

# Il finanziamento convertibile

## Aspetti legali della raccolta di capitale ibrido per start-up nella fase seed



**Massimiliano Maestretti**  
Avvocato, Managing Partner  
studio legale Kellerhals Carrard Lugano



**Lorenza Ferro**  
Avvocato, Senior Associate  
studio legale Kellerhals Carrard Lugano

L'accesso a capitale proprio o finanziamenti di terzi da parte delle start-up è spesso difficile e presenta numerosi svantaggi. Una soluzione alternativa è offerta dal capitale ibrido che rappresenta una forma di finanziamento alternativa al capitale di terzi (debt) e al capitale proprio (equity), con componenti tipici di entrambi, e per questo definito appunto "ibrido". Il capitale ibrido è di fatto un debito ed è, pertanto, iscritto a bilancio come capitale di terzi. Ai datori di prestito, tuttavia, può essere data la possibilità di partecipare all'incremento del valore dell'impresa (equity kicker). In caso di finanziamento convertibile, l'equity kicker è rappresentato dalla possibilità concessa all'investitore di convertire il debito in partecipazioni diventando così azionista della società. Il contributo esaminerà le caratteristiche principali del finanziamento convertibile e illustrerà i vantaggi che lo strumento presenta rispetto alle forme tradizionali di raccolta di capitale.

**Con la collaborazione di:** Lars Schlichting, Partner dello studio legale Kellerhals Carrard Lugano, per il cap. IV.A sugli aspetti regolamentari e di Silvia Spacio, MLaw dello studio legale Kellerhals Carrard Lugano.

### I. Start-up: le diverse fasi della società e le esigenze finanziarie

Per quanto di recente la dottrina abbia elaborato sempre più denominazioni per le varie fasi di vita di una start-up (pre seed, seed, post seed, pre-A, Early A, A, Late A, B, C, ecc.<sup>[1]</sup>), il processo evolutivo di queste società generalmente si articola attraverso tre fasi principali che trovano come premessa lo stadio di sviluppo del business e come postulato la tipologia di investimento cui ambire<sup>[2]</sup>:

- la fase di preavviamento e avviamento si estende dal momento della concretizzazione dell'idea attraverso l'incorporazione di una società e il successivo studio, valutazione e sviluppo dell'idea imprenditoriale (seed phase), alla fase di ingresso preliminare sul mercato tramite l'avvio delle attività commerciali (early stage phase);
- la fase intermedia (o fase di espansione e sviluppo di un business consolidato) che comprende il rafforzamento della posizione di mercato attraverso lo sviluppo e l'ampliamento della propria gamma di attività. In questa fase, la start-up passa dall'essere una società con grandi potenziali che potrebbe scalare il mercato all'essere una società competitiva a tutti gli effetti;
- la fase di uscita (exit phase) in cui la società ha raggiunto la maturità economica e gli investitori cercano di monetizzare il proprio investimento ottenendo una plusvalenza dalla vendita delle partecipazioni.

A seconda della fase di sviluppo in cui si trova una società le esigenze finanziarie sono differenti. È, inoltre, differente la tipologia di capitale cui una società deve ambire nell'ottica di ottimizzare l'equilibrio tra raccolta di fondi per finanziare i

<b>I. Start-up: le diverse fasi della società e le esigenze finanziarie</b> .....	<b>398</b>
<b>II. L'accesso al capitale da parte delle start-up</b> .....	<b>398</b>
<b>III. Il capitale ibrido come forma di finanziamento a metà tra debt e pure equity</b> .....	<b>399</b>
<b>IV. Le caratteristiche del finanziamento convertibile</b> ..	<b>401</b>
A. I datori di prestito .....	401
B. Il capitale e gli interessi .....	403
C. Il rimborso e la postergazione .....	403
D. La conversione .....	405
1. L'aumento di capitale.....	405
2. La rinuncia o la soppressione del diritto di opzione .....	406
3. La specie dei conferimenti e la concretizzazione dell'aumento .....	407
E. Il prezzo di emissione, il discount e il maximum valuation cap .....	408
<b>V. Conclusioni</b> .....	<b>410</b>

[1] GIL DIBNER, There are only three start up stages, in: Forbes, 2018.

[2] PASCAL FAVROD-COUNE, Analyse de droit suisse du financement participatif, Losanna 2018, p. 46.

propri progetti e le tutele che deve garantirsi al fine di evitare una diluizione della partecipazione dei soci fondatori a favore degli investitori terzi.

### II. L'accesso al capitale da parte delle start-up

A livello generale, tre sono le forme di capitale cui può fare ricorso una società: il capitale di terzi (o *debt*), il capitale proprio (o *equity*), e il capitale ibrido che si colloca a metà strada tra il capitale proprio e quello di terzi[3].

Il capitale di terzi (*debt*) è un prestito ricevuto da soggetti estranei alla compagine sociale destinato ad essere restituito unitamente al pagamento di interessi[4]. Tra le forme di raccolta di capitale di terzi si annoverano principalmente il contratto di mutuo *ex art.* 312 ss. del Codice delle obbligazioni (CO; RS 220) (sottoscritto con banche o con privati), altre forme speciali di finanziamento esterno ottenute tramite le banche (*leasing*, *factoring*, ecc.) o ancora il credito ottenuto dai fornitori (dilazioni di pagamento)[5]. Il *debt*, tuttavia, è raramente utilizzato dalle società nelle loro prime fasi di vita.

Gli strumenti di debito, infatti, hanno come causa contrattuale l'ottenimento di un rendimento finanziario come controprestazione per il capitale anticipato che viene generalmente rappresentato dal pagamento di interessi, il cui importo può variare a dipendenza del contesto specifico e della tipologia del progetto finanziato[6]. Stante, tuttavia, la mancanza di informazioni a carattere storico sulla solvibilità della società, è altamente probabile che il datore di prestito chieda consistenti garanzie a tutela del rimborso del proprio credito (garanzie personali, cessioni di crediti in garanzia, diritti reali sulla proprietà intellettuale, ecc.) diventando così difficilmente accessibile per le imprese di recente costituzione[7].

Nella categoria di *debt* rientrano anche la raccolta di capitale presso il pubblico attraverso strumenti finanziari standardizzati, quali i prestiti obbligazionari ai sensi degli artt. 1156 ss. CO. La complessità della documentazione da predisporre, degli obblighi pubblicitari necessari per la raccolta di capitale presso il pubblico e dei requisiti sul capitale societario, così come la quasi inesistente flessibilità nella personalizzazione dello strumento sulla base delle circostanze del caso concreto, tuttavia, rendono questo istituto parimenti inadeguato per le esigenze delle imprese di nuova costituzione.

Il capitale proprio (*equity*), in contrapposizione al capitale di terzi, è invece rappresentato dall'apporto di capitale di rischio in cambio di partecipazioni societarie da parte di un investitore, generalmente privato, per finanziare l'avvio o la crescita di un'attività[8]. Tra le forme di investimento tramite capitale proprio si annoverano principalmente gli aumenti del capitale azionario o di partecipazione sottoscritti e liberati da azionisti esistenti, nuovi investitori *venture capital* (VC), *business angel*, o individui facoltosi (eventualmente attraverso *family office*).

In quest'ambito, nel solo corso del 2019, le *start-up* svizzere sono riuscite a raccogliere investimenti per quasi 2,3 mia. di fr., con un incremento rispetto al 2018 pari a circa l'85,5%, attraverso 266 *round* di investimento, di cui circa l'80% a beneficio di *start-up* nella fase di preavviamento e avviamento[9]. Il 2020, a causa delle interferenze causate dalla pandemia, ha registrato un calo di circa il 7% rispetto al 2019, prevalentemente causato dal rallentamento nel primo semestre in cui si è verificato il cd. "*lockdown*". Nonostante il calo del volume degli investimenti, tuttavia, si è comunque registrato un aumento del numero di *round* di investimento (304 rispetto ai 266 dell'anno precedente) con un incremento quindi di circa il 14%[10].

All'interno di questo contesto, tuttavia, è fondamentale per le imprese valutare bene come "arrivare" alla formalizzazione dell'investimento. Il capitale proprio nella sua forma più pura (il cd. *pure equity*), infatti, viene prestato "a vista" in cambio di un numero di partecipazioni della società di nuova emissione, il cui prezzo viene determinato sulla base di una valutazione *pre-money* della società stessa (prima cioè che venga effettuato il contributo in denaro da parte del nuovo investitore).

In ambito di *start-up* e, in generale, di imprese di recente costituzione, il valore dell'azienda non è sempre di facile determinazione. Accertata, infatti, l'inadeguatezza dei metodi tradizionali quali il metodo patrimoniale, il metodo reddituale o il *discounted cash flow*, causata dall'assenza di valori di riferimento portati dal rendimento nel passato, dall'alto rischio di insuccesso e dall'estrema esposizione alle fluttuazioni del mercato, occorrerà fare ricorso a metodi alternativi e basati unicamente su stime e proiezioni[11]. Inoltre, se la valutazione avviene nelle prime fasi di vita della società, la stessa potrebbe risultare relativamente bassa e vi sarebbe il rischio, in cambio di un investimento magari anche modesto, di dover cedere una porzione consistente della società con conseguente diluizione delle partecipazioni dei soci fondatori.

Come possono allora le *start-up* in fase di pre-avviamento e avviamento ottenere efficacemente capitale evitando gli

[3] OLIVIER HARI, *Le financement de l'innovation, Rapport fondateurs-investisseur, 7<sup>ème</sup> journée des start-up, des PME et de l'innovation*, Università di Neuchâtel, 2016; FAVROD-COUNE (nota 2), p. 4.

[4] ULYSSE DU PASQUIER, *Le droit aux renseignements de l'investisseur, Information du bailleur de fonds et mécanismes de droit contractuel et de droit des sociétés lors d'un investissement dans une société anonyme non cotée*, in: REPRAX 1/2020, p. 30.

[5] HARI (nota 3), p. 5.

[6] FAVROD-COUNE (nota 2), p. 44.

[7] JACQUES IFFLAND, *L'émission d'actions digitalisées comme moyen de financement de l'innovation et des PME*, in: SZW-RSDA 5/2019, p. 500.

[8] EMIDIO CACCIAPUOTI/DAVIDE MASSIGLIA, *Le agevolazioni a favore degli investitori in fondi di venture capital*, in: NF 1/2014, p. 22.

[9] SECA, *Swiss Private Equity & Corporate Finance Report, 2020 Swiss Venture Capital Report, 2020*, p. 7.

[10] SECA, *Swiss Private Equity & Corporate Finance Report, 2021 Swiss Venture Capital Report, 2021*, p. 7.

