



CONFINDUSTRIA
VENETO EST

Area Metropolitana
Venezia Padova Rovigo Treviso

Gli strumenti finanziari partecipativi.

La «terza via» ibrida fra capitale e debito.

**Avv. Alessio Vianello – MDA Studio Legale e Tributario
vianello@mdavvocati.it**

Il contesto «finanziario» dell'impresa oggi

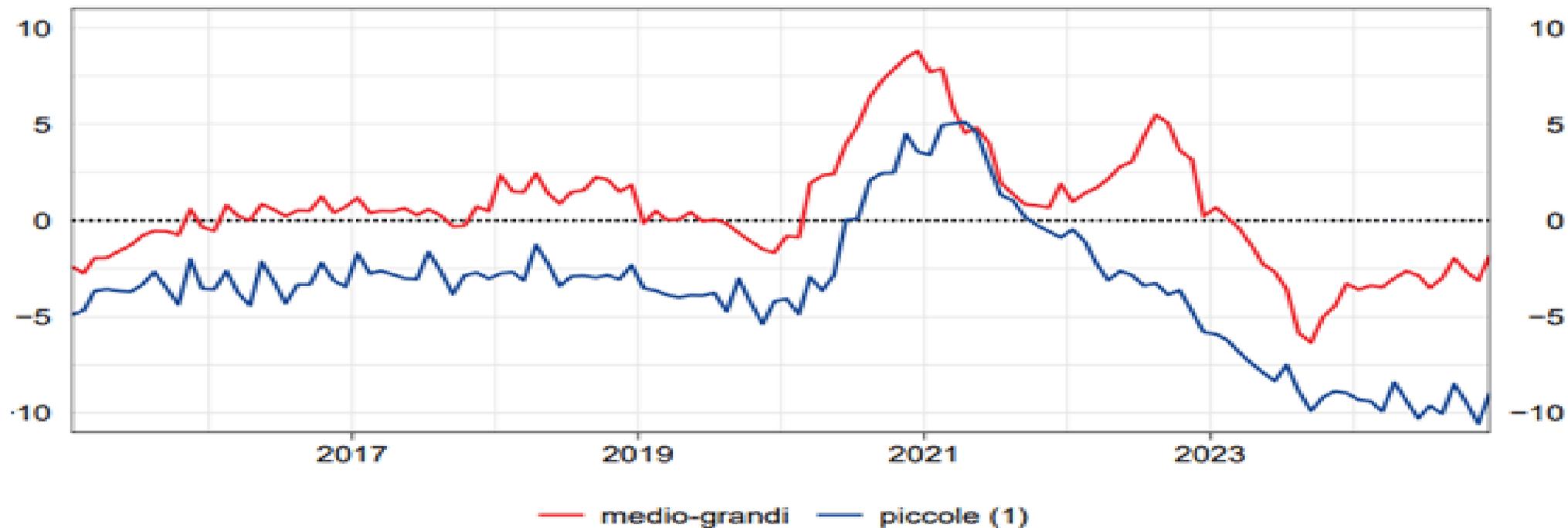
Nel corso degli ultimi anni le banche italiane hanno ridotto drasticamente i prestiti alle imprese

Dal 2011 a oggi, **in termini nominali**, i prestiti bancari alle aziende si sono ridotti di oltre un terzo: da più di 900 miliardi di euro a circa 600 miliardi. La contrazione è stata, ovviamente, ben più forte in termini reali se teniamo conto dei fenomeni inflattivi

La stretta riguarda negli ultimi anni soprattutto le imprese più piccole.



Grafico esplicativo



Le forme alternative di finanziamento

Una forma alternativa al debito (sub specie di obbligazioni o finanziamenti soci) e all'equity (capitale di rischio che viene iniettato in società) è rappresentata **dagli strumenti finanziari partecipativi**, «strumenti flessibili che permettono un più agevole reperimento di risorse finanziarie non solo da parte dei soci ma anche di terzi estranei alla compagine sociale, creando canali di finanziamento nuovi ed alternativi al tradizionale sistema bancario.»

1. La società raccoglie fondi da terzi investitori senza diluire il capitale.
2. Il patrimonio netto viene arricchito.
3. Il rimborso non è garantito come un debito ma dipende dall'andamento economico della società emittente.
4. Il titolare di SFP esercita un potere di controllo sulla società.



SFP e le W dei giornalisti inglesi

WHAT (Cosa sono gli SFP)

La disciplina codicistica degli strumenti finanziari partecipativi è piuttosto «scarna» residuando così ampio margine all'autonomia delle parti nella determinazione delle caratteristiche dello strumento

Art.
2346
C.C.

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



WHAT (Cosa sono gli SFP)

Elementi essenziali

- Apporto di soci o di terzi di danaro, di opera o servizi (anche non conferibili in SPA)
- Titolarità di diritti patrimoniali e/o diritti amministrativi
- Non attribuiscono lo Status di socio
- Gli strumenti finanziari partecipativi possono essere sia negoziabili sia non negoziabili, a discrezione dello statuto che, nel primo caso, ne detterà anche la disciplina di circolazione.
- Il regime di circolazione è generalmente equiparato a quello delle azioni (circolano con il consenso del titolare e la società prende atto del loro trasferimento, salva la prelazione, il gradimento o altre limitazioni).
- Possono essere convertibili in capitale



WHAT (Tipologie di SFP)

Debito

- Il titolare degli SFP di debito è creditore della Società;
- Secondo CNM Massima n. 164, «in mancanza di diritti patrimoniali di natura partecipativa (*principalmente: diritto all'utile, diritto alla distribuzione delle riserve, diritto al riparto del residuo attivo di liquidazione*) la qualificazione in termini di s.f.p. richiede la presenza di diritti amministrativi di natura «partecipativa» analoghi a quelli spettanti alle azioni (*come ad esempio il diritto di nominare un componente degli organi di amministrazione e/o di controllo, ai sensi dell'art. 2351, comma 5, c.c.*), difettando i. quali lo strumento è ragionevolmente da qualificarsi come obbligazionario».
- Trattandosi di diritti di credito, la remunerazione non è legata al conseguimento di utili da parte della società.



WHAT (Tipologie)

SFP – Equity Like

Il titolare degli SFP concorre al rischio di impresa e in sede di liquidazione il “rimborso” dell’apporto effettuato a fronte della liberazione degli SFP è subordinato al pagamento dei debiti.

Si pone quindi il tema dell’incidenza delle perdite sulla riserva SFP e sulla sopravvivenza degli SFP in caso di perdite



WHAT (Tipologia)

SFP – Equity Like e Incidenza delle perdite

Secondo la regola degli «strati del netto», in caso di perdite la riserva SFP deve essere erosa prima del capitale sociale.

