

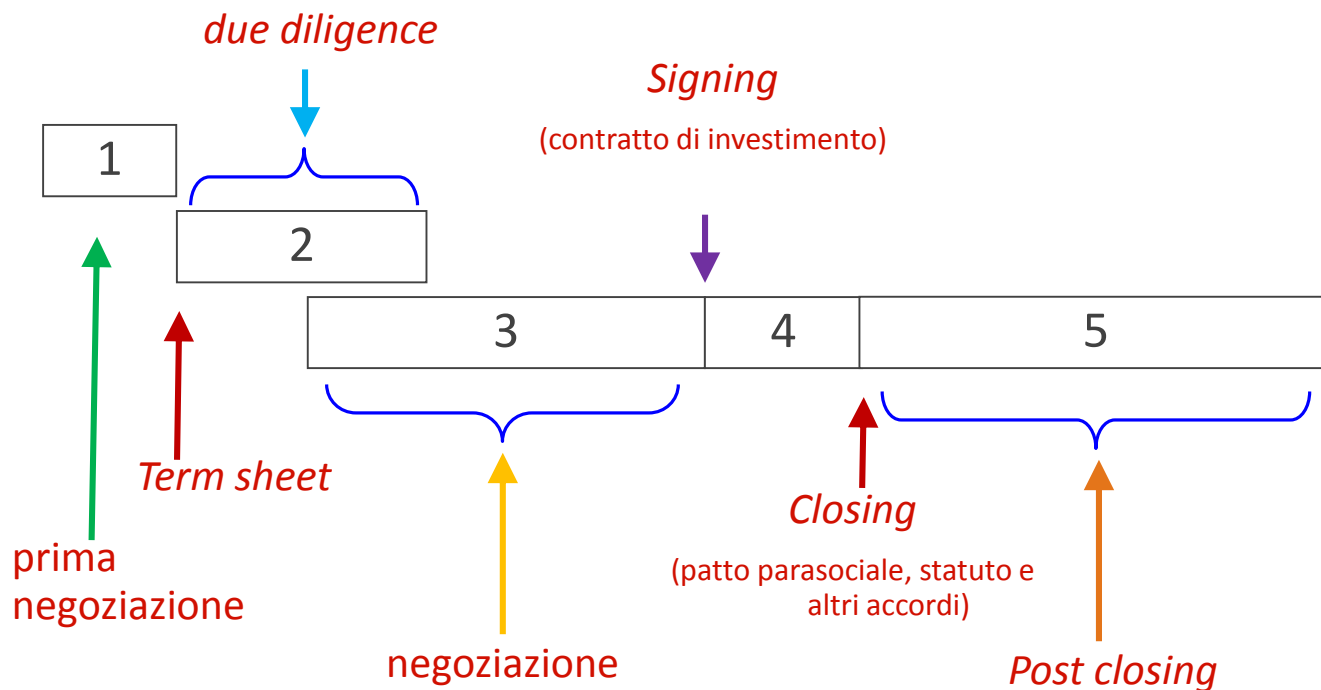
COME STRUTTURARE UN'OPERAZIONE DI VENTURE CAPITAL

**La documentazione contrattuale da predisporre e
le questioni di natura legale più ricorrenti nella fase di negoziazione**





I tempi di un'operazione di investimento



Consigli pratici:

- Acquisire informazioni sull'investitore e sulle sue aspettative
- Identificare le questioni rilevanti ed i punti davvero importanti
- Mai perdere di vista gli obiettivi perseguiti, ma essere ragionevoli e cercare soluzioni di compromesso nell'interesse di tutte le parti
- Non essere cavillosi su questioni di poco conto
- Cercare di essere efficienti e pratici nelle modalità di negoziazione
- Agire sempre in modo corretto e chiaro con serietà e professionalità
- Confrontarsi su questioni tecniche e complesse con un consulente esperto e competente





Va sempre predisposto?



Che efficacia ha?

- Dovrebbe essere scritto in modo da dare atto dello stato delle trattative, precisando le questioni su cui è stato già raggiunto un accordo e porre le basi per le negoziazioni future.
- Sarebbe opportuno distinguere le disposizioni vincolanti da quelle che non lo sono.
- Attenzione, se scritto male potrebbe anche essere interpretato come un preliminare!