[11] PASCAL GANTENBEIN/RETO FORRER, *Bewertung unter Unsicherheit*, in: ST 11/2011, p. 922.

svantaggi che caratterizzano il ricorso al capitale di terzi (*debt*) o interamente proprio (*pure equity*)? La soluzione è stata individuata nelle forme di capitale cd. "ibrido".

### III. Il capitale ibrido come forma di finanziamento a metà tra *debt* e *pure equity*

Il capitale definito "ibrido" è quello che presenta caratteristiche tipiche degli strumenti di debito (rimborso di capitale e interessi) quanto di quelli di *equity* (partecipazione all'andamento della società o facoltà di convertire il proprio credito verso l'emittente in una partecipazione)[12]. Pur essendo da un punto di vista prettamente giuridico considerato come capitale di terzi, il capitale ibrido è generalmente contrattualmente subordinato nel rimborso rispetto al capitale di terzi pur rimanendo prioritario rispetto al capitale proprio.

I rischi cui vanno incontro gli investitori che sottoscrivano un contratto di prestito subordinato sono, quindi, superiori a quelli dei titolari di prestiti ordinari, ma inferiori a quelli dei titolari di partecipazione[13]. Per questa ragione il capitale ibrido viene anche nella prassi definito come "capitale mezzanino" (*mezzanine financing*, in inglese) o quasi-*equity*[14].

L'istituto della subordinazione, in particolare, fa sì che il credito in questione, in caso di difficoltà finanziaria della società emittente, sia relegato ad un rango inferiore (*junior credit*) rispetto a quello di un normale creditore (*senior credit*) o di un creditore a cui è prestata una garanzia specifica (*secured credit*)[15] e venga rimborsato nell'ultimo giro di pagamenti antecedenti quelli spettanti ai titolari di azioni, buoni di partecipazione o buoni di godimento della società[16]. Dal momento che, tuttavia, la postergazione non è prevista espressamente da una norma specifica, la medesima dovrà essere oggetto di specifico accordo delle parti in questo senso[17]. In assenza di accordo sulla postergazione, quindi, il capitale ibrido non verrà considerato mezzanino e, conseguentemente, avrà lo stesso *status* del debito ordinario (*senior*) non garantito (*unsecured*).

Le condizioni che possono essere negoziate con riferimento a questi prestiti sono molto diverse tra loro. Per gli investitori, in aggiunta alla facoltà di percepire l'interesse sul credito – tipico degli istituti di debito –, va ad aggiungersi anche una partecipazione all'incremento del valore dell'impresa

(cd. "*equity kicker*" o "*upside potential*") [18]. Esempi classici di strumenti ibridi con capitale mezzanino in Svizzera sono il prestito parziario e i finanziamenti convertibili.

Il prestito parziario è una variante del mutuo tradizionale disciplinato dagli artt. 312 ss. CO[19], le cui norme sono in linea di principio applicabili[20], in cui il mutuante ha diritto a ricevere un pagamento di interessi base fissi oltre a una componente dipendente dal successo del *business* della società, come una quota parte del *cash-flow* o del fatturato[21], senza tuttavia diventare mai azionista della società[22].

La parte di interesse variabile cui ha diritto il datore di prestito, quindi, è condizionata alla realizzazione di un obiettivo da parte della società. Quest'ultima, tuttavia, rimane totalmente libera ed indipendente nella determinazione delle scelte commerciali che la riguardano, non essendo generalmente riconosciuto al datore di prestito alcun diritto di intervento nella gestione del *business*[23].

Da un punto di vista contrattuale, la gestione del prestito parziario è relativamente semplice dal momento che può essere usato come base di partenza il testo di un normale contratto di mutuo integrato con le modalità di determinazione della parte variabile dell'interesse.

Questo istituto non prevede alcuna diluizione delle partecipazioni dei fondatori dal momento che il datore di prestito parziario non diventa mai azionista della società, ma allo stesso tempo permette al datore di prestito di partecipare ai successi dell'impresa secondo quanto concordato tra le parti[24].

I *convertible loans* sono, invece, contratti di prestito (di denaro) caratterizzati dal fatto che, alla scadenza, il prestito sarà (i) rimborsato in contanti compresi gli interessi maturati (come si trattasse di un mutuo ordinario ai sensi degli artt. 312 ss. CO), oppure in alternativa (ii) convertito in titoli della *start-up*. In queste circostanze, quindi, l'*equity kicker* si realizza attraverso la concessione al creditore di un diritto di conversione attraverso il quale il medesimo avrà diritto di acquisire un certo numero di partecipazioni della società (azioni o buoni di partecipazione che a loro volta potranno essere, a seconda del caso, ordinari o privilegiati) alle condizioni concordate al

[12] STEFAN OESTERHELT, *Wandelanleihen und Wandeldarlehen*, in: EF 10/2020, p. 754.

[13] ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER FORSTMOSER, *Droit suisse des sociétés*, 2015, Berna 2015, N 346 ad § 16.

[14] FAVROD-COUNE (nota 2), p. 46. I vantaggi dei finanziamenti alternativi, articolo inserito sul Portale PMI per piccole e medie imprese della Confederazione Svizzera, è disponibile in: <https://www.kmu.admin.ch/kmu/it/home/consigli-pratici/questioni-finanziarie/finanziamento/finanziamenti-mezzanine.html> (consultato il 15.07.2021).

[15] PETER NEVITT/FRANK FABOZZI, *Project Financing*, 7ª ed., 2000, p. 58.

[16] MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (nota 13), N 346 ad § 16; FAVROD-COUNE (nota 2), p. 362.

[17] A tal fine, cfr. *infra*, cap. IV.C.

[18] ULYSSE DU PASQUIER, *Les trois F et le capital-risque, Le rôle de la famille, des amis et des "fous" (Three F) lors du financement d'une jeune société*, in: AJP/PJA 1/2021, p. 15.

[19] GEORGES BROSSET, *Le prêt partiaire*, 1962, p. 1 ss.; BERNHARD CHRIST, *Der Darlehensvertrag*, Schweizerisches Privatrecht VII/2, Basilea 1979, p. 219 ss.

[20] MICHAEL QUERY, *Die Abgrenzung des partiarischen Darlehens von der Gesellschaft mit Vergleich zum deutschen und französischen Recht*, lavoro di tesi, Università di Zurigo, 1999, p. 2.

[21] FAVROD-COUNE (nota 2), p. 363 e citazioni ivi riportate.

[22] DU PASQUIER (nota 18), p. 16.

[23] SIMONE BAUMANN, *Crowdfunding im Finanzmarktrecht*, lavoro di tesi, Università di Zurigo, 2014, n. 536; PIERRE ENGEL, *Contrats de droit suisse*, Berna 2000, p. 278.

[24] ULYSSE DU PASQUIER (nota 18), p. 16.

momento della sottoscrizione del contratto[25].

Il prezzo di acquisto verrà, nella pratica, pagato in via di compensazione con il credito vantato dal mutuatario nei confronti della società che conseguentemente verrà "convertito" passando da "capitale di terzi" a "capitale proprio"[26], secondo quanto meglio dettagliato in seguito.

Il CO non disciplina nello specifico il finanziamento convertibile. Ne consegue che la sua regolamentazione è lasciata per la maggior parte alle parti, che, nel rispetto delle normative regolamentari[27] e fiscali[28] eventualmente applicabili, sono libere di determinare il contenuto dell'accordo nell'ambito del generale principio della libertà contrattuale di cui all'art. 11 CO. Nella prassi, tuttavia, ci sono previsioni che vengono abitualmente inserite e che sono ormai diventate "caratteristiche". Di seguito presentiamo un elenco degli elementi tipici che, sulla base della nostra esperienza, caratterizzano lo strumento.

### IV. Le caratteristiche del finanziamento convertibile

#### A. I datori di prestito

Da un punto di vista civilistico, non sussistono limiti di sorta con riferimento all'identificazione del soggetto che potrà sottoscrivere un contratto di finanziamento convertibile. Anche lo stesso art. 312 cpv. 1 CO in tema di contratto di mutuo prevede che "[i]l mutuo è un contratto per cui il mutuante si obbliga a trasferire al mutuatario la proprietà di una somma di denaro o di altre cose fungibili e questi a restituirgli cose della stessa specie in eguale qualità e quantità" identificando il datore di prestito semplicemente con il termine "mutuante" prescindendo dall'individuazione di caratteristiche ulteriori che lo stesso deve avere. Il datore di prestito potrà, quindi, essere un azionista della società oppure un terzo, un individuo persona fisica oppure una società.

[25] DU PASQUIER (nota 4), p. 30.

[26] BEAT BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung von Unternehmensübernahmen und Jungunternehmen*, in: *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 5/2000, p. 228.

[27] Per cui *infra*, cap. IV.A.

[28] In ambito fiscale, senza entrare in questa sede in ulteriori dettagli visto lo scopo dell'articolo, la Legge federale sull'imposta preventiva (LIP; RS 642.21) e relativa ordinanza di applicazione (OIPrev; RS 642.211), prevedono che, in determinate circostanze eccezionali, (anche) gli interessi pagati a fronte di mutui o finanziamenti concessi a soggetti diversi da banche secondo la relativa legislazione siano soggetti all'imposta preventiva con aliquota del 35%. Si tratta in particolare degli interessi pagati da un debitore domiciliato in Svizzera quale remunerazione per fondi ricevuti da oltre 10 creditori (laddove fra i creditori rilevanti non contano i soggetti che qualificano quali banche in base alla legislazione applicabile e, ma solo a certe condizioni, i creditori facenti parte del medesimo gruppo del mutuatario), alle medesime condizioni, per un importo complessivo di oltre fr. 500'000 e sulla base di riconoscimenti di debito (cd. regola dei 10) e degli interessi pagati da un debitore domiciliato in Svizzera quale remunerazione per fondi ricevuti da oltre 20 creditori (laddove fra i creditori rilevanti non contano i soggetti che qualificano quali banche in base alla legislazione applicabile e, ma solo a certe condizioni, i creditori facenti parte del medesimo gruppo del mutuatario), in modo costante, a condizioni variabili, per un importo complessivo di oltre fr. 500'000 e sulla base di riconoscimenti di debito (cd. regola dei 20). Come in tutti i casi in cui si applica l'imposta preventiva, essa può poi essere recuperata e/o limitata a dipendenza del luogo di residenza o sede del creditore e, se del caso, dell'applicabilità di convenzioni contro le doppie imposizioni [CDI]).

In caso di datore di prestito che è già azionista della società, l'istituto prenderà la forma di un finanziamento soci (con opzione di conversione). I finanziamenti soci non sono oggetto del presente contributo, che si prefigge di trattare unicamente i prestiti di soggetti che, al momento della sottoscrizione del contratto, non sono ancora azionisti della società[29].