Fermo tale limite, rispetto alle altre riserve:

a) si ritiene generalmente ammissibile prevedere che la riserva SFP sia intaccata dalle perdite solo dopo che tutte le altre riserve (comprese quelle indisponibili) siano state erose. **Si v. Consiglio Notarile di Firenze (Massima 69/2018), che applica la tesi per cui la perdita potrà cominciare ad incidere sulla riserva ‘targata’ solo dopo che la riserva legale sia esaurita con l’impiego della copertura delle perdite;**

b) si riscontra tuttavia un orientamento minoritario (v. Trib. Napoli. Rg 31414/2015 del 24 febbraio 2016) secondo cui, poiché la riserva SFP è una riserva «statutaria», l’erosione della stessa deve necessariamente precedere quella della riserva legale (oltre che del capitale sociale) in quanto diversamente sarebbe sacrificato il principio per cui è precluso ai soci di incidere su una voce di patrimonio netto «*sino a quando esistono parti di netto meno vincolate o non vincolate*».



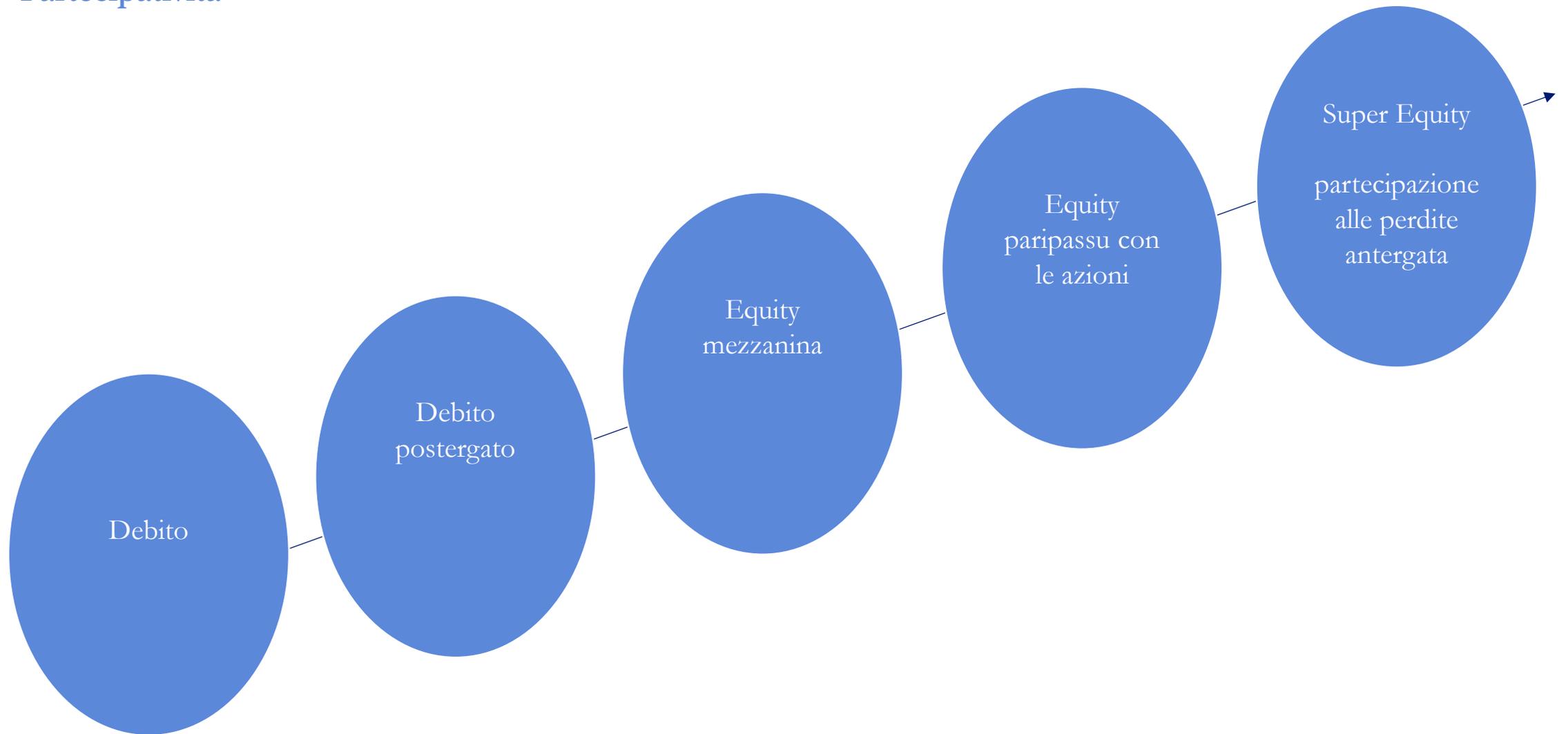
WHAT (Cosa sono gli SFP)

SFP – Equity
Like ed
erosione
della riserva
SFP

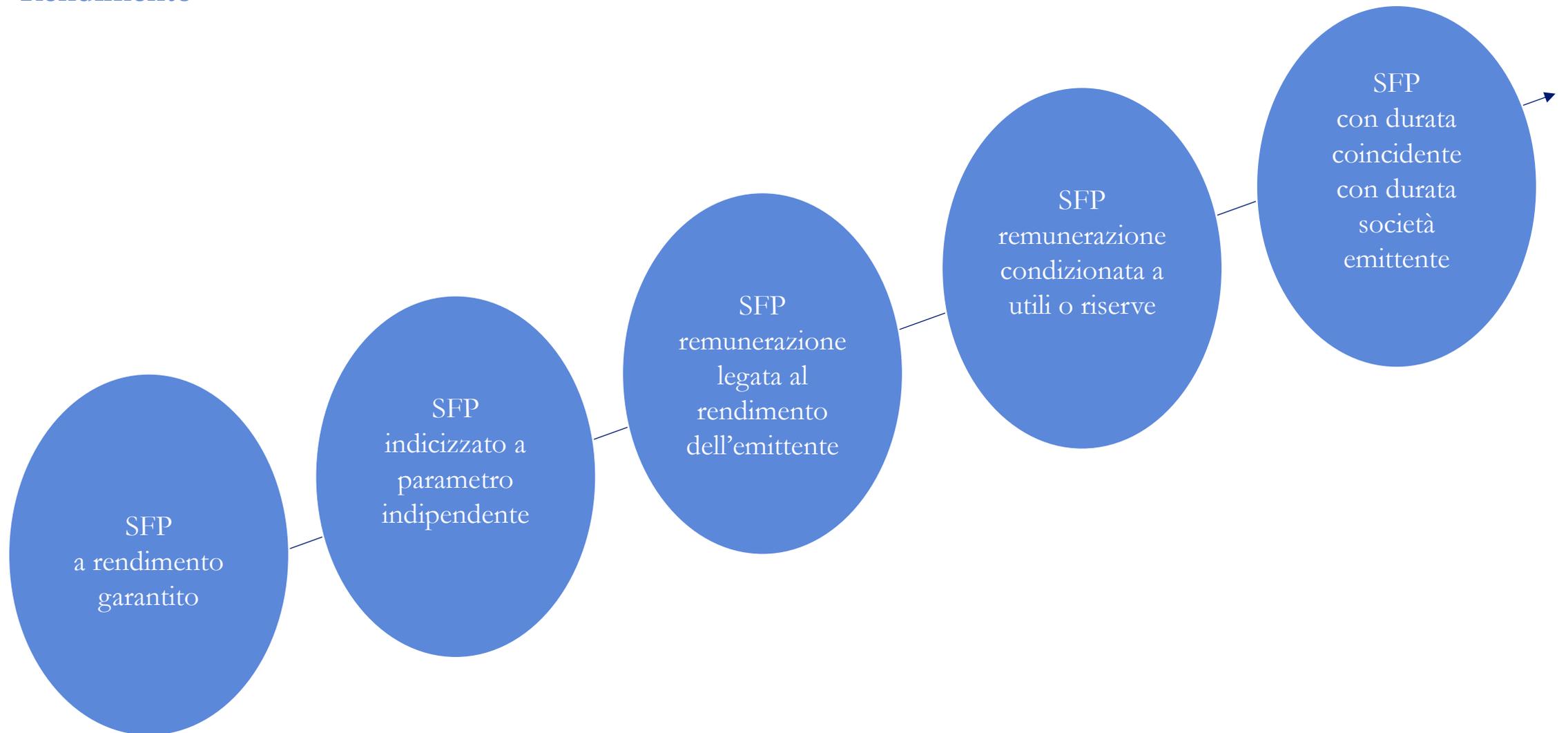
È possibile prevedere in statuto che l'erosione della riserva SFP non determini automaticamente un corrispondente e proporzionale annullamento degli SFP e l'estinzione dei diritti patrimoniali e amministrativi attribuiti ai loro titolari i quali, quindi, possono continuare a sopravvivere anche in caso di azzeramento della riserva SFP (Massima CNF n. 69/2018).