Clausole vincolanti e non vincolanti



Termine per *due diligence*

Costi

Esclusiva

**Termine di efficacia
del TS**

**Legge e foro
competente**

**Contenuto, modalità e
tempistica
dell'investimento**

Valutazione della società

Prezzo

**Rapporto tra investitori e
soci fondatori**

**Modalità e fasi del
disinvestimento**

Un accordo quadro che solitamente regola:

- il contenuto, le modalità e la tempistica dell'investimento
- il futuro rapporto tra soci e investitori
- le modalità e le fasi del disinvestimento

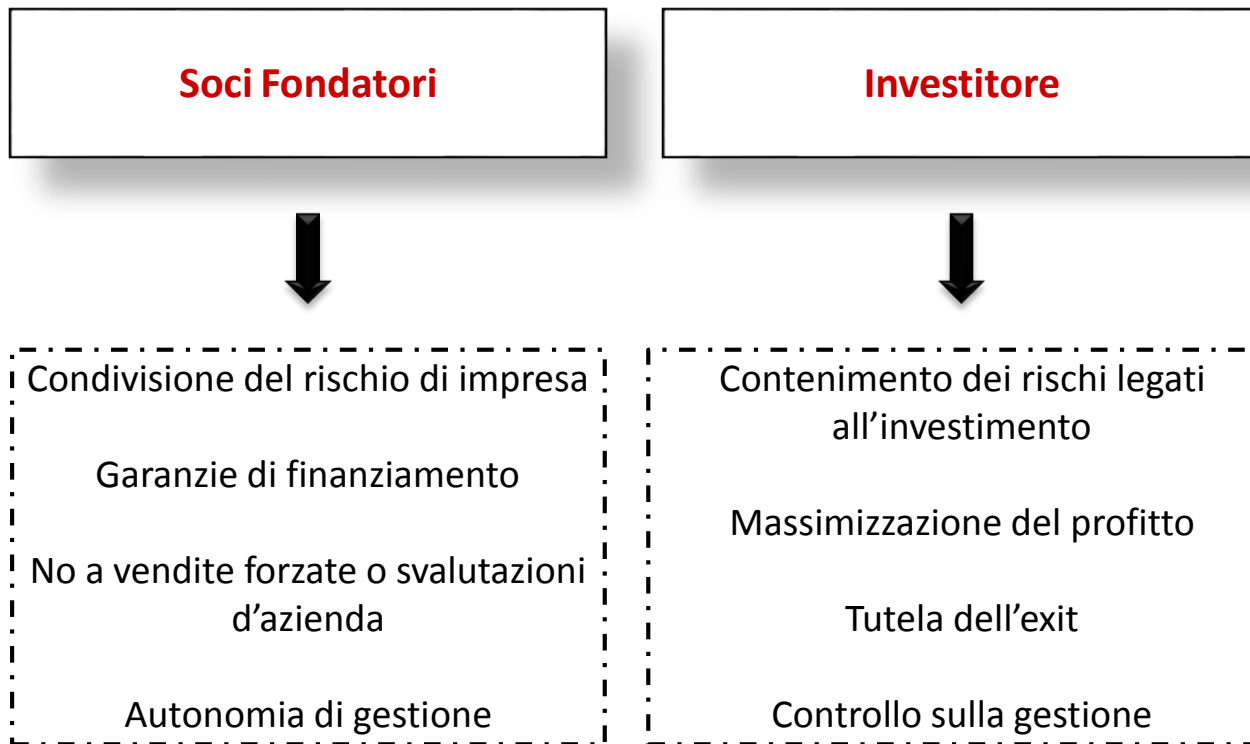
Contenuto principale:	Allegati:
<ul style="list-style-type: none">• oggetto dell'investimento• obblighi e attività precedenti al closing• closing• obblighi e attività successivi al closing• dichiarazioni e garanzie e indennizzo• obblighi di riservatezza, non concorrenza e cooperazione	<ul style="list-style-type: none">• Business Plan• Patto parasociale• Statuto• Contratti di collaborazione e consulenza• ecc.

Si tratta di un contratto a **efficacia obbligatoria** concluso tra i soci della startup.