In questo contesto, ci si limita a sottolineare come i finanziamenti soci siano generalmente ammessi (nell'ambito del generale principio dell'autonomia contrattuale), ma che la loro sottoscrizione dovrà essere sottoposta ad accorgimenti specifici, quali, in particolare, il rispetto delle condizioni di mercato (*arm's length*)[30], al fine di evitare che gli azionisti possano abusare della loro relazione privilegiata con la società per ottenere condizioni contrattuali particolarmente favorevoli, a svantaggio della società stessa e degli altri creditori[31].

In ambito di prestatori terzi, il fatto che si tratti di persone fisiche o giuridiche non determina di per sé conseguenze da un punto di vista civilistico. Ciò che, di contro, assume rilevanza è se il datore di prestito agisca individualmente oppure di concerto con altre persone, con cui potrà venire in contatto in un contesto privato, o *private placement*, che sarà oggetto di analisi in questo contributo, oppure attraverso un'offerta al pubblico ai sensi dell'art. 35 ss. della Legge federale sui servizi finanziari (LSerFi; RS 950.1)[32].

Nessun problema ove un singolo individuo o entità decida di sottoscrivere un finanziamento convertibile con l'emittente. Maggiori problemi si potrebbero, invece, verificare nel caso di un gruppo di investitori, sia che sottoscrivano un unico contratto di finanziamento in *pool* oppure diversi contratti individuali nell'ambito di una stessa operazione. La normativa dettata in tema di diritto bancario, infatti, prevede che le persone fisiche e giuridiche che non sottostanno alla Legge federale sulle banche e le casse di risparmio (LBCR; RS 952.0) non sono legittimate ad accettare depositi del

[29] Per una trattazione approfondita dei finanziamenti soci cfr. TAREK HOUDROUGE/JEAN JACQUES AH CHOON/JEAN-FRÉDÉRIC MARAIA, *Liberté et limites en matière de créances d'actionnaires*, in: *Notalex* 1/2017, p. 1 ss.

[30] Da tenere a mente, infatti, malgrado l'esistenza di un'elazione tra i soci e la società di cui gli stessi sono azionisti, i due soggetti devono essere considerati come giuridicamente indipendenti. In quest'ambito, pertanto, i prestiti degli azionisti verranno considerati come "capitale di terzi" e dovranno essere considerati come un "debito" al pari degli altri prestiti.

[31] Il mancato rispetto del principio dell'*arm's length* può causare conseguenze severe, quali, a seconda delle circostanze: (i) la nullità dell'operazione se riqualificata come rimborso vietato di capitale sociale (nel caso ad esempio di interessi eccessivamente elevati), (ii) conseguenze fiscali negative per gli azionisti e la società, (iii) l'obbligo di restituzione di eventuali benefici ritenuti illegittimi o manifestamente sproporzionati rispetto alla loro controprestazione o alla situazione economica della società (art. 678 cpv. 2 CO), (iv) portare alla revoca del rimborso di un prestito mediante azioni revocatorie (art. 285 ss. della Legge federale sulla esecuzione e sul fallimento [LEF; RS 2811]), in particolare se un azionista è stato favorito a scapito di altri creditori, fino a (v) costituire reati penali (ad es. vantaggi concessi a certi creditori). Per dettagli cfr. RASHID BAHAR, *Entre Charybde et Scylla: le prêt d'assainissement judiciaire, une solution aux problèmes juridiques et économiques des sociétés en difficulté*, in: *GesKR* 3/2009, p. 334 ss.

[32] L'offerta al pubblico non è oggetto di trattazione in questo contributo.

pubblico a titolo professionale, a meno che non sottostiano alla disciplina applicabile alle banche in senso stretto con conseguenti obblighi – *ex multis* – a livello di autorizzazioni da parte dell'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA), pubblicità dei conti e disponibilità minime a livello di fondi propri (art. 1 cpv. 2 ss. LBCR).

Al fine di capire la sussistenza di eventuali profili di rischio occorrerà, quindi, indagare cosa si intenda per “depositi del pubblico” e “a titolo professionale”. La definizione di “depositi del pubblico” è data dall'art. 5 cpv. 1 dell'Ordinanza sulle banche e le casse di risparmio (OBCR; RS 952.02) secondo cui “[s]ono considerati depositi del pubblico gli impegni nei confronti della clientela”. Una giurisprudenza costante del Tribunale federale ha confermato che con il termine “deposito” si deve considerare qualsiasi operazione idonea a essere iscritta al passivo del bilancio dell'impresa[33]. La posizione è stata confermata dalla FINMA[34]. Con il termine “del pubblico” devono intendersi tutti i depositi con la sola eccezione di quelli espressamente elencati all'art. 5 cpv. 2 OBCR[35] che, tuttavia, soltanto in circostanze eccezionali possono ritenersi applicabili alla fattispecie oggetto del presente contributo[36].

Difficile, in generale, per i datori di finanziamento terzi riuscire a rientrare in una delle deroghe menzionate. Nella maggior parte dei casi quindi, si tratterà di depositi del pubblico. Fondamentale, quindi, delineare cosa si intenda per “a titolo professionale”. Secondo l'art. 6 cpv. 1 OBCR, per persone che accettando a “titolo professionale” si intende chi “[a]ccetta sul lungo periodo più di 20 depositi del pubblico oppure si presta pubblicamente ad accettarli, anche se il numero dei depositi ottenuti è inferiore a 20”. Lo stesso articolo prosegue poi chiarendo, al cpv. 2, che “[n]on agisce a titolo professionale ai sensi della LBCR chiunque accetta sul lungo periodo più di 20 depositi del pubblico oppure si presta pubblicamente ad accettarli, se: (a) accetta depositi del pubblico per un importo complessivo pari al massimo a un milione di franchi; (b) non effettua operazioni sulle differenze di interesse; e (c) prima che effettuino il deposito, informa i depositanti per scritto o in un'altra forma che consenta la prova per testo che: (1) egli non soggiace alla vigilanza della FINMA, e (2) il deposito non è incluso nella garanzia dei depositi”.

Il riferimento a “si presta pubblicamente ad accettarli” presuppone un'offerta al pubblico ai sensi degli artt. 35 ss. LSerFi e, quindi, assumerà rilevanza unicamente in caso di sottoscrizione

[33] DTF 136 II 43 consid. 4.2, in: SJ 2010 I 265; DTF 132 II 382 consid. 6.3.1; Sentenza TF n. 2C\_352/2016 del 9 dicembre 2016 consid. 3.3.

[34] FINMA, Circolare n. 2008/3, N 10.

[35] “Non sono considerati depositi del pubblico i depositi: a. di banche svizzere ed estere o di altre imprese sottoposte a vigilanza statale; b. di azionisti o soci che vantano una partecipazione qualificata nei confronti del debitore; c. di persone legate per motivi economici o familiari a quelle di cui alla lettera b; d. di investitori istituzionali aventi una tesoreria professionale; e. di lavoratori attivi o pensionati, qualora i fondi siano depositati presso il datore di lavoro; o f. presso associazioni, fondazioni o società cooperative sempre che: 1. non esercitino alcuna attività nel settore finanziario, 2. abbiano scopi ideali o di mutuo soccorso e utilizzino i depositi esclusivamente a tale fine, 3. la scadenza dei depositi sia di almeno sei mesi [...]”.

[36] Si tratta, ad es., dei depositi “[...] (c) di persone legate per motivi economici o familiari a quelle di cui alla lettera b [...]” tra cui potrebbero rientrare i cd. investitori “3F: family, friends, fools”.

“non rivolta a una cerchia ristretta di persone”. Negli altri casi, saranno due i criteri di cui occorrerà valutare la sussistenza in ciascun *round* di raccolta di capitale con lo scopo di evitare che l'attività possa essere riqualificata come filo bancaria con tutte le conseguenze del caso.

In primo luogo, il numero di investitori. Se il numero di datori di prestito sarà inferiore a 20, la normativa bancaria non troverà applicazione a prescindere dall'ammontare delle somme raccolte. Se, invece, il numero di prestiti dovesse essere superiore a 20[37], ci saranno due possibili opzioni applicabili: l'applicazione delle condizioni previste dalle regole sulla “sandbox”[38] oppure l'emissione di un'obbligazione ai sensi dell'art. 5 cpv. 3 lett. b OBCR.

Per poter ricadere nelle norme *sandbox*, occorrerà, *in primis*, che l'ammontare massimo dei depositi del pubblico non superi la somma di 1 mio. di fr. La FINMA è intervenuta sul punto specificando che affinché questa condizione sia soddisfatta, gli impegni di clienti o investitori non devono mai superare 1 mio. di fr. nello stesso momento. Pertanto, una società che accetta per un determinato periodo 1,5 mio. di fr., ma durante lo stesso periodo, rimborsa (oppure nel nostro caso converte) fr. 500'000 ai suoi creditori non viola l'art. 6 cpv. 2 OBCR, poiché in nessun momento avrà avuto impegni superiori a 1 mio. di fr. nei confronti di terzi[39].

*In secundis*, la non effettuazione di operazioni sulle differenze di interesse. Questa previsione è stata di recente modificata. La formulazione precedente della norma prevedeva che detti depositi non fossero né investiti né remunerati salvo che per le imprese non avessero come *main purpose* lo svolgimento di un'attività industriale o artigianale e che utilizzassero le somme così raccolte per finanziare la propria attività. La nuova formulazione del testo prescinde da queste deroghe semplicemente prevedendo il divieto di operazioni sulle differenze di interesse, istituito che si verifica quando una società accetta depositi (transazioni passive) e concede prestiti o crediti per conto proprio a un numero indeterminato di persone o imprese non legate ad essa (transazioni attive)[40].

*In terzis*, prima che effettuino il deposito, l'obbligo di informare i depositanti per scritto o in un'altra forma che consenta la prova per testo che: (i) la società ricevente non soggiace alla vigilanza della FINMA, e (ii) il deposito non è incluso nella garanzia dei depositi. La dottrina con riferimento a questo punto ha precisato che dette informazioni devono essere rese, al più tardi, al momento della sottoscrizione del contratto al fine di permettere al datore di prestito una trasparente

[37] In questo contesto non è stabilito alcun limite massimo circa il numero di investitori.

[38] ULYSSE DU PASQUIER, L'ICO d'envion, ou quand emprunt obligataire rime avec activité bancaire, Analyse de la licéité d'une ICO de type crowdlending, à l'aune du droit des sociétés, du droit bancaire et du nouveau droit des services financiers, in: GesKR 4/2019, p. 565.

