

Modalità di finanziamento di start-up innovative

Diritto creativo e nuove opportunità

Avv. Maria Giovanna Bernardi
mg.bernardi@studiomgbernardi.it

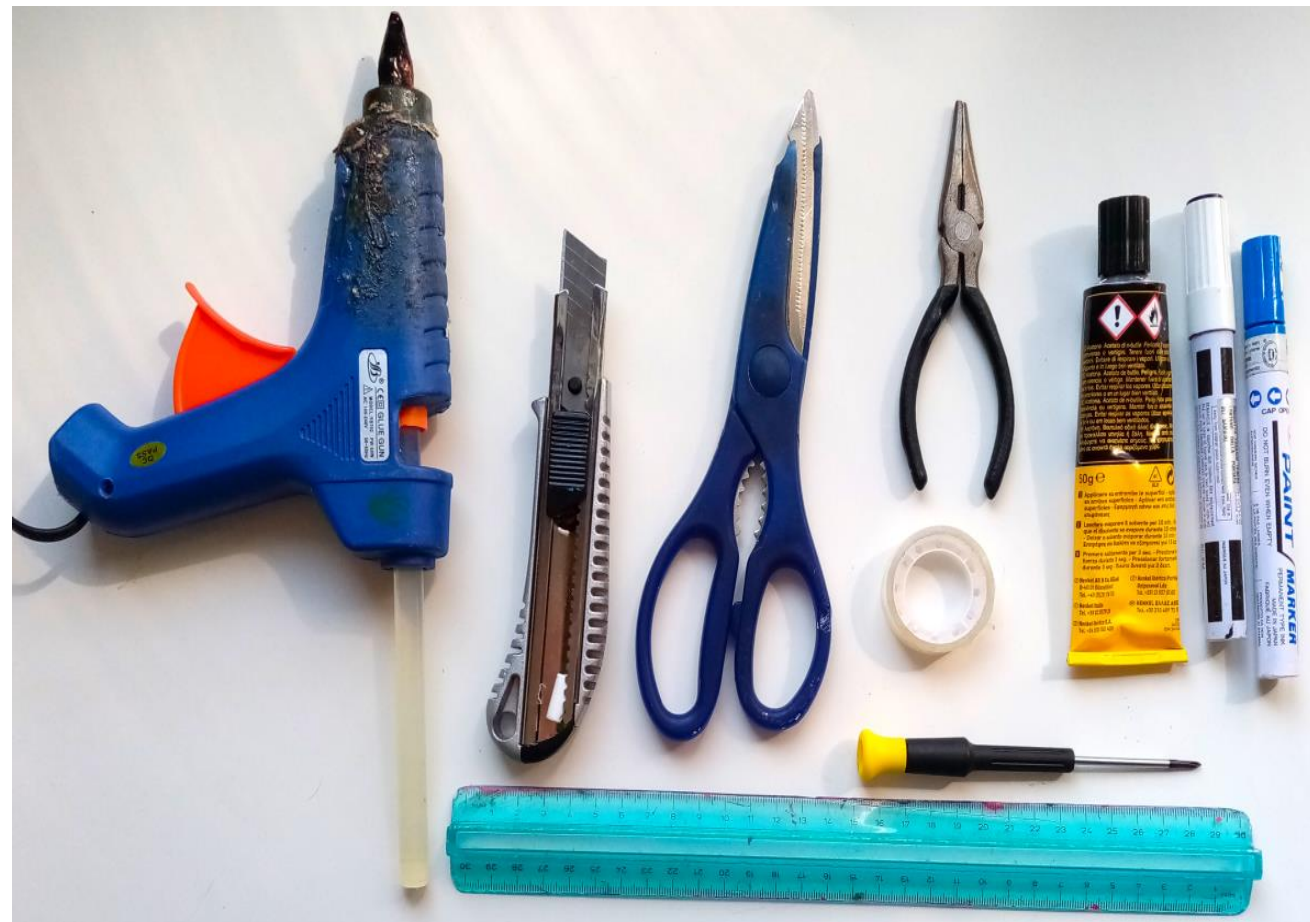
www.studiomgbernardi.it

Outline

- Quote con diritti diversi
- Particolari quote
- Prestiti convertibili
- Investimenti sindacati
- Particolari clausole presenti negli statuti



Norme come «Attrezzi»



Utilizzo degli attrezzi: «prassi»



Creatività nelle partecipazioni sociali

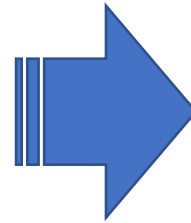
- ❑ Quote con diritti diversi (art. 26 D.L.179/2012 «Start-up innovative»)
 - Prive del diritto di voto
 - Contropartita recesso
 - Trasferibili liberamente salva prelazione
- ❑ Quote con diritti particolari per singoli soci(art. 2468 comma 3 c.c.)
 - Amministrazione della società
 - Particolare partecipazione agli utili
 - Trasferibili ma perdita dei diritti (si estinguono)