Partecipatività



Rendimento



Diritti



WHEN (Quando utilizzare gli SFP)

Crescita

- Sia nella forma equity-like che nella forma del debito assistono la Pmi nel perseguimento di un Business Plan tendenzialmente condiviso con l'Investitore
- Attrazione di investitori (fondi di private equity, club deal, family office)



WHEN (Quando utilizzare gli SFP)

Crisi

Ad esempio in operazioni di ristrutturazione del debito o in presenza di una situazione di crisi o disequilibrio economico o finanziario quando:

- la società debitrice che presenta un indebitamento bancario non sostenibile e/o è sottocapitalizzata;
- è prevista la sottoscrizione da parte delle banche creditrici di SFP da liberarsi mediante **compensazione** con i crediti da queste vantati nei confronti della società debitrice(1);
- l'apporto viene contabilizzato in apposita **riserva targata di patrimonio netto**;
- gli SFP prevedono l'attribuzione alle banche creditrici di **diritti patrimoniali e/o amministrativi**.

È una soluzione per certi versi «mediana» rispetto a: **(i)** lo stralcio dei crediti e **(ii)** la «conversione» dei crediti in azioni.



WHEN (Quando utilizzare gli SFP)

Dipendenti
o
consulenti

L'azienda perseguendo essenzialmente finalità di fidelizzazione dei dipendenti e/o consulenti potrebbe emettere SFP a favore di questi ultimi;

I limiti al trasferimento e le possibili cause di decadenza o riscatto saranno disciplinati alla luce della peculiare rapporto di lavoro in essere con il dipendente di volta in volta coinvolto.

Riconoscimento di diritti patrimoniali ancorato al risultato economico della società emittente.

Riconoscimento di diritti patrimoniali ancorato al raggiungimento di determinati obiettivi personali.

Estinzione (con riscatto) automatica in caso di violazione di determinati requisiti (cessazione rapporto di dipendente, violazione di non concorrenza, mancato raggiungimento di obiettivi personali per più di due anni).



WHEN (Quando utilizzare gli SFP)

Partecipazione ad un singolo affare

In luogo di strumenti tradizionali quali la costituzione di apposite società controllate, *joint venture*, associazione in partecipazione, *project financing*, prestiti obbligazionari la Società potrà emettere strumenti di partecipazione al singolo affare

Delle obbligazioni sociali contratte per realizzare lo specifico affare risponde **solo** il patrimonio ad esso destinato, con esclusione, ovviamente, del (restante) patrimonio sociale.

Di converso, il patrimonio destinato allo specifico affare **non risponde** delle obbligazioni della società, contratte nell'esercizio delle altre attività sociali.



WHY (Con quale finalità usare gli SFP)

Finalità degli SFP nelle intenzioni del legislatore:

- favorire il ricorso al mercato del capitale di rischio in forma molto flessibile, dal momento che la disciplina di tali strumenti è rimessa alle parti, seppur entro i confini delle norme inderogabili di diritto societario;
- accompagnare la società in un'auspicata fase di crescita.

Maggiore
utilità con la
convertibilità
in Equity



WHY (Con quale finalità usare gli SFP)

Nella prassi lo strumento si dimostra particolarmente utile quando l'investitore sta «alla porta», diventando socio solo con la conversione al verificarsi di un evento di conversione che certifica il successo della *partnership*.

Maggiore
utilità con la
convertibilità
in Equity



WHY (Con quale finalità usare gli SFP)

L' **Evento di liquidità** che determina la conversione potrebbe essere rappresentato da:

Cambio di controllo/vendita
della società

Cessione di asset

Quotazione della società

Conversione a scadenza
(«maturity»)



WHO (Chi può emettere gli SFP?)

S.p.a.

S.r.l.
Innovative
e Start-Up



WHO (Chi può emettere gli SFP?)

S.r.l. PMI non Start-UP
e non innovative?

- (1) Da un lato, vi è chi ha ritenuto che si tratti di un mero difetto di coordinamento legislativo di tal che la possibilità di emettere SFP dovrebbe essere riconosciuta a tutte le s.r.l. PMI;
- (2) Dall'altro lato, vi è chi, all'opposto, ha sostenuto un'interpretazione letterale e restrittiva, secondo la quale **tale possibilità sarebbe preclusa alle s.r.l. PMI non start up né innovative.**

Registriamo tale divisione anche nella prassi notarile



WHO (Chi può emettere gli SFP?)

A fronte di tale – attuale – incertezza del perimetro applicativo dell'istituto nelle società a responsabilità limitata una PMI non innovativa potrebbe valutare:

A) **Acquisizione requisiti della PMI innovativa** che non sono particolarmente stringenti:

- (i) residenza in Italia, o in altro Paese dello Spazio Economico Europeo ma con sede produttiva o filiale in Italia;
- (ii) ha effettuato la certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato; a
- (iii) non è quotata in un mercato regolamentato;
- (iv) non è contestualmente iscritta alla sezione speciale delle startup innovative.