[39] Rapporto esplicativo del 1° settembre 2017 in merito alla Circolare FINMA n. 2008/3, p. 5.

[40] DU PASQUIER (nota 38), p. 565.



valutazione delle circostanze di fatto cui si sottopone<sup>[41]</sup>.

Chiarito quanto sopra, ci si chiede però cosa succeda in caso di depositi in numero di datori di prestito superiore a 20 e inapplicabilità delle deroghe *sandbox*. Sarà obbligatorio ottenere le autorizzazioni FINMA e adempiere ai requisiti previsti per le banche? L'OBCR prevede una terza deroga cui fare ricorso. All'art. 5 cpv. 3 lett. b OBCR, infatti, è previsto che non sono considerati depositi "[...] i prestiti in obbligazioni e altri titoli emessi secondo criteri unitari e in grande numero o diritti aventi la medesima funzione ma non incorporati in un titolo (diritti-valori), se al momento dell'offerta i creditori vengono informati, in una delle forme di cui all'articolo 64 capoverso 3 della legge del 15 giugno 2018 sui servizi finanziari, su: (1) il nome, la sede e l'oggetto sociale dell'emittente con una breve descrizione di tale oggetto, (2) il tasso d'interesse, il prezzo di emissione, il termine di sottoscrizione, la data di liberazione, la durata e le condizioni di rimborso, (3) l'ultimo conto annuale e l'ultimo conto di gruppo con la relazione di revisione e, se il bilancio risale a più di sei mesi, le chiusure intermedie dell'emittente e del garante, sempre che siano disponibili, (4) le garanzie costituite, (5) la rappresentanza degli obbligazionisti, se contenuta nelle condizioni di investimento".

Il richiamato art. 64 cpv. 3 LSerFi è quello che detta le regole in tema di prospetto e obbligo di pubblicazione dello stesso in caso di emissione di valori mobiliari. Questo meccanismo, pur essendo più complesso di quella previsto in caso di investitori in numero inferiore a 20 (senza che vi sia offerta al pubblico) e di deroga *sandbox*, permette all'emittente di accedere al finanziamento partecipativo evitando di ricadere nella disciplina autorizzativa bancaria<sup>[42]</sup>.

## B. Il capitale e gli interessi

Come avviene per il contratto di mutuo, nel finanziamento convertibile il datore di prestito si impegna a trasferire alla *start-up* una somma di denaro. Quest'ultima potrà utilizzare la somma ricevuta per finanziare i propri progetti, tanto in un ambito precisato nel contratto (ad es. finanziare la ricerca o lo sviluppo del prodotto) oppure in via generica per alimentare il proprio *business*.

Le somme ricevute dalla società a titolo di prestito dovranno essere contabilmente registrate come "capitale di terzi" e costituiranno, da un punto di vista civilistico, un debito verso terzi che la società dovrà rimborsare. I fondi sono trasferiti dal mutuante alla società simultaneamente alla sottoscrizione del contratto di prestito oppure entro un termine contrattualmente pattuito. A dipendenza delle circostanze è possibile prevedere il raggiungimento di una soglia minima di investimenti affinché i medesimi siano formalizzati. In questo

caso, al momento della sottoscrizione il datore di prestito si assumerà unicamente un impegno ad effettuare il pagamento (*commitment*), giuridicamente un riconoscimento di debito<sup>[43]</sup>, della somma concordata il cui pagamento alla società sarà sottoposto alla condizione sospensiva del raggiungimento del valore soglia prima di diventare efficace (art. 151 CO). In caso di mancato raggiungimento del valore minimo concordato il contratto non diventerà efficace e l'impegno ad effettuare il pagamento verrà meno.

In aggiunta al rimborso del capitale – o come vedremo *infra* la conversione dello stesso – il datore di prestito si aspetta generalmente di ricevere una retribuzione per il prestito effettuato sotto forma di interessi<sup>[44]</sup> che, in caso di conversione, andranno a sommarsi al capitale nella determinazione della portata del credito convertibile. Tasso di interesse e frequenza di pagamento possono essere liberamente determinati dalle parti, nei limiti previsti dalla legge<sup>[45]</sup>.

## C. Il rimborso e la postergazione

L'obbligo di rimborso di capitale e interessi è generalmente previsto (i) a discrezione del datore di prestito alla scadenza del termine (*maturity date*)<sup>[46]</sup> come alternativa alla conversione<sup>[47]</sup> oppure (ii) in via obbligatoria al verificarsi di determinate circostanze quale, ad es., la violazione da parte della società di un impegno o di una garanzia resa in sede di sottoscrizione del contratto (*acceleration clauses* in caso di *events of default*).

Meno frequente, ma comunque possibile, la previsione della facoltà unilaterale della società di decidere di rimborsare il prestito. Quest'ultima possibilità può essere nell'interesse degli azionisti di quelle società che, avendo un *business* che genera molta cassa, vedrebbero come maggiormente conveniente il rimborso di una somma in contanti rispetto alla diluizione della propria partecipazione al capitale determinata dall'ingresso di nuovi azionisti. Dal momento, tuttavia, che una soluzione del genere sarebbe estremamente compromettente per l'investitore, è raro che dette clausole vengano accettate, quanto meno senza l'obbligo di avere il consenso del finanziatore stesso oppure dietro pagamento di una penale.

[43] Il contratto di prestito sottoscritto rappresenta, infatti, un riconoscimento di debito avente come oggetto l'intero importo della somma promessa (per dettagli cfr. AMBRE VEUILLET, in: Stéphane Abbet/Ambre Veillet (a cura di), *La mainlevée de l'opposition*, Commentaire des articles 79 à 84 LP, Berna 2017, art. 82, p. 158).

[44] DU PASQUIER (nota 18), p. 12.

[45] Se previsto, il tasso di interesse è nella prassi compreso tra l'1% e l'8%. Secondo quanto previsto dall'art. 1 cpv. 3 dell'Ordinanza concernente la legge sul credito al consumo (OLCC; RS 221.214.11), è il Dipartimento federale di giustizia e polizia (DFGP) che determina il tasso massimo applicabile per ciascun anno. A decorrere da 1° luglio 2016 questo tasso è stato fissato al 10% (salvo deroghe).

[46] La durata è generalmente determinata e stabilita in un *range* compreso generalmente tra i 6 e i 36 mesi. Non esistono tuttavia limitazioni giuridiche tali da impedire che il prestito sia concesso a tempo indeterminato. In questo caso la dottrina ha eccepito come la qualificazione di "capitale di terzi" diventi flebile a tal punto da svanire e il "capitale di terzi" possa essere quasi qualificato come proprio.

[47] Per cui *infra* cap. IV.C.

[41] DOMINIK LEIMGRUBER/BJÖRN-GUNNAR, *Swhweizer FinTech-Regulierung*, in: Jusletter del 6 novembre 2017, N 24; YVES MAUCHLE, *Die Regulatorische Antwort auf FinTech: Evolution oder Revolution? Eine Verortung aktueller Entwicklungen*, in: SZW/RSDA 6/2017, p. 819.

[42] LARS SCHLICHTING, *Problematiche legate all'accettazione di depositi del pubblico a titolo fiduciario*, in: NRCF 2005, p. 14 ss.; DU PASQUIER (nota 38), p. 565; FAVROD-COUNE (nota 2), p. 524; DURAND AUDREY, *Initial coin offerings et jetons d'investissement*, in: GesKR 1/2019, p. 105; MAURO MINI, *Manuale di diritto finanziario*, Seconda edizione aggiornata e ampliata, Manno 2020, p. 42.

Per quanto concerne il rimborso, a differenza di quanto avviene in caso di ricorso a strumenti di debito, quali ad es. i finanziamenti bancari, il pagamento non è generalmente protetto da alcuna garanzia (*collateral*). In caso di fallimento, quindi, gli importi portati da prestiti convertibili rientreranno, alla pari dei contratti di mutuo *ex art.* 312 ss. CO, in terza classe (*art.* 219 LEF).

Ma vi è di più.

Al fine di scongiurare eventuali rischi portati da eventuali provvisorie crisi di liquidità delle *start-up* – che possono essere relativamente comuni soprattutto nelle prime fasi di vita della società in cui non vi sono ancora entrate di cassa a controbilanciare i costi di gestione e sviluppo del *business* – è prassi diffusa inserire in questi contratti il cd. “accordo di postergazione” ai sensi dell’*art.* 725 cpv. 2 CO. Scopo di tale accordo è far sì che al verificarsi di una crisi di liquidità della società la stessa possa, a seconda della circostanza concreta in cui si trova (temporanea incapacità di far fronte ai propri debiti, fallimento o procedura concorsuale), beneficiare alternativamente di una sospensione dell’obbligo di rimborso oppure di una posticipazione dell’obbligo di rimborso a quando tutti i restanti debiti ad eccezione del capitale proprio saranno stati liquidati (quindi, anche dopo i crediti di terza classe cui *a contrario* apparterebbero).

Questo istituto è di importanza fondamentale per le *start-up* e, in generale, per le società di recente costituzione in quanto permette alle stesse di arginare i rischi di *default* previsti dalla normativa svizzera per il caso di crisi di liquidità delle società. L’*art.* 725 cpv. 1 CO stabilisce, infatti, che “[s]e risulta dall’ultimo bilancio annuale che la metà del capitale azionario e delle riserve legali non è più coperta, il consiglio d’amministrazione convoca immediatamente l’assemblea generale e le propone misure di risanamento”.

La legge non indica espressamente il contenuto delle sopra menzionate misure di risanamento. La prassi, tuttavia, ha individuato vari strumenti quali, in particolare: misure organizzative (dirette a ridurre i costi gestionali, rinegoziazione di determinati contratti, vendita di beni e *asset* al fine di genere liquidità), misure contabili (riduzione del capitale sociale per far fronte alle perdite, svincolo di riserve, rivalutazione di beni), accordi di riorganizzazione del debito (conversione del debito in capitale, accordi di postergazione del credito in misura pari al debito), investimenti diretti (immediatamente attraverso un aumento di capitale ordinario oppure a scadenza attraverso la sottoscrizione di prestiti convertibili)[48].

In aggiunta a quanto sopra, “[s]e esiste fondato timore che la società abbia un’eccedenza di debiti, deve essere allestito un bilancio intermedio soggetto alla verifica di un revisore abilitato. Ove risulti da tale bilancio che i debiti sociali non sono coperti né stimando i beni secondo il valore d’esercizio, né stimandoli secondo il valore di

*alienazione, il consiglio d’amministrazione ne avvisa il giudice, salvo che i creditori della società accettino, per questa insufficienza d’attivo, di essere relegati a un grado inferiore a quello di tutti gli altri creditori della società”* (*art.* 725 cpv. 2 CO).