Operazioni sulle quote

- Possibilità di acquistare quote proprie (art. 26 comma 6 D.L. 179/2012, art.2357 c.c.);
- Liberazione delle quote e trasformazione in quote con diritti diversi;
- Assegnazione alla società a titolo gratuito;
- Programmi di assegnazione quote a dipendenti, collaboratori, consulenti;
- Consiglio d'amministrazione delibera piani e modalità assegnazione (art. 2357 *ter* c.c.);

Quote della società e governance

- ☐ S.r.l. standard
«plain vanilla»



- ☐ start-up innovativa
«exotic»



Bilanciamento interessi soci investitori

- Interessi non convergenti soci investitori-soci imprenditori;
- Depersonalizzazione e quindi trasferibilità dei diritti connessi alle quote;
- Appetibilità delle quote se dotate di diritti rafforzati;
- Esercizio del diritto di recesso sempre salvaguardato;
- Principi di diritto societario sempre rispettati

Outline

- Quote con diritti diversi
- Particolari quote
- Prestiti convertibili**
- Investimenti sindacati
- Particolari clausole presenti negli statuti



Finanziamento con Convertibile vs AuCap

- ❑ AuCap: Priced-round → necessità di fissare un valore

Convertibile: Raccolta di capitali senza «un prezzo»

Perchè

- ❑ rapidità per importi relativamente modesti
- ❑ valore società in rapida evoluzione

Quando

- ❑ fase embrionale (es. acceleratori)
- ❑ bridge financing

Simple Agreement for Future Equity

- Un po' di storia: Y-combinator 2013
- No interessi, no sconto
- No cap
- No termine di conversione
- In balia del momento in cui si fissava il priced round

Prestito convertibile

- ❑ Scadenza per la conversione in seguito ad AuCap
- ❑ Caratteristiche dell'aumento di capitale a pagamento
 - 1) importo minimo dell'investimento → sostanziale rispetto al prestito
 - 2) Investitore *terzo*
- ❑ prezzo di conversione
 - 1) Sconto sul prezzo previsto per l'investitore terzo (es 10-20%)
 - 2) Limite superior (*Cap*) → in ipotesi di valutazione elevata, per evitare diluizioni eccessive e exit a bassi multipli

Prestito convertibile: Mancato aumento di capitale alla data prevista

- Previsione valore massimo (Cap) di conversione
- Può essere < Cap conversione per AuCap
- Vendita della società prima della conversione
- 1) valore di conversione virtuale con Cap
- 2) medesima liquidation preference o comunque non deteriore prevista per i soci già presenti

Outline

- Quote con diritti diversi
- Particolari quote
- Prestiti convertibili
- [Investimenti sindacati](#)
- Particolari clausole presenti negli statuti



Syndicate - definizione:

[...] a group of people or companies who join together in order to share the cost of a particular business operation for which a large amount of money is needed [...]

Cambridge Dictionary



«Prassi creative» negli investimenti sindacati

☐ Creatività nel *term sheet*

- Previsione di una forchetta nell'apertura di capitale;
- Possibilità di elasticità in vista dell'accordo d'investimento;
- Definitiva determinazione dei partecipanti in sede di accordo d'investimento;
- Definitiva determinazione del valore;

☐ Previsione *lead investor*

Tiene le fila, autorevole, attira capitali;

Partner: Fondi, Club Deal, BA singoli

Syndicate (Conseguenze sulle quote) I

- ❑ Maggiori i partner, complessità operazione;
- ❑ Quote conferiscono uguali diritti patrimoniali e amministrativi;
- ❑ *Eccezioni*: prelazione solo ad alcuni, diritti di trascinarsi solo ai founders, diritto di veto su deliberazioni;
- ❑ *Eccezioni*: quote con diritti particolari previsioni statutarie che derogano all'estinzione in ipotesi trasferimento

Esito investimento sindacato.....

Quindi... quote con diritti diversi, particolari categorie di quote.



Outline

- Quote con diritti diversi
- Particolari quote
- Prestiti convertibili
- Investimenti sindacati
- Particolari clausole presenti negli statuti



La prospettiva dell'investitore

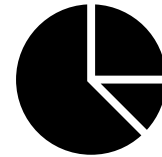
High-risk/High-reward (> 10x)

- Prodotto
- Mercato
- Team



Source <https://www.pexels.com/>

Quota di minoranza (pagata in funzione delle aspettative)



Investimento illiquido

Dipendenza dai founders per il successo della società



Potenziali conflitti d'interessi e di prospettive

Asimmetria informativa



Economics

- Valutazione *pre-money* e termini finanziamento
(**aumento di capitale**/convertibile/warrant/IRR garantito)
- Stage financing (basato su milestone)
- Liquidation preference
 - participating
 - non participating
- Antidilution
- Pay-to-play
- Earn-in / earn-out