Infine, una PMI è innovativa se rispetta almeno 2 dei seguenti 3 requisiti:

- (i) ha sostenuto spese in R&S e innovazione pari ad almeno il 3% del maggiore valore tra fatturato e costo della produzione**
- (ii) impiega personale altamente qualificato (almeno 1/5 dottori di ricerca, dottorandi o ricercatori, oppure almeno 1/3 con laurea magistrale);**
- (iii) è titolare, depositaria o licenziataria di almeno un brevetto o titolare di un software registrato.**



WHO (Chi può emettere gli SFP?)

A fronte di tale – attuale – incertezza del perimetro applicativo dell'istituto nelle società a responsabilità limitata una PMI non innovativa potrebbe:

B) **Emettere Categorie di Quote**, specialmente se la finalità perseguita è quella del coinvolgimento dei dipendenti (la facoltà di emettere “categorie di quote” inizialmente era concessa alle sole s.r.l. start up innovative ed è stata successivamente estesa a tutte le s.r.l. PMI in forza del d.l. 50/2017)

C) **Deliberare la Trasformazione in S.P.A.**



WHERE (Quali atti societari sono necessari per emettere e disciplinare gli SFP?)

Oggetto della decisione	Organo Deputato
Istituzione di una o più categorie di SFP e approvazione delle relative clausole statutarie (o del regolamento SFP)	Assemblea straordinaria
Decisione di emissione	Assemblea straordinaria Organo amministrativo a determinate condizioni



WHERE (Quali atti societari sono necessari?)

Il Regolamento SFP e lo Statuto normalmente disciplinano il contenuto dei diritti amministrativi e patrimoniali dello strumento.



WHICH (quali diritti attribuiscono gli SFP)

Diritti amministrativi

(Nomina di un
amministratore e/o
sindaco)

Secondo la Massima CNM n. 168, lo statuto e il regolamento SFP possono liberamente disciplinare le concrete modalità di esercizio del diritto dei titolari di nominare un amministratore e/o un sindaco.

- 1) **nomina diretta** da parte dell'assemblea dei titolari di SFP, destinata ad assumere efficacia al momento dell'accettazione della carica, con sua diretta pubblicità nel Registro delle Imprese;
- 2) **designazione** da parte dell'assemblea dei titolari di SFP di soggetto che l'assemblea degli azionisti nominerà alla carica;
- 3) **Nomina da parte dell'assemblea degli azionisti con efficacia subordinata all'approvazione** da parte dell'assemblea dei titolari di SFP;



WHICH (quali diritti attribuiscono gli SFP)

Diritti amministrativi (altri diritti)

- Diritto di consultazione (es. in sede di redazione del bilancio)
- Diritto di controllo (diritto di impugnazione di delibere assembleari o di denuncia di gravi irregolarità ex. art. 2409 c.c.)
- Diritto di designare figure dirigenziali (in ragione dell'interesse dei finanziatori)
- Diritti di informazione
- Diritto di intervento in assemblea (a scopo informativo)
- Diritto di intervento in CDA (a scopo informativo)
- Diritto di opzione in relazione all'emissione di altri strumenti finanziari
- Diritto di chiedere report al CDA



WHICH (quali diritti attribuiscono gli SFP)

Diritti amministrativi (diritti di voto)

- I titolari di SFP possono essere titolari di diritto di voto su "argomenti specifici" (non hanno diritto di voto generale in assemblea).
- Lo Statuto determina il "peso" del voto spettante ai portatori di SFP
- Gli "argomenti specificamente indicati" sono:
 - 1) la nomina di componenti degli organi sociali
 - 2) l'approvazione di deliberazioni adottate dall'assemblea degli azionisti (solo quelle per le quali – come approvazione di bilancio – non è consentita la previsione di maggioranza più elevata rispetto a quella fissata per legge)
 - 3) l'autorizzazione al compimento di determinati atti da parte degli amministratori (anche se lo statuto non prevede l'autorizzazione assembleare)
 - 4) modifiche statutarie che incidono sui diritti degli SFP
 - 5) approvazione di operazioni straordinarie che pregiudicano i portatori di SFP



WHICH (Quali diritti attribuiscono gli SFP)

Diritti patrimoniali

Diritto alla distribuzione degli utili o riserve (in presenza di utile distribuibile)

Diritto a percepire un rendimento in misura fissa o variabile (con un tetto)

Diritto al riparto dell'attivo di liquidazione



MDA

STUDIO LEGALE E TRIBUTARIO

Grazie per l'attenzione



CONFINDUSTRIA
VENETO EST

Area Metropolitana
Venezia Padova Rovigo Treviso

Gli strumenti finanziari partecipativi.

La «terza via» ibrida fra capitale e debito.