L’eccedenza di debiti cui fa riferimento la norma è quella che si verifica nel caso in cui gli attivi della società non siano più sufficienti a coprire il capitale di terzi, circostanza che si verifica nel caso in cui i fondi propri di una società sono stati completamente consumati dalle perdite[49]. Nella pratica la situazione di sovraindebitamento[50] si verifica all’occorrenza di una delle seguenti circostanze: (i) perdite maggiori del 100% dei fondi propri, oppure (ii) gli attivi al netto del capitale di terzi risultano inferiori a zero[51].

L’avviso al giudice, preordinato alla liquidazione della società (a meno che la società non sia in grado di dimostrare – pendente il procedimento – un possibile risanamento oppure richieda un accordo con i creditori), può tuttavia essere evitato ove la società abbia concluso, con uno (o più) creditori della società un accordo – cd. di postergazione – per un importo pari (almeno) all’ammontare dell’insufficienza degli attivi[52]. L’accordo di postergazione è un contratto innominato *sui generis* concluso tra il creditore e la società debitrice per il quale, per tutto il periodo in cui la società si trova in una situazione di eccedenza di debiti, il creditore rinuncia all’esigibilità del suo credito e accetta di maniera irrevocabile che in caso di fallimento della società debitrice, il suo credito venga posto in un rango inferiore rispetto a tutti gli altri crediti[53].

In caso di fallimento, in pratica, i crediti postergati potranno essere soddisfatti dopo che la società avrà integralmente saldato tutti gli impegni non postergati, prima unicamente del rimborso del capitale proprio ai propri azionisti. Da qui la definizione che alcuni autori danno ai crediti postergati di fondi “quasi propri”[54].

In caso di concordato, invece, occorrerà distinguere tra l’ipotesi di concordato ordinario da quello per abbandono di attivi. Nel primo caso, i creditori postergati non avranno diritto a ricevere alcun pagamento prima che gli altri creditori siano stati integralmente soddisfatti, nel secondo dovranno

[49] Sentenza TF n. 5A\_950/2015 del 16 aprile 2015 consid. 8.1.

[50] Da precisare sul punto come il sovraindebitamento non coincida con l’insolvenza della società. Si verifica, infatti, insolvenza, nel caso in cui la società non disponga di liquidità sufficiente per pagare i propri debiti esigibili. Il Tribunale federale ha precisato che l’insolvenza presuppone un’incapacità prolungata del debitore di soddisfare i propri creditori (DTF 68 II 177 = JdT 1942 I 565). Il sovraindebitamento, di contro, non determina necessariamente l’insolvenza, a condizione che la società disponga ancora di liquidità sufficiente per far fronte agli impegni dovuti. I due istituti, conseguentemente, non sono necessariamente correlati (per maggiori dettagli cfr. PETER/CAVADINI (nota 48), N 30 *ad art.* 725 CO).

[51] PETER/CAVADINI (nota 48), N34a *ad art.* 725 CO.

[52] PETER/CAVADINI (nota 48), N 43 *ad art.* 725 CO.

[53] FRANÇOIS VOUILLOZ, *Perte de capital, surendettement, ouverture et ajournement de la faillite*, in: ST 4/2004, p. 316.

[54] RITA TRIGO TRINIDADE, *Les pret remplaçant les fonds propres*, in: Benedict Foëx/Luc Thévenoz (a cura di), *Insolvenze, désendettement et redressement, Études réunies en l’honneur de Louis Dallèves*, Basilea 2000, p. 379.

[48] Per un elenco più dettagliato cfr. HENRY PETER/FRANCESCA CAVADINI, in: Pierre Tercier/Marc Amstutz (a cura di), *Commentaire Romand, Code des obligations II*, Basilea 2016, N 28 ss. *ad art.* 725 CO.

essere semplicemente collocati in una classe inferiore supplementare, così come avviene in caso di fallimento. A prescindere da quanto sopra, resta fermo il principio per cui tutti i creditori, quindi anche quelli postergati, hanno il diritto di esprimersi in merito all'omologazione del concordato[55].

Affinché l'accordo sia valido, occorrerà che il medesimo sia, cumulativamente: concesso a tempo indeterminato (o almeno fino a quando la società avrà superato la fase di sovraindebitamento), sia irrevocabile, e sia prestato da un creditore che sia solvibile[56]. Tale contratto non necessita alcuna forma particolare, la forma scritta è però consigliabile in considerazione della portata *erga omnes* della postergazione[57]. Essa può essere originaria, se il prestito viene postergato fin dal principio, o successiva, se la dichiarazione di postergazione è formulata a un momento successivo alla nascita del credito in questione[58].

L'accordo di postergazione nei termini qui descritti è chiaramente un istituto che avvantaggia la società rispetto agli investitori. In caso di *default* della stessa, infatti, è alto il rischio che il datore di prestito non si veda riconosciuto alcun pagamento[59].

La disciplina della postergazione è riconfermata, con minime modifiche, anche nella modifica del 19 giugno 2020 del CO[60].

### D. La conversione

La conversione come alternativa al rimborso (cd. *equity kicker*) può essere obbligatoria o facoltativa. Non essendoci indicazioni normative specifiche sul punto, la decisione di procedere in un senso o nell'altro è generalmente lasciata alla determinazione delle parti, nell'ambito della libertà contrattuale. Nella prassi è abitudine prevedere casi in cui si verifica un obbligo di conversione, ciò avviene generalmente, pendente il termine contrattuale, al verificarsi di una serie di eventi predeterminati ed elencati nel contratto, quali ad es., la cessione della società o la chiusura di un *round* di investimento "qualificato" di un determinato valore con un investitore terzo. Alla scadenza, invece, è generalmente facoltà del creditore

decidere se chiedere la conversione oppure se esigere il rimborso del capitale e degli interessi. Meno frequente, ma comunque possibile, la previsione di meccanismi che stabiliscono l'obbligo di conversione anche alla scadenza.

### 1. L'aumento di capitale

Da un punto di vista pratico la conversione avviene sempre nell'ambito di un aumento di capitale, sia esso ordinario (art. 650 CO), autorizzato (art. 655 ss. CO) o condizionale (art. 653 ss. CO). La scelta di una delle tre forme dovrà essere fatta sulla base delle esigenze della società.

In tutte le fattispecie sopra delineate, la dottrina ha ritenuto possibile applicare prezzi diversi ad investitori diversi, eventualmente con sconti progressivi, anche se la conversione avviene simultaneamente per tutti[61].

L'aumento di capitale ordinario viene in genere utilizzato ogni qualvolta la società sia nella posizione di poter convertire in un'unica soluzione tutti i crediti portati da finanziamenti pendenti. Malgrado, infatti, il termine di tre mesi concesso al Consiglio di Amministrazione (CdA) per attuare l'aumento a decorrere dalla data della delibera dell'Assemblea Generale (AG), la dottrina ha chiarito che detta concretizzazione dovrà obbligatoriamente avvenire in un'unica *tranche*[62]. Sul punto segnaliamo che è in ogni caso ammessa dalla dottrina la possibilità per l'AG di individuare un "montante massimo" di aumento di capitale. Entro detta soglia, il CdA avrà poi la facoltà di concretizzare l'aumento unicamente in misura pari a quanto effettivamente raccolto. Malgrado ciò, tuttavia, il requisito dell'unica *tranche* rimane comunque fermo.

Il vantaggio dell'aumento progressivo è dato dal fatto che il CdA avrà la possibilità di parametrare l'attuazione dell'aumento in base all'importo effettivamente raccolto. In caso di aumento a misura fissa, invece, il mancato raggiungimento dell'importo complessivo dell'aumento determinerebbe l'impossibilità di attuare l'aumento *in toto* e conseguente decadenza della delibera dell'AG, dal momento che, in questo caso, il CdA non avrà la competenza per adattare l'importo deliberato in base a quanto effettivamente raccolto[63].

La seconda tipologia di aumento di capitale è quella dell'aumento autorizzato. In questo caso l'AG ha la facoltà di deliberare un aumento di capitale autorizzando il CdA ad attuarlo entro un termine di due anni (anziché tre mesi) decorrenti dalla data di iscrizione a Registro di Commercio (RC) ed entro un montante massimo predeterminato che, per legge, non può eccedere la metà del capitale azionario esistente (art. 651 cpvv. 1 e 2 CO). Entro i limiti della

[55] CHARLES JAKUES, *Subordination (postposition) et exécution*, in: ST 10/1999, p. 903 ss.

[56] In caso contrario, infatti, potrebbe essere revocato sulla base degli artt. 286 o 288 LEF e non sarebbe, quindi, materialmente irrevocabile (cfr. VOUILLOZ [nota 53], p. 316 s.; BASTONS BULLETTI, *La postposition de la créance selon l'art. 725 al. 2 CO*, in: *Revue Fribourgeoise de Jurisprudence, numéro spécial "RFJ 10 ans", "Le droit en mouvement"*, Friburgo 2002, p. 113; PETER BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, Zurigo 2009, N 801 s. ad § 13).

[57] BÖCKLI (nota 56), N 779 ad § 13; BULLETTI (nota 56), p. 109.

[58] JEAN-LUC CHENAUX/LÖIC PFISTER, *Aspect juridiques juridiques de l'assainissement (cadre, outils, et responsabilité)*, in: *Aspects pratiques du droit de l'entreprise 2010*, p. 157.

[59] Per un'analisi delle misure concesse ai datori di prestito per controbilanciare questo svantaggio cfr. *infra* cap. IV.E circa i "bonus" in sede di conversione.

[60] Il nuovo art. 725b P-CO prevede, infatti, che se sussiste fondato timore che il debito della società non siano più coperti dagli attivi [omissis] "[l]l'avviso al giudice può essere omesso: (1) se determinati creditori della società accettano di concedere una dilazione e di essere retrocessi a un grado posteriore a tutti gli altri creditori per crediti di importo almeno pari all'eccedenza dei debiti, a condizione che la retrocessione si estenda all'importo dovuto e agli interessi maturati durante l'eccedenza dei debiti [...]".

[61] BÖCKLI (nota 56), N 98 ad § 2.

[62] BÖCKLI (nota 56), N 58 ad § 2; GAUDENZ G. ZINDEL/PETER R. ISLER, in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (a cura di), *Basler Kommentar, Obligationenrecht II*, 5ª ed., Basilea 2016, N 3 ad art. 650 CO.