Liquidation Preference

- ❑ Perché: Aumenta il ritorno per l'investitore per valori di exit bassi
- ❑ Quando: Liquidity event (vendita, dividendi, liquidazione ecc)
- ❑ Come: distribuzione preferenziale agli investitori
 - Partecipativa
 - Proventi distribuiti prima all'investitore fino all'ammontare investito (più eventuale interesse composto)
 - Ulteriori somme pro-quota tra tutti gli investitori
 - Non-partecipativa
 - Proventi distribuiti prima all'investitore fino all'ammontare investito (più eventuale multiplo predeterminato es 1,5-3x)
 - OPPURE pro-quota tra tutti gli investitori

Liquidation Preference: esempio

premoney (founders)	2.000
angels	500
% founders	80%
% investor	20%
total	100%
post money	2.500

time to exit	IRR							
	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
1	1,05	1,10	1,15	1,20	1,25	1,30	1,35	1,40
2	1,10	1,11	1,32	1,44	1,56	1,69	1,82	1,96
3	1,16	1,13	1,52	1,73	1,95	2,20	2,46	2,74
4	1,22	1,16	1,75	2,07	2,44	2,86	3,32	3,84
5	1,28	1,11	2,01	2,49	3,05	3,71	4,48	5,38
6	1,34	1,77	2,31	2,99	3,81	4,83	6,05	7,53
7	1,41	1,95	2,66	3,58	4,77	6,27	8,17	10,54
8	1,48	2,14	3,06	4,30	5,96	8,16	11,03	14,76
9	1,55	2,36	3,52	5,16	7,45	10,60	14,89	20,66
10	1,63	2,59	4,05	6,19	9,31	13,79	20,11	28,93

exit val	participating			non-participating			(C-F)/F	A-D
	investor	founders	return inv.	investor	founders	return inv.	inv. return % incr	angels
500	500	-	1,00	500	-	1,00	0%	-
1.000	600	400	1,20	500	500	1,00	20%	100
1.500	700	800	1,40	500	1.000	1,00	40%	200
2.000	800	1.200	1,60	500	1.500	1,00	60%	300
2.500	900	1.600	1,80	500	2.000	1,00	80%	400
3.000	1.000	2.000	2,00	600	2.400	1,20	67%	400
3.500	1.100	2.400	2,20	700	2.800	1,40	57%	400
4.000	1.200	2.800	2,40	800	3.200	1,60	50%	400
4.500	1.300	3.200	2,60	900	3.600	1,80	44%	400
5.000	1.400	3.600	2,80	1.000	4.000	2,00	40%	400
10.000	2.400	7.600	4,80	2.000	8.000	4,00	20%	400
15.000	3.400	11.600	6,80	3.000	12.000	6,00	13%	400
20.000	4.400	15.600	8,80	4.000	16.000	8,00	10%	400
25.000	5.400	19.600	10,80	5.000	20.000	10,00	8%	400
30.000	6.400	23.600	12,80	6.000	24.000	12,00	7%	400
40.000	8.400	31.600	16,80	8.000	32.000	16,00	5%	400

Differenza massima al valore di post-money

Differenza minima ad alti multipli di exit



Influenza Investitore

Diritto di veto

- Modifica statuto
- Distribuzione dividendi
- Approvazione budget
- Business plan
- Proprietà intellettuale

Nomina amministratore

Nomina osservatore


Obbligo per la società di fornire informazioni

Quota di
minoranza

Potenziali
conflitti
d'interessi

Asimmetria
informativa

Impegno dei Founders



Dipendenza dai
founders per il
successo della società

- ❑ Lock-up
 - divieto di trasferimento sulle quote
 - Negotiable → piccola percentuale
 - limitazioni al diritto di recesso
 - Negotiable → durata
 - Negotiable → piani di assegnazione di stock option
- ❑ Stabilità
 - Negotiable → stipendio e progressione in funzione dello stadio di sviluppo
- ❑ Non-concorrenza
 - Negotiable → definizione del «settore rilevante»
 - Negotiable → emolumento aggiuntivo
- ❑ Bad leaver
 - Negotiable → calo negli anni della % delle quote trasferite
- ❑ Good leaver
 - Negotiable → cause di forza maggiore

Exit



Investimento
Illiquido

- Drag-along (obbligo di covendita)
 - Negotiable → tempo (3-5 anni) e valore (valutazione minima per l'attivazione)
- Tag-along (diritto di covendita)
- Mandato a vendere
 - Negotiable → tempo (3-5 anni) e condizioni
- Prelazione (negotiable)
- Diritto di prima offerta (negotiable)

Obiettivo finale...





Modalità di finanziamento di start-up innovative

Diritto creativo e nuove opportunità

Avv. Maria Giovanna Bernardi

Via Santo Stefano, 172 Bologna

mg.bernardi@studiomgbernardi.it

www.studiomgbernardi.it