Aspetti finanziari

Paolo Masotti – Adacta Advisory

p.masotti@adacta.it

Caratteristiche principali

Strumenti finanziari base

Strumenti partecipativi

Azioni con diritti specifici

Mezzanino

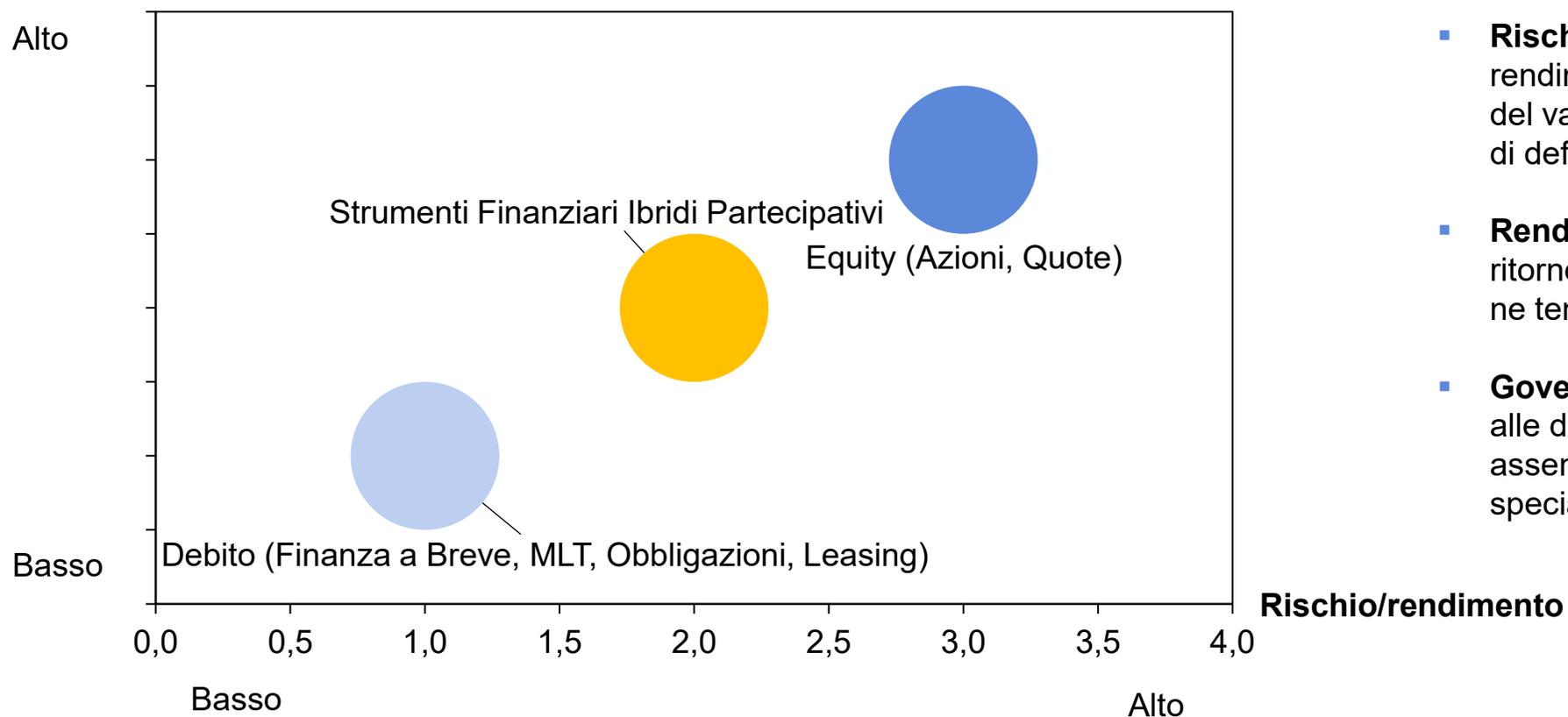
Debito convertibile, Kiss e Safe

Applicazione Pratica

Gli strumenti finanziari partecipativi sono forme di 'finanziamento' dell'impresa che si posizionano tra il debito e l'equity

Diagramma Rischio/governo

Diritti di governance



- **Rischio** = variabilità del rendimento/ rischio di perdita del valore del capitale in caso di default
- **Rendimento** = valore % del ritorno dell'investimento medio nel tempo
- **Governance** = partecipazioni alle decisioni (diritti in assemblea soci, altri diritti speciali)

Gli SFP sono una vasta categoria di contratti finanziari ‘personalizzabili’ tra socio e stakeholder (finanziatore, collaboratore,..) alternativi ad azioni o obbligazione/debito per rafforzare la struttura finanziaria e/o incentivare l'apporto dello stakeholder

Macro classi di strumenti per obiettivo: strumenti che permettono di

Rafforzare la struttura
finanziaria

Incentivare e remunerare
l'apporto di diversi tipi di
stakeholder

Soggetti interessati

- Azionisti vs **Enti Finanziatori atipici**

- Azionisti vs **Collaboratori (Manager, professional, Dipendenti...)**

Funzione principale

- Attrarre finanza e capitale in **situazioni speciali** (acquisizioni, grandi investimenti, stress finanziario)

- Incentivare il raggiungimento degli obiettivi legandoli a **performance attese rilevanti**

Impatto temporale

- **Sono apporto di capitale vero e proprio** (=finanza)

- **Non sono apporto di capitale finanziario in senso stretto**, ma posticipano una diluizione del capitale

**Il quadro normativo è flessibile e gli operatori finanziari e la prassi legale hanno sviluppato una vasta gamma di strumenti (=contratti) per adattare le soluzioni ai contesti specifici.
Gran parte degli SPF si creano introducendo meccanismi assimilabili alle Opzioni o attraverso la valorizzazione di diritti specifici**

Macro caratteristiche degli strumenti base: esempi di strumenti

Rafforzare la struttura finanziaria

- Azioni con diritti specifici
- Mezzanino
- Debito convertibile

Incentivare e remunerare l'apporto di diversi tipi di stakeholder

- Stock options
- Work for equity
- Kiss/Safe

Agenda

Caratteristiche principali

Strumenti finanziari base

Strumenti partecipativi

Azioni con diritti specifici

Mezzanino

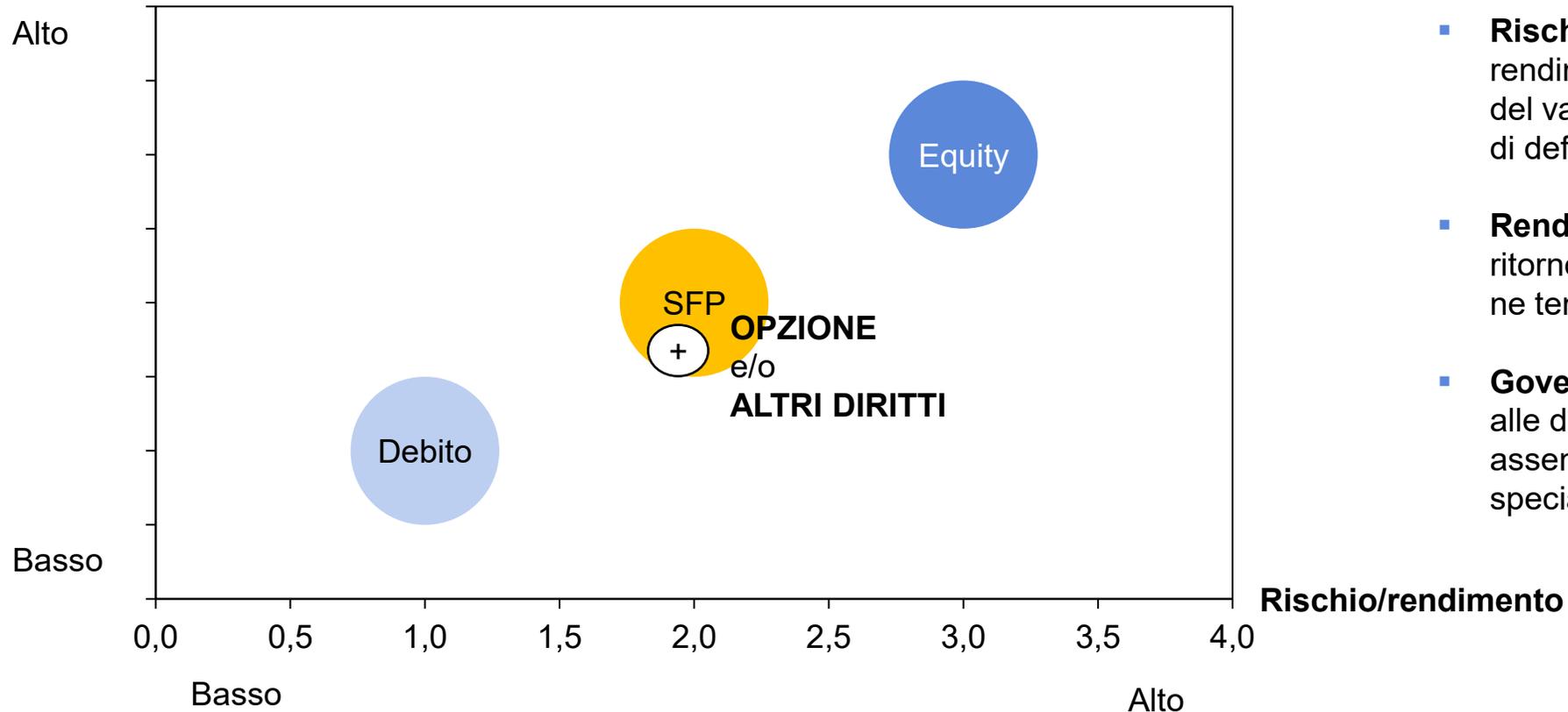
Debito convertibile, Kiss e Safe

Applicazione Pratica

Per creare strumenti ibridi i contratti di SPF includono opzioni finanziarie e/o diritti specifici

Diagramma Rischio/governo

Diritti di governance



- **Rischio** = variabilità del rendimento/ rischio di perdita del valore del capitale in caso di default
- **Rendimento** = valore % del ritorno dell'investimento medio nel tempo
- **Governance** = partecipazioni alle decisioni (diritti in assemblea soci, altri diritti speciali)

Le caratteristiche rilevanti dei tra i profili dei tre strumenti sono l'impegno di capitale, il rischio/rendimento atteso.