[63] MARIE-NÖELLE ZEN-RUFFINEN/LUCA URBEIN, in: *Tercier/Amstutz* (nota 48), art. 650 CO, p. 405; PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, *Schweizerisches Aktienrecht*, Berna 1996, N 66 ad § 52; HANS CASPAR VON DER CRONE, *Kapitalerhöhungen mit Maximalbetrag*, in: *Reprax 1/2000*, p. 6.



delibera, quindi, il CdA ha la possibilità di eseguire l'aumento, anche in più *tranches*, andando semplicemente di volta in volta a modificare lo statuto al fine di ridurre l'ammontare autorizzato ancora disponibile fino ad esaurimento della forbice (o del termine). Stante la flessibilità della procedura, quindi, l'aumento di capitale autorizzato risulta allo stato il più usato in ambito di conversione di finanziamenti convertibili.

L'aumento di capitale autorizzato, tuttavia, scomparirà dal CO a decorrere dall'entrata in vigore della modifica di legge del 19 giugno 2020 e verrà integralmente sostituito da un nuovo istituto, denominato "margine di variazione del capitale"<sup>[64]</sup>. Il nuovo istituto del "margine di variazione del capitale" consente all'AG di autorizzare il CdA ad aumentare o diminuire il capitale azionario iscritto al RC entro un margine predeterminato per un periodo di cinque anni al massimo<sup>[65]</sup>. Il margine è delimitato verso il basso dal limite inferiore, che non può essere più basso della metà del capitale azionario iscritto nel RC. Verso l'alto, il margine è delimitato dal relativo limite superiore. Questo può corrispondere al massimo a una volta e mezzo il capitale iscritto nel RC. Ogni qualvolta aumenta o riduce il capitale, il CdA sarà tenuto a compiere i necessari accertamenti e a modificare di conseguenza lo statuto<sup>[66]</sup>.

Nella pratica, quindi, l'istituto presenta numerosi punti di contatto con l'attuale disciplina dell'aumento di capitale autorizzato. Ragion per cui il legislatore ha ritenuto superfluo mantenere le norme dettate con particolare riferimento allo stesso che sono state quindi abrogate.

La terza tipologia di aumento di capitale possibile è rappresentata dall'aumento di capitale condizionale. In questo caso "[l]'assemblea generale può decidere un aumento condizionale del capitale accordando nello statuto ai titolari di nuove obbligazioni di prestiti o di obbligazioni similari nei confronti della società o delle società facenti parte del suo gruppo, come pure ai lavoratori, il diritto di acquistare nuove azioni (diritti di conversione o d'opzione)" (art. 653 cpv. 1 CO).

L'elencazione contenuta nell'articolo menzionato in merito ai destinatari della norma è stata ritenuta tassativa. Il termine prestito obbligazionario è stato ritenuto come riferito unicamente al prestito obbligazionario nella concezione tradizionale del termine (art. 1156 ss. CO). Il termine "prestiti o obbligazioni similari", invece, inciso qui maggiormente rilevante, è ambiguo. La dottrina sembrerebbe, tuttavia, esser dell'idea

di includere nella definizione i titoli di credito – incorporati o meno in una carta valore – distribuiti ad una cerchia ristretta di investitori e senza offerta al pubblico<sup>[67]</sup>. Da qui la dottrina sembrerebbe aver riconosciuto l'applicabilità dell'istituto anche ai prestiti convertibili<sup>[68]</sup>.

Prosegue poi l'articolo illustrando che "[l] capitale azionario aumenta senz'altro al momento e nella misura in cui tali diritti di conversione o d'opzione sono esercitati e in cui gli obblighi di conferimento sono adempiuti mediante compensazione o in denaro". Dal momento che l'apporto è effettuato, quindi, il titolare del diritto diventa a tutti gli effetti azionista della società a prescindere dalla consegna del titolo azionario corrispondente o dall'iscrizione nel Registro degli azionisti<sup>[69]</sup>.

A differenza di quanto avviene per l'aumento ordinario e l'aumento autorizzato, l'iscrizione nel RC ha efficacia unicamente dichiarativa<sup>[70]</sup>. Ne consegue che l'aumento del capitale azionario dipende unicamente dalla volontà dei titolari dello strumento convertibile e trova esecuzione per semplice manifestazione unilaterale di volontà del titolare<sup>[71]</sup>.

Questa perdita di controllo da parte della società sul momento di concretizzazione dell'aumento, tuttavia, fa sì che questa forma di aumento di capitale sia usata in via residuale nella pratica nell'ambito dei finanziamenti convertibili. Tanto l'aumento ordinario quanto autorizzato, infatti, si prestano egualmente bene alla gestione della conversione e permettono alla società di mantenere il controllo sulle modalità operative di conversione.

## 2. La rinuncia o la soppressione del diritto di opzione

Fondamentale, inoltre, in sede di delibera di aumento di capitale, a prescindere dalla forma scelta, la gestione del diritto di opzione degli azionisti esistenti. L'art. 652b cpv. 1 CO stabilisce, infatti, che, in caso di emissione di nuove azioni, "[o]gni azionista ha diritto alla parte delle nuove azioni emesse che corrisponde alla sua partecipazione anteriore". Lo scopo della norma è di prevenire un'eventuale diluizione involontaria delle partecipazioni pre-aumento di capitale degli azionisti esistenti e, quindi, preservare la loro antecedente partecipazione agli utili e alla formazione della volontà sociale<sup>[72]</sup>. Se, tuttavia, tutti gli azionisti che ne hanno diritto esercitassero integralmente il proprio diritto di opzione non vi sarebbe più spazio per l'ingresso di terzi nella compagine sociale. Ne consegue che, in un contesto di conversione di prestiti convertibili, occorrerà valutare come gestire la limitazione (o l'esclusione) della partecipazione degli azionisti esistenti all'operazione.

[64] RU 2020 4005.

[65] Nei limiti stabiliti dall'autorizzazione dell'AG e delle disposizioni di legge, il CdA può, secondo l'art. 653u cpv. 1, aumentare e ridurre il capitale azionario. Secondo l'esempio riportato nel Messaggio concernente la modifica del Codice delle obbligazioni (Diritto della società anonima), n. 16.077, del 23 novembre 2016, in: FF 2017 325, <https://www.fedlex.admin.ch/eli/fga/2017/112/it> (consultato il 15.07.2021) (cit.: Messaggio del 23 novembre 2016), p. 441, quindi, se sono previsti un limite massimo e un limite minimo del margine di variazione del capitale, rispettivamente di fr. 600'000 e fr. 200'000 e, al momento dell'introduzione del margine di variazione del capitale, il capitale azionario iscritto nel RC è pari a fr. 400'000, il CdA è dunque libero di portare il capitale a fr. 500'000, per poi ridurlo a fr. 200'000 e riportarlo nuovamente a fr. 600'000.

[66] Messaggio del 23 novembre 2016 (nota 65), p. 441.

[67] ZINDEL/ISLER (nota 62), N 20 ad art. 653 CO.

[68] BARTHOLD (nota 26), p. 229. Ogni dubbio sul punto verrà definitivamente meno al momento dell'entrata in vigore della modifica del CO del 19 giugno 2020 con cui il legislatore ha cristallizzato l'estendibilità dello strumento a terzi creditori della società (per dettagli cfr. ZEN-RUFFINEN/URBEN [nota 63] p. 475).

[69] BÖCKLI (nota 56), N 179 ad § 2.

[70] FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (nota 53), N 306 ad § 52.

[71] ZEN-RUFFINEN/URBEN (nota 63), p. 474.

[72] BÖCKLI (nota 56), N 273 ad § 2.

In primis, da segnalare che esiste sempre la facoltà di ciascun azionista di rinunciare al proprio diritto ad esercitare l'opzione per convenzione[73]. Più complesso il caso in cui non vi fosse l'intenzione degli azionisti di rinunciare all'opzione. In questo caso, infatti, andrebbe a crearsi una situazione di conflitto che potrebbe ostacolare l'esecuzione dell'aumento di capitale a favore dei datori di prestito.

Per prevenire questa eventualità, l'art. 653b cpv. 2 CO, prevede che "[l]a deliberazione dell'assemblea generale di aumentare il capitale azionario può sopprimere il diritto d'opzione soltanto per gravi motivi. Sono gravi motivi segnatamente l'assunzione di imprese o parti d'impresa o partecipazioni, nonché la compartecipazione dei lavoratori. Nessuno dev'essere avvantaggiato o svantaggiato in modo incongruo dalla soppressione del diritto d'opzione".

L'AG (oppure il CdA nel caso in cui la decisione sia stata allo stesso delegata nell'ambito di un aumento di capitale autorizzato[74]) dovrà valutare la sussistenza dei gravi motivi caso per caso[75] sulla base di una valutazione delle circostanze della situazione concreta[76] e degli interessi in gioco[77].

La norma in commento non menziona espressamente la conversione di prestiti. Ciononostante, la dottrina è intervenuta precisando che l'elenco non è tassativo e che in ambito di conversione di finanziamento convertibile mezzanino, i menzionati giusti motivi possono essere ritenuti presunti[78]. Nell'ambito quindi, delle operazioni di conversione di finanziamenti convertibili, sarà possibile per l'AG, oppure per il CdA, procedere alla soppressione dell'opzione per giusti motivi. Al fine di rispettare il requisito della parità di trattamento di tutti gli azionisti[79], tuttavia, sarà necessario che la decisione si estenda indistintamente a tutti gli azionisti precedenti che non sono anche sottoscrittori di un prestito convertibile.

[73] OLIVIER BLOCH, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, 2ª ed., Zurigo 2011, p. 339, che cita proprio come circostanza in cui ciò abitualmente avviene la possibilità di consentire ad un nuovo investitore di entrare nella compagine sociale.

[74] La delega, infatti, non è possibile nell'ambito dell'aumento di capitale ordinario e dovrà, conseguentemente, essere contenuta nella decisione dell'AG (sul punto si veda DTF 121 III 219, consid. 1d = JTF 1996 I 162). Per la possibilità, invece, di delegare la decisione in caso di aumento di capitale autorizzato si veda DTF 121 III 219 = JdT 196 I 162; DTF 117 II 290 = JdT 1992 I 318.

[75] I "giusti motivi" sono un caso di applicazione dell'art. 4 del Codice civile (CC; RS 210) il quale prevede che "[i]l giudice è tenuto a decidere secondo il diritto e l'equità quando la legge si rimette al suo prudente criterio o fa dipendere la decisione dall'apprezzamento delle circostanze, o da motivi gravi".

[76] Cfr. DTF 121 III 219 = JdT 196 I 162; DTF 117 II 290 = JdT 1992 I 318; BÖCKLI (nota 56), N 291 ad § 2.