Disciplina in particolare:

- corporate governance
competenze e quorum deliberativi dell'assemblea e del consiglio di amministrazione, nomina e revoca degli amministratori e loro poteri, ecc.
- situazioni di stallo decisionale
call and put option, liquidazione della società
- modalità e vincoli di circolazione delle quote
lock up, diritto di prelazione, gradimento, drag along, tag along

Obiettivi della negoziazione a confronto



- Asset della target e diritti di proprietà intellettuale (R&W e loro durata)
- Inserimento clausola di drag along (se socio di maggioranza) o di co-vendita (se socio di minoranza), diritto di gradimento per ingresso nuovi soci
- Clausole anti-diluizione in caso di aumento di capitale ad un prezzo inferiore a quello versato
- Materie riservate alla competenza dell'assemblea e del CdA e quorum qualificati
- Nomina amministratori; limiti monetari a taluni poteri affidati agli amministratori nominati dai soci fondatori
- Privilegio nella distribuzione degli utili o in sede di liquidazione della società

- Certezza dell'investimento (capitale di rischio non legato al raggiungimento di target)
- Inserimento di clausole di tag along
- Particolare attenzione all'exit del socio finanziatore per evitare svalutazioni dell'azienda o vendite forzate
- Autonomia gestionale con riferimento a questioni di ordinaria amministrazione

Come gli obiettivi si traducono in clausole del *Term Sheet* e poi dell'accordo di investimento



**Ammontare
dell'investimento**
***Pre-money
valuation***
**Termini e
condizioni per la
realizzazione
dell'investimento**



Lock up
***Drag-along /
Tag-along***
Ipotesi di exit
***Liquidation
preference***
**Anti-
diluizione**



Diritto di veto
**Quorum qualificati su
materie riservate**
**Nomina di
amministratori e sindaci**
**Divieti di concorrenza e
obblighi di stabilità**
Reportistica periodica

Ipotesi di exit

- *Drag along* v. *tag along*
- IPO v. vendita della società
- Che cosa cambia se l'investitore è un *business angel*, un imprenditore industriale o un fondo di VC?



.....e se poi si verifica l'exit.....

Liquidation preference

- Quali possono essere le pretese dell'investitore?
- Come gestirle?



Controllo gestionale

- Quali sono solitamente le preoccupazioni dell'investitore e quali le sue aspettative?
- Quali sono le soluzioni di compromesso da valutare nell'interesse dell'azienda?

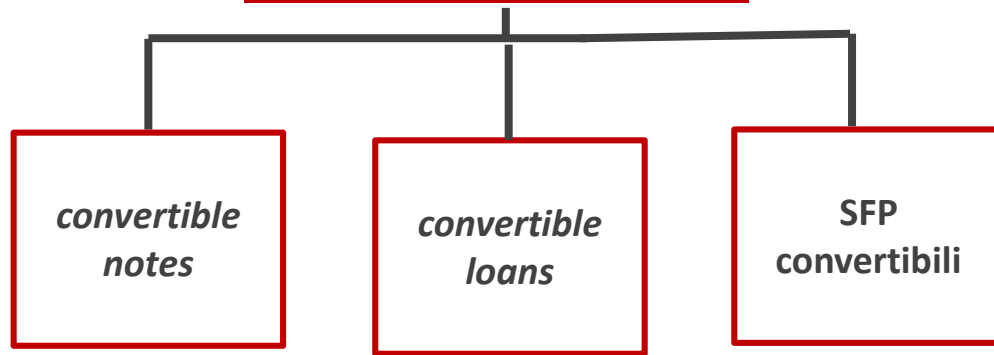


Aumento di capitale

- in alcuni casi può essere misto a cessione di quote da parte dei soci (parziale *exit* dei soci)
- caratteristiche:
 - scindibile
 - riservato a terzi
 - da sottoscrivere entro un certo termine
 - con sovrapprezzo
- emissione di speciali categorie di azioni (S.p.A.) o di quote (S.r.l. *startup* innovativa)



Forme alternative di investimento



Time to Invest!

Convertible notes

È uno strumento di finanziamento utilizzato generalmente in USA dalle aziende nella fase *early stage*.

