

CLAUSOLE ANTI-DILUITIVE

CRCCD
VENTURE
NEWS

CAPPELLI RIOLO
CALDERARO CRISOSTOMO
DEL DIN & PARTNERS



Studio Legale

CRCCD  Venture

INTRODUZIONE



Chi decide di investire nell'*equity* di una *start-up* presuppone che la valutazione della società salga nel tempo.

Ma non è automatico: il rischio dei cd. **down round** è sempre dietro l'angolo.



Come si può proteggere?

Con le **clausole anti-dilutive** che tipicamente sono presenti sin dal *term sheet* dell'operazione.

A COSA SERVONO LE CLAUSOLE ANTI-DILUITIVE?

Proteggono l'investitore dal rischio di diluizione del suo investimento nella *start-up*

QUANDO?

Nel contesto dei cd. *down round*. Si tratta degli aumenti di capitale della *start-up* successivi a quello di ingresso dell'investitore protetto, proposti con un prezzo di emissione di nuove quote sulla base di una valorizzazione inferiore rispetto a quella dell'investimento dell'investitore del *round* precedente

IN TUTTI I CASI?

Tipicamente non si applicano le clausole antidilutive negli aumenti di capitale obbligatori per legge, quelli in attuazione *stock option plan*, quelli emessi a seguito di fusione in luogo di denaro contante

COME OPERANO LE CLAUSOLE ANTI-DILUITIVE?

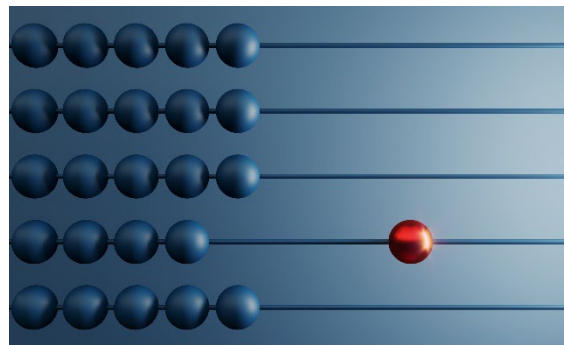
Si attribuiscono un certo quantitativo di quote all'investitore protetto a titolo gratuito o a fronte di pagamento di un ammontare minimale per compensare l'effetto diluitivo subito.



Il pregiudizio della diluizione viene trasferito in tutto o in parte a carico degli altri soci diversi dall'investitore protetto dalla clausola antidiluitiva.

COME DETERMINARE IL NUMERO DI QUOTE DA ASSEGNARE ALL'INVESTITORE PROTETTO?

Esistono due principali **meccanismi di calcolo**



Metodo **full ratchet**
(incremento pieno)

metodo
weighted average
(media ponderata)

IL METODO FULL RATCHET

Principio:

Al socio protetto sono attribuite un numero aggiuntivo di quote tale da fargli ottenere quella maggiore partecipazione nel capitale sociale che avrebbe ottenuto se la valorizzazione *pre-money* (sulla cui base è stato deliberato l'aumento di capitale da lui sottoscritto) fosse stata corrispondente alla valutazione alla *pre-money* **più bassa** posta alla base del *down round*.

Esempio:

Prezzo di sottoscrizione delle quote del *round* di aumento del capitale dell'investitore protetto: 10 euro ciascuna.

Prezzo di sottoscrizione delle quote del *down round*: 5 euro ciascuna.

L'investitore protetto che ha acquistato 1000 quote a 10 euro ciascuna grazie alla clausola Full Ratchet può beneficiare di ulteriori 1000 quote (gratuitamente o a valore simbolico) adeguando il suo prezzo di acquisto a 5 euro.

IL METODO WEIGHTED AVERAGE

Principio:

Al socio protetto sono attribuite un numero di quote tale da fargli ottenere quella maggiore partecipazione che avrebbe ottenuto se la valorizzazione *pre-money* (sulla cui base è stato deliberato l'aumento di capitale da lui sottoscritto) fosse stata corrispondente alla media ponderata tra (i) tale valutazione *pre-money* e (ii) la valutazione alla base del *down round*.

Il sistema *weighted average* si distingue in narrow-based (dove si tiene conto solo delle quote già emesse e in circolazione) e broad based (dove si tiene conto anche di diritti di opzione e conversioni esistenti ma non ancora esercitati).

Esempio:

$$\text{New Conversion Price} = \frac{\text{Old Conversion Price} \times (\text{Outstanding Shares Before Financing} + \frac{\text{Consideration Received}}{\text{New Price Per Share}})}{\text{Outstanding Shares Before Financing} + \text{New Shares Issued}}$$

Dove:

Old Conversion Price: il Prezzo di sottoscrizione dell'aumento di capitale di ingresso dell'investitore

Outstanding Shares Before Financing: il numero di azioni/quote esistenti prima del nuovo round

Consideration Received: l'ammontare del down round

New Price per Share: il Prezzo per azione/quote del down round

New Shares Issued: il numero di azioni/quote emesse con il down round

COME ATTRIBUIRE LEGALMENTE LE PROTEZIONI ANTIDILUITIVE



Il **diritto alla protezione anti-diluitiva**, ove si voglia inserirlo come diritto statutario, può:

- costituire un “**diritto diverso**” che connota una categoria di azioni o di quote ai sensi degli artt. 2348 c.c. o 26, comma 2, d.l. 179/2012 o che si aggiunge ad altri diritti diversi della categoria “protetta”;
- oppure, nelle sole S.r.l., consistere in un “**diritto particolare**” del socio ai sensi dell’art. 2468, comma 3, c.c.

Flash News curata dal **focus team venture capital**: crccd_venture@crccdlex.com

CRCCD Venture è un *focus team* interdisciplinare dedicato al *venture capital* e alle imprese attive nel mondo dell'innovazione. Assistiamo investitori e/o *founders* nei *round* di investimento di *start up*, *scale up*, PMI innovative dalla fase *pre-seed* fino alla fase *growth* e all'*exit*. Lavoriamo inoltre con programmi di accelerazione e di *open innovation*. Siamo attivi nella promozione di momenti di formazione, *workshop* e *mentoring* a servizio di vari operatori del sistema dell'innovazione.