[77] PAUL-HENRI STEINAUER, *Le Titre préliminaire du Code civil*, vol. II/1, Basilea 2009, N 430.

[78] ZINDEL/ISLER (nota 62), N 20 ad art. 652b CO; ZEN-RUFFINEN/URBEN (nota 63), p. 435; BARTHOLD (nota 26), p. 229. Per completezza segnaliamo come la legge preveda unicamente un obbligo in carico all'organo deliberante di precisare che è intervenuta una soppressione per gravi motivi. Non sussiste, di contro, un onere di dettagliare in concreto le ragioni sottese alla decisione che saranno, peraltro, esenti da verifica da parte del RC. Eventuali contestazioni in merito alla sussistenza dei gravi motivi, quindi, potranno essere eccepite unicamente dagli altri azionisti utilizzando gli strumenti loro riservati dalla legge.

[79] ZEN-RUFFINEN/URBEN (nota 63), p. 434.

La disciplina sostanziale in tema di diritto di opzione non è stata modificata nell'ambito della modifica del CO del 19 giugno 2020 che ha toccato questo articolo solo marginalmente.

### 3. La specie dei conferimenti e la concretizzazione dell'aumento

L'attuale formulazione del CO prevede cinque forme di liberazione dell'aumento di capitale[80]: mediante conferimento in denaro (art. 633), conferimento in natura (artt. 634 e 642 CO), assunzione di beni (artt. 628 cpv. 2 e 635 cpv. 1 CO), conversione di capitale proprio (art. 652d CO) oppure conversione di capitale di terzi (artt. 635 n. 2 e 652e cpv. 1 n. 2 CO).

In ambito di conversione di prestiti portati da finanziamenti convertibili, la liberazione avviene sempre in via di conversione di capitale di terzi[81]. Come accennato, infatti, il prestito ricevuto dalla società in forza di un finanziamento convertibile, deve essere contabilizzato come "capitale di terzi" e, quindi, risulterà come un debito salvo poi passare, al momento della conversione, da "capitale di terzi" a "capitale proprio"[82]. In particolare, la disciplina attuale, prevede quanto segue in caso di compensazione di crediti.

Ai sensi di quanto disposto dall'art. 652e cpv. 1 n. 3 CO "[i]l consiglio d'amministrazione dà in una relazione scritta ragguagli su: [...] l'esistenza del debito e la sua compensabilità". In questo caso il CdA dovrà dar conto dell'esistenza del credito che si porta in compensazione e quindi del debito della società verso il creditore[83]. La dottrina ha chiarito sul punto che la liberazione dovrà avvenire al valore nominale del credito, anche nel caso in cui tra il momento della nascita dello stesso e il momento della compensazione è intervenuta una difficoltà finanziaria della società. La valutazione del credito non deve essere giustificata da un valore intrinseco corrispondente al montante liberato tramite la stessa né è un elemento del quale il CdA deve render conto all'interno della propria relazione[84].

Successivamente, in conformità a quanto disposto dall'art. 652f cpv. 1 CO "[u]n revisore abilitato verifica la relazione sull'aumento del capitale e attesta per scritto che è completa e conforme alla realtà"[85]. La disciplina attuale del conferimento tramite compensazione di credito differisce da quella dettata in tema di conferimenti in natura. Ai sensi dell'art. 628 cpv. 1

[80] Cfr. art. 652c CO secondo cui "[...] i conferimenti sono effettuati secondo le norme applicabili in caso di costituzione".

[81] BARTHOLD (nota 26), p. 228.

[82] BARTHOLD (nota 26), p. 228.

[83] ZEN-RUFFINEN/URBEN (nota 63), p. 454.

[84] FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (nota 53), N 122 ad § 52; ZINDEL/ISLER (nota 62), N 3 ad art. 652c CO; RICO A. CAMPONOVO, *Aktienkapitalerhöhung durch Verrechnungslieferung*, in: ST 10/1999, p. 885 ss; JEAN NICOLAS DRUEY, *Liberierung durch Verrechnung. muss die Gegenforderung werthaltig sein?*, in: Hans von der Crone/Peter Forstmoser/Rolf H. Weber/Roger Zäch (a cura di), *Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts: Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag*, Zurigo 2004, p. 285.

[85] Da un punto di vista pratico, al fine di predisporre questo documento, il revisore necessiterà anche di verificare gli estratti conto della società al fine di poter avere evidenza dell'effettiva entrata, sui conti correnti sociali, della somma di cui si accerta il credito-debito.

e 2 CO, applicabile su richiamo dell'art. 652c CO, secondo cui "salvo disposizione contraria della legge, i conferimenti sono effettuati secondo le norme applicabili in caso di costituzione", infatti: "qualora un azionista conferisca una quota in natura, lo statuto deve indicare l'oggetto e la stima di questo conferimento come pure il nome del conferente e le azioni che gli sono attribuite".

Inoltre, ai sensi dell'art. 635 CO, mentre in caso di compensazione di crediti i promotori devono dare ragguagli unicamente su "l'esistenza del debito e la sua compensabilità", in caso di conferimenti in natura i ragguagli devono essere su "la specie e lo stato dei conferimenti in natura o dei beni da assumere e l'adeguatezza della loro stima". In entrambi i casi, poi, "un revisore abilitato verifica la relazione sulla costituzione e attesta per scritto che è completa e conforme alla realtà" (art. 652f cpv. 1 CO).

In aggiunta, ex art. 642 CO, "[l]l'oggetto dei conferimenti in natura e le azioni emesse quale corrispettivo, l'oggetto dell'assunzione di beni e la controprestazione della società [...] devono essere iscritti nel registro di commercio". Non esiste, invece, un obbligo corrispondente in tema di compensazione.

Le procedure, quindi, differiscono per (i) l'obbligo di dare atto dell'adeguatezza della stima del bene conferito e (ii) la necessità di dare pubblicità al conferimento tramite menzione nello statuto.

La distinzione è importante da menzionare in questo contesto in quanto il legislatore, con la modifica del CO del 19 giugno 2020, è intervenuto drasticamente sulla disciplina dell'aumento di capitale attraverso compensazione di crediti andando ad assimilare la procedura di concretizzazione a quanto previsto in sede di liberazione in natura, con la sola eccezione dell'obbligo di indicare una stima del credito (per cui resterà fermo il riferimento attuale alla "[e]sistenza del debito e la sua compensabilità" di cui all'art. 652e cpv. 1, n.2).

Il nuovo art. 634a cpv. 3 P-CO, in particolare, prevede che "[l]o statuto deve indicare l'importo del credito da compensare, il nome dell'azionista e le azioni che gli sono attribuite. L'assemblea generale può abrogare le disposizioni statutarie dopo dieci anni".

Secondo il diritto vigente, invece, come accennato, la liberazione per compensazione, a differenza di quella mediante conferimento in natura, non deve essere menzionata nello statuto.

Il legislatore, come illustrato nel Messaggio del 23 novembre 2016, ha ritenuto tale incongruenza senza motivo d'essere dal momento che i terzi possono già ora prendere conoscenza della compensazione di un credito dal RC (art. 45 cpv. 2 lett. c dell'Ordinanza sul registro di commercio [ORC; RS 221.411]) e possono anche consultare la relazione sulla costituzione o la relazione sull'aumento di capitale depositate presso il RC. Non è stato, quindi, ritenuto sussistente motivo alcuno per mantenere una regola sulla pubblicità diversa da quella applicabile ai conferimenti in natura<sup>[86]</sup>.

### E. Il prezzo di emissione, il discount e il maximum valuation cap

Abbiamo visto *supra* che, generalmente, nell'ambito di una procedura di aumento di capitale, la determinazione del prezzo di emissione delle nuove partecipazioni è di competenza dell'AG, oppure, in caso di delega, del CdA. Nulla vieta, tuttavia, che detta decisione in merito al prezzo non sia presa *ex novo* in sede di delibera. È prassi, infatti, che l'accordo sul prezzo di emissione sia già esistente al momento dell'aumento e che il medesimo sia contenuto in un diverso accordo tra le parti coinvolte cui gli organi preposti faranno riferimento.

In caso di *convertible loans*, ad es., è prassi stabilire nel contratto di finanziamento tanto (i) il prezzo di sottoscrizione dei titoli da emettere al momento della conversione (in misura fissa o attraverso l'indicazione di una formula per determinarlo), così come (ii) la tipologia di titoli (per cui *supra*).

In questo paragrafo approfondiremo la tematica "prezzo" di sottoscrizione dei titoli. Come accennato nei capitoli precedenti, gli investitori che decidono di investire in una *start-up* attraverso uno strumento convertibile assumono generalmente un numero consistente di rischi. Al fine, quindi, di incentivare la partecipazione sarà necessario prevedere una serie di misure destinate a controbilanciare i rischi economici assunti.

Ciò che avviene generalmente nella pratica è il riconoscimento a questi investitori di un "bonus" rispetto agli investitori che interverranno successivamente e che si presenta generalmente in due forme, alternative o cumulabili: uno sconto percentuale sul prezzo per azione che dovesse essere pagato da un investitore terzo oppure l'applicazione del cd. *valuation cap*<sup>[87]</sup>.

Senza lo sconto o il *cap*, infatti, la conversione in partecipazioni della società avverrebbe allo stesso prezzo pagato dall'investitore che entra successivamente (ad es. in caso di conversione obbligatoria al verificarsi di un investimento qualificato) oppure sulla base di una valutazione della società al *fair market value* e il rischio assunto dall'investitore che contribuisce in una fase iniziale della società non verrebbe in alcun modo ricompensato.

Da un punto di vista tecnico, lo sconto altro non è che una riduzione percentuale pre-concordata sul prezzo per azione che verrà pagato da un investitore terzo. Ad es., se una società ha concesso ad un investitore uno sconto del 20% e nel corso di un *round* qualificato dovesse essere concordato un prezzo per azione a fr. 1, il creditore in forza di un *convertible loan*, in sede di conversione, pagherà la sua azione unicamente fr. 0,80.

Il *cap*, di contro, è un istituto che permette alla parte che ne beneficia di convertire il proprio credito ad un prezzo

<sup>[87]</sup> Per tutte le considerazioni e gli esempi di cui *infra* su sconto e *cap* cfr. CLIFFORD DEGROOT/STEVEN DAVIS, *What is a valuation cap?*, in: *startup law blog*, 2020, p. 1 ss.