L'azienda ottiene un finanziamento in tempi relativamente veloci e l'investitore ottiene un titolo obbligazionario che gli dà diritto alla restituzione del capitale o, al verificarsi di certe condizioni, di convertire il titolo in azioni della società.

Esistono strumenti simili in Italia?

Obbligazioni convertibili

**Possono essere sottoscritte solo
da investitori professionali,
se emesse da SRL**

**Non consigliabili in una fase
*early stage***

Come funzionano

La società riceve un finanziamento dall'investitore e, decorso un certo termine, potrà:

- restituire parzialmente il finanziamento insieme agli interessi maturati; e/o
- convertire in tutto o in parte il finanziamento ricevuto in *equity*

**Sono contratti di finanziamento e non titoli obbligazionari
accompagnati da accordi privati che disciplinano il processo di conversione**

Principali caratteristiche negoziali



- *Pre-money evaluation* («cap»)
- *Discount rate*
- *Interest rate*

N.B. strumento utilizzato soprattutto quando le parti non riescono ad accordarsi sulla valutazione *pre-money* della società. In questo modo, il «rischio» dell'investimento viene compensato con un successivo incremento della quota di *equity* in fase di conversione



Caratteristiche:

- strumenti ibridi contabilizzati come *equity*
- tecnicamente assimilabili a titoli di credito
- specifico regime di trasferibilità o intrasferibilità, incorporazione in titoli o certificati cartolari oppure dematerializzazione
- danno diritto ad una partecipazione agli utili e non alla restituzione dei fondi versati
- possibile conversione in *equity*
- **il titolare di SFP non diventa socio**

Possono essere emessi da S.p.A., da S.r.l. «innovative» e PMI innovative nella forma di società di capitali

Strumenti finanziari vs. Partecipazioni sociali

Strumenti finanziari partecipativi

Capitale di rischio o
debito d'impresa?

No diritto di voto
nell'assemblea
generale dei soci; no
diritti di
amministrazione

Remunerazione
fissa/variabile/
condizionata, ecc.

Postergazione/
privilegio rispetto alle
quote

Partecipazioni sociali

Partecipazione al
rischio di impresa

Diritto di voto
nell'assemblea
generale dei soci;
possibili diritti di
amministrazione

Diritto agli utili

Postergazione/
privilegio tra categorie
di quote

Strumenti Finanziari Partecipativi convertibili (2/3)

Iter di emissione:

Statuto

Deve prevedere la facoltà per la società di emettere SFP convertibili



Assemblea dei soci

Approva il regolamento che disciplina le modalità di emissione, il valore, il prezzo di sottoscrizione, le caratteristiche degli strumenti, le condizioni della conversione



Consiglio di amministrazione

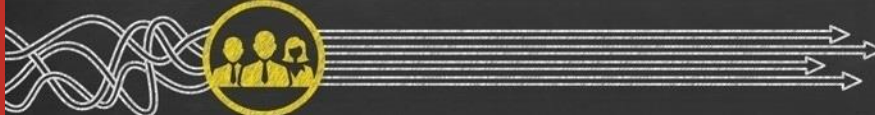
Delibera l'emissione, conformemente a quanto previsto dal regolamento

Strumenti Finanziari Partecipativi convertibili (3/3)

Quando sono utilizzati?

- prevalentemente per piani di *stock options* a favore di *manager* e dipendenti
- beneficio fiscale solo in caso di conversione in *equity*





Antonia is a partner of the firm which joined in 2008. She has more than 20 years of experience assisting Italian and foreign clients mostly in **mergers and acquisitions**, **joint venture agreements** and **venture capital operations**.

Antonia is a regular speaker at conferences and seminars on **venture capital investments** and **startups**. Antonia has authored various articles on the above subject matters, which have appeared in a number of newsletters and online magazines.

She acts as **mentor** for some startup programs such as those organized by Unicredit StartLab, Bheroes, Zcube e Endeavour.

She is an active member of the International Bar Association (**IBA**) being part of the organizing committee of the **IBA Startup Annual Conference**.

She is also member of the European Women Lawyers Association (**EWLA**) where she has been entrusted with the role of treasurer and she is in charge of a startups program aimed at supporting female entrepreneurs around Europe.