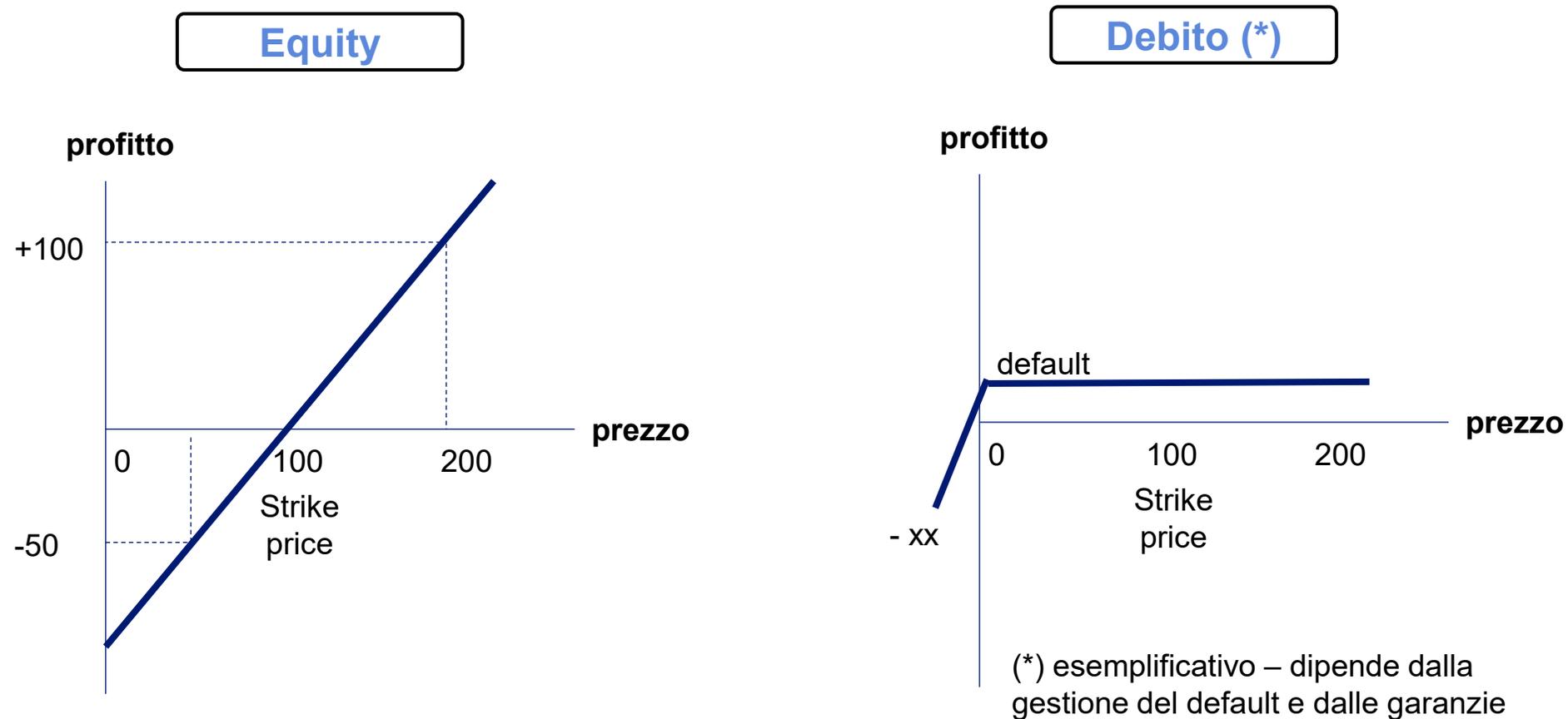
Macro classi di strumenti per obiettivo: esempi

Prospettiva finanziaria

<u>Caratteristiche</u>	Equity	Debito	Opzione
Impegno del capitale ⊕	Elevato	Elevato	Molto limitato
Protezione in caso di underperformance ⊕	Bassa	Alto (escluso il default)	Call = 0; Put = Alto
Guadagno in caso di overperformance ⊖	Alto	Basso	Call = Alto; Put = Basso
Profilo rischio- rendimento =	Alto rischio / attese di rendimento alto	Basso rischio/ attese di rendimento basso	A seconda della combinazione: 1.Alto rischio/rendimento 2.Protezione