<sup>[86]</sup> Messaggio del 23 novembre 2016 (nota 65), p. 420.

determinato, anziché sulla base della valutazione di mercato della società, sulla base di una valutazione predeterminata. Ipotizziamo, a titolo esemplificativo, un contratto di finanziamento convertibile che prevede: (i) un finanziamento convertibile per un importo di fr. 100'000 con un interesse annuo dell'8%, (ii) un *cap* nella valutazione della società a 5 mio. di fr., (iii) un obbligo di conversione in caso di – e contestualmente a – un investimento qualificato pari ad almeno 1 mio. di fr. Sei mesi dopo la sottoscrizione del *convertible loan*, la *start-up* trova un accordo con un investitore terzo disposto ad investire 2 mio. di fr. nella società, a cui viene attribuita una valutazione *pre-money* di 8 mio. di fr. Di seguito una tabella che riassume lo scenario che si verificherebbe.

**Tabella 1:** Scenario in base all'esempio ipotizzato

Azionisti	Azioni Ordinarie	Totale	Percentuale di partecipazione
Fondatore 1	3'000'000	3'000'000	60,00%
Fondatore 2	2'000'000	2'000'000	40,00%
Investitore Convertible Loan	-		0,00%
Investitore "qualificato"	-		0,00%
<b>Totale</b>	<b>5'000'000</b>		<b>100,00%</b>

Azioni Ordinarie	Azioni di Classe A	Totale	Percentuale di partecipazione
3'000'000	-	3'000'000	47,21%
2'000'000	-	2'000'000	31,48%
	104'000	104'000	1,64%
	1'250'000	1'250'000	19,67%
<b>5'000'000</b>	<b>1'354'000</b>	<b>6'354'000</b>	<b>100,00%</b>

In pratica quello che è avvenuto si può illustrare come segue: dopo sei mesi, il finanziamento aveva generato un interesse pari a fr. 4'000 (era l'8% annuo). Il finanziatore, quindi, vantava un credito complessivo verso la società di fr. 104'000 (capitale più interessi). Per la sua partecipazione era stato concordato un *cap pre-money* di 5 mio. di fr. Se dividiamo il valore concordato per il totale di azioni emesse prima della conversione (5 mio.) otteniamo un prezzo unitario per azione pari a fr. 1. L'investitore, quindi, avrà diritto a 104'000 azioni (fr. 104'000 diviso per il prezzo unitario di fr. 1). Di contro, il prezzo pagato per le azioni da parte dell'investitore qualificato sarà determinato dividendo la valutazione *pre-money* concordata di 8 mio. di fr. per il numero di azioni emesse prima della conversione (5 mio.) e risulterà, quindi, pari a fr. 1,60 per azione. L'investimento di 2 mio. di fr., quindi, ad un prezzo unitario per azione di fr. 1,60, darà diritto ad un numero complessivo di azioni pari a 1'250'000.

Dall'esempio sopra riportato emerge chiaramente il beneficio ottenuto dall'investitore che ha partecipato all'operazione tramite *convertible loan*. Il prezzo per azione, infatti, è di ben fr. 0,60 inferiore rispetto a quanto corrisposto dall'investitore "qualificato"<sup>[88]</sup>.

Se in questo esempio anziché esserci stato un *cap* ci fosse stato uno sconto del 20% sul prezzo concordato dall'investitore "qualificato", come nell'esempio precedente, l'investitore tramite *convertible loan* avrebbe pagato per ciascuna azione un prezzo pari a fr. 1,28 avendo diritto così a 81'250 azioni anziché 104'000.

Quanto sopra esposto serve ad illustrare le ragioni per cui abitualmente gli investitori spingono per avere sia uno sconto che un *cap*. Ma qual è in questo contesto la posizione dei fondatori?

La negoziazione di uno sconto, o soprattutto di un *cap*, è generalmente problematico per i fondatori. Abbiamo visto infatti che uno dei vantaggi principali dei finanziamenti convertibili è la possibilità di posticipare la determinazione del valore della società ad un momento successivo, evitando così non solo un rischio di valutazione "basso", ma risparmiando parimenti tempo e risorse. Ciononostante, l'eventuale rinuncia all'inserimento di un *cap* (o di uno sconto) potrebbe spingere l'investitore a tirarsi indietro oppure a richiedere l'assegnazione di una quota di capitale (partecipazione) contestualmente al versamento della somma concordata. Se così fosse, come accennato *supra*, ci si troverebbe nella situazione definita *pure equity*, oppure di scambio simultaneo tra investimento e partecipazione che è generalmente sconsigliata nelle fasi iniziali di vita di una società, perché rischierebbe di determinare una diluizione eccessiva della partecipazione dei fondatori.

In via esemplificativa, potremmo prefigurare una situazione di questo tipo sulla scia dell'esempio precedente: investimento di fr. 100'000 in una società la cui valutazione *pre-money* al momento dell'investimento è di 1 mio. di fr. Ipotizzando sempre lo stesso numero di azioni (5 mio.) il prezzo per azione che l'investitore dovrebbe pagare sarebbe pari a fr. 0,20; l'investitore avrebbe quindi diritto, per lo stesso importo (al

<sup>[88]</sup> L'esempio più celebre che dimostra l'efficienza della previsione di un *maximum evaluation cap* per l'investitore tramite finanziamento convertibile è dato dal caso Facebook. Il sig. Peter Thiel, nel 2004, aveva sottoscritto un prestito convertibile per un importo di USD 500'000 con un interesse al 2% in Facebook accordandosi per un *cap* nella valutazione della società di USD 5'000'000. Nel 2005, Facebook ha raccolto USD 12'700'000 in un *round* di Serie A con una valutazione di USD 100'000'000 (valutazione drasticamente più alta del *cap* a USD 5'000'000 negoziato da Peter Thiel). L'investimento di Peter Thiel dopo un anno, considerando anche il 2% di interessi, era passato a valere da USD 500'000 a USD 510'000. Al momento della conversione dell'investitore qualificato, beneficiando del suo *cap* a USD 5'000'000, Peter Thiel ha ottenuto una partecipazione del 10,2% in cambio di un investimento di 500'000. Il fatto che Facebook fosse di fatto valutata USD 100'000'000 ha fatto sì che il finanziamento convertibile di Peter Thiel di USD 500'000 assumesse in un anno un valore, di fatto, pari a USD 10'200'000 (per dettagli cfr. <https://fundersclub.com/learn/guides/understanding-startup-investments/understanding-convertible-notes> [consultato il 15.07.2021]).

netto degli interessi) ad un numero di azioni pari a 500'000. La differenza rispetto alle 104'000 azioni dell'esempio sul *cap* e alle 81'250 azioni dell'esempio sullo sconto è evidente e si commenta da sé.

Se bilanciamo le varie circostanze, quindi, possiamo concludere che l'inserimento di queste previsioni possa essere considerato un cd. *win-win*. Sia gli investitori che i soci fondatori, infatti, potranno trarre beneficio da questo sistema di determinazione del prezzo. I primi in quanto beneficeranno di un trattamento più favorevole rispetto agli investitori successivi che parteciperanno attraverso un investimento di *pure equity* e fondatori perché potranno beneficiare di una diluizione inferiore del proprio capitale nella società.

### V. Conclusioni

Stante la flessibilità dello strumento, il finanziamento convertibile è ideale per finanziare le imprese nella fase iniziale di sviluppo portando vantaggi per tutte le parti coinvolte: i soci fondatori, i datori di prestito e, anche la società stessa.

*In primis*, abbiamo detto, per gli azionisti esistenti.

Mentre, infatti, con l'aumento di capitale tradizionale le partecipazioni dell'emittente di nuova emissione vengono assegnate all'investitore contestualmente al versamento della somma pattuita nelle casse della società, con conseguente diluizione simultanea della partecipazione degli azionisti esistenti, attraverso lo strumento del *convertible loan* la società ha la possibilità di ricevere immediatamente l'importo concordato, ma di posticipare la conversione dello stesso a capitale ad un momento successivo. In aggiunta, questo strumento permette, come visto, di posticipare la valutazione *pre-money* della società che riceve il prestito ad un momento successivo a quello della sottoscrizione del contratto e della messa a disposizione della società delle somme prestate. Questa posticipazione permette alla società di avere un lasso temporale ulteriore per sviluppare il proprio *business* e consolidare la propria posizione sul mercato andando così ad incrementare il proprio valore *pre-money* permettendo ai fondatori di cedere, per il medesimo contributo finanziario, una percentuale inferiore della propria partecipazione nell'impresa.

Inoltre, abbiamo visto come non sia prassi rilasciare garanzie a salvaguardia del rimborso della somma mutuata, ma anzi sia comune includere nel contratto di finanziamento le cd. clausole di postergazione, che, posticipando o postergando il rimborso della somma a debito, permettono alla società di gestire con un certo margine di flessibilità anche le crisi di liquidità in cui, stante l'instabilità iniziale del *business*, le società di recente costituzione possono trovarsi.

*In secundis*, per i finanziatori.

Per quanto, infatti, un investimento nella prime fasi di vita di una società possa presentare dei rischi maggiori per i finanziatori, quali, a titolo esemplificativo, il rischio che il prodotto non abbia successo sul mercato o che la tecnologia inizialmente innovativa diventi rapidamente obsoleta, che possono,

in ultima istanza, determinare un rischio considerevole di perdere tutto o parte dell'investimento, è prassi riconoscere ai "primi finanziatori", oltre alla tradizionale retribuzione sotto forma di interessi, un "*bonus*" rispetto agli investitori che si presenteranno successivamente (nella forma dello sconto come alternativa o in abbinato al cd. *valuation cap*).

Infine, il finanziamento convertibile presenta anche dei vantaggi per la società stessa.

Le procedure di aumento di capitale, infatti, richiedono almeno due delibere da formalizzarsi con atto pubblico davanti al notaio: una dell'AG e una di attuazione da parte del CdA, oltre che la predisposizione ed esecuzione di vari documenti ancillari quali, ad es., le schede di sottoscrizione. In caso di liberazione in denaro, inoltre, la somma destinata all'aumento di capitale deve essere depositata presso una banca, e potrà essere svincolata unicamente una volta che l'aumento di capitale sarà stato iscritto a RC. La procedura, quindi, al di là delle tempistiche, si presenta come generalmente dispendiosa. Ove si procedesse, quindi, ad un aumento di capitale ogni qual volta che un investitore fa il suo ingresso nella compagine sociale, i costi per la *start-up* aumenterebbero considerevolmente.

Attraverso il *convertible loan*, invece, la società può permettersi di accumulare una serie di posizioni da convertire e di procedere in un'unica soluzione riducendo così drasticamente i costi procedurali. Da quanto sin qui esposto emerge come lo strumento del finanziamento convertibile, per le caratteristiche che lo contraddistinguono, si presenti come un'eccellente soluzione di compromesso tra il ricorso al capitale di terzi (*debt*) e proprio (*equity*) nelle loro forme più pure.