale partenopeo ha in altre parole sposato il principio in base al quale gli strumenti si convertono nei limiti della riserva disponibile residua dopo le necessarie riduzioni; riduzioni che andranno operate secondo le graduazioni così ben sintetizzate nella motivazione sopra riportata.

2) Categoria family and friends

La categoria family and friends costituisce ormai una categoria presente nei manuali e nella captabile di molte start-up early stage.

La norma di riferimento che ritengo che anche in ipotesi d'investimenti di questo tipo sia necessario tener presente è il comma 2 dell'art. 26 L.179/2012 che testualmente recita

L'atto costitutivo della start-up innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del codice civile.

In altre parole, cioè, anche in ipotesi d'ingresso di amici o familiari pare più corretto creare categorie di quote di tipo diverso dotate di *liquidation preference*.

Talvolta accade, in ipotesi di round successivi, che per queste particolari quote gli investitori richiedano la prelazione. Usualmente, infatti, non rappresentano quote rilevanti del capitale e può apparire interessante per gli investitori, che hanno partecipato a round successivi, valutare il prezzo di cessione.

Bologna 31.05.2019.

Maria Giovanna Bernardi

Il presente contributo non costituisce parere legale si declina qualsiasi responsabilità per l'utilizzo e la riproduzione impropria.