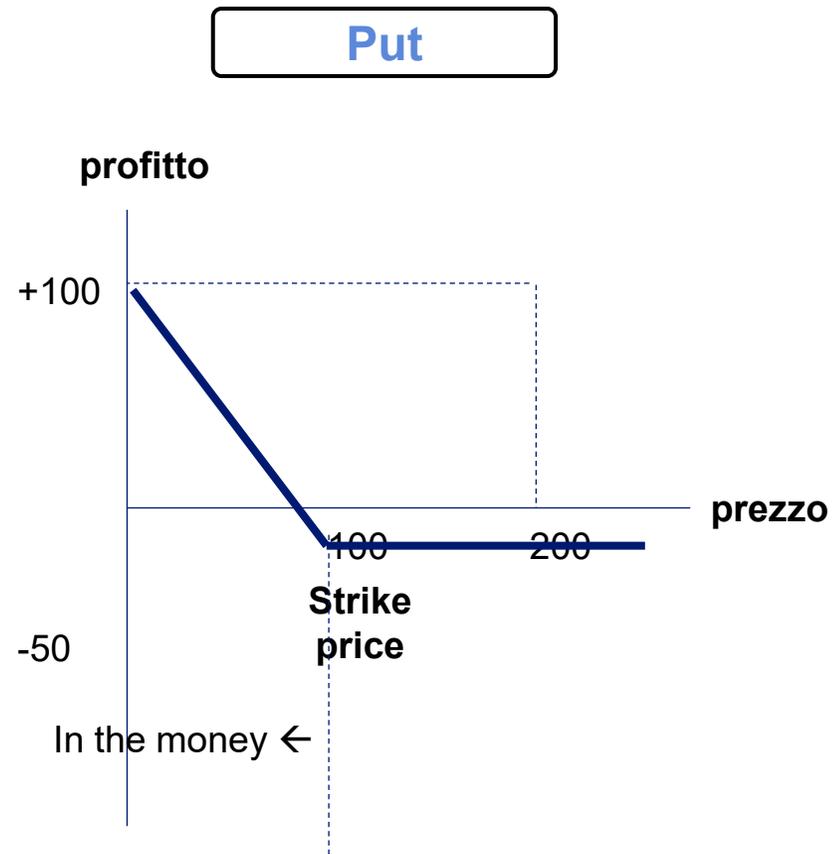
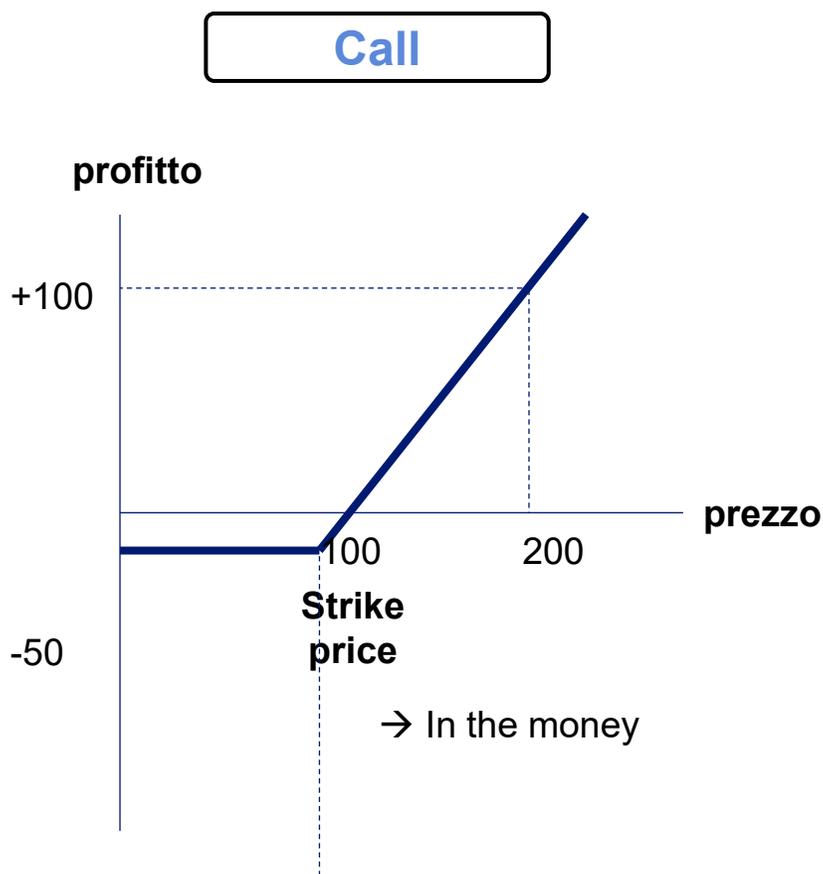
Un po' di teoria finanziaria: digramma prezzo – profitto degli strumenti finanziari

Diagramma Prezzo – Profitto di uno strumento finanziario



Un po' di teoria finanziaria: digramma prezzo – profitto delle opzioni

Diagramma Prezzo – Profitto di uno strumento finanziario



Da cosa dipende il prezzo (valore) di una opzione



- È la differenza tra il prezzo del **sottostante e lo strike**
(È il “valore che avresti se esercitassi subito”)
(call contrario di put)
- **Più tempo manca alla scadenza, più l’opzione vale** (più possibilità che diventi “in the money”)
- Più il titolo è variabile, maggiore è la probabilità di guadagni estremi → l’opzione costa di più.
- Un tasso più alto
→ rende le call più care (perché differisci il pagamento dello strike)
→ put meno care
- La possibilità di distribuzione dividendi riduce il valore dell’opzione call, mentre le put valgono di più

Agenda

Caratteristiche principali

Strumenti finanziari base

Strumenti partecipativi

Azioni con diritti specifici

Mezzanino

Debito convertibile, Kiss e Safe

Applicazione Pratica

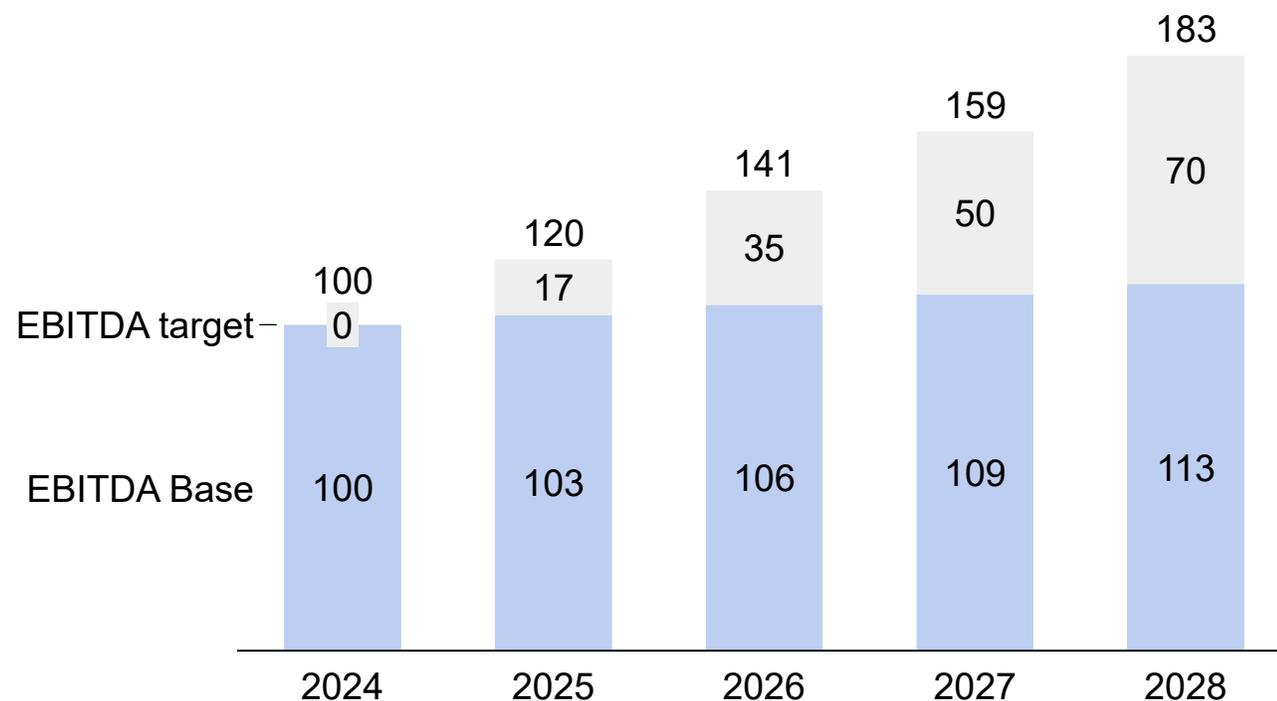
Esempio: una azienda a proprietà familiare vuole incentivare il proprio management su un piano ambizioso di crescita e aumento del valore

Esempio

Struttura del piano di stock option

- **Beneficiari:** 6 manager chiave (direttore generale, CFO, responsabile commerciale, R&D, HR, operations).
- **Numero di opzioni assegnate:** corrispondenti al 10% del Capitale
- **Prezzo di esercizio (strike):** pari al valore attuale stimato delle azioni = $\text{EBITDA 2024} \times 7 - \text{PFN}$
- **Periodo di maturazione (vesting):** 4 anni, con condizione di permanenza in azienda
- **Condizione di performance:**
 - Le opzioni sono esercitabili se $\text{EBITDA 2029} > \text{dell'EBITDA 2024 composto al } + 3\%$
 - Prezzo di valorizzazione = $\text{EBITDA 2029} \times 7 - \text{PFN}$

Scenari di esercizio di una stock option



SCENARI

- **Negativo** = EBITDA target nel 2028 < base
(out of the money)
- **Positivo** = $70 \times 7 = 490 * 10\% = 49$ di valore delle stock options
(in the money)

Le stock option sono un meccanismo ibrido che raggiunge diversi benefici, pur rimanendo punti di attenzione

Esempio

Benefici

- **Per l'azienda/proprietà:**
 - Retention dei manager chiave.
 - Allineamento interessi → i manager guadagnano solo se cresce il valore.
 - Non eroga subito liquidità (incentivo "equity based").
- **Per i manager:**
 - Partecipano alla crescita come co-investitori.
 - Upside potenzialmente significativo.
 - Incentivo reputazionale (diventano stakeholder, non solo dipendenti).

Punti di attenzione

- Normalizzazione EBITDA
- Contesto di valutazione (teorica vs di mercato)
- Liquidabilità
- Fiscalità

Differenza tra stock option e 'work for equity'

<u>Caratteristiche</u>	Stock option	Work for equity
Natura	diritto di acquistare azioni della società a un prezzo prefissato (strike) entro una certa data	remunerare fornitori, collaboratori o consulenti esterni con strumenti di partecipazione (azioni, quote o strumenti partecipativi) invece di denaro.
Beneficiari	manager, dirigenti e figure chiave interne.	consulenti esterni, sviluppatori, advisor , che lavorano su progetti innovativi
Finalità	incentivare e trattenere talenti, allineando i loro interessi a quelli degli azionisti.	ridurre il fabbisogno di cassa della società, pagando in equity anziché in liquidità.
Rischio/rendimento	Il beneficiario deve pagare lo strike per diventare azionista → quindi “investe” sul futuro dell’azienda	il beneficiario non investe denaro , ma riceve quote/azioni in cambio del proprio lavoro → scommette sul valore futuro
Governance	diventa socio solo se esercita le opzioni e acquista le azioni.	può ottenere subito diritti patrimoniali e, se previsto, anche diritti amministrativi.

Agenda

Caratteristiche principali

Strumenti finanziari base

Strumenti partecipativi

Azioni con diritti specifici

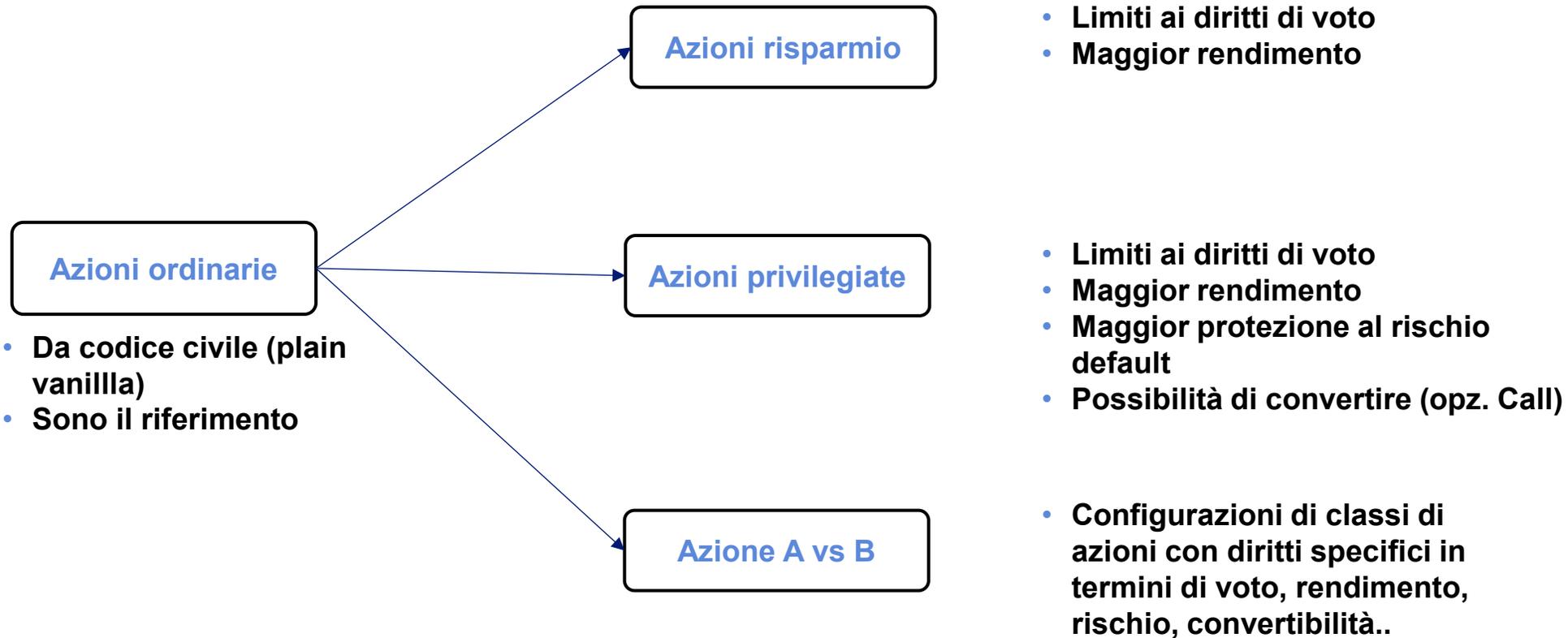
Mezzanino

Debito convertibile, Kiss e Safe

Applicazione Pratica

Le azioni con diritti speciali si differenziano dalle ordinarie per rendimento, diritti di voto, protezione. Servono per attrarre investitori (finanziari) con profili di rischio diversi o attese diverse (voto, rendimento, exit ...)

Azioni con diritti speciali di voto



Agenda

Caratteristiche principali

Strumenti finanziari base

Strumenti partecipativi

Azioni con diritti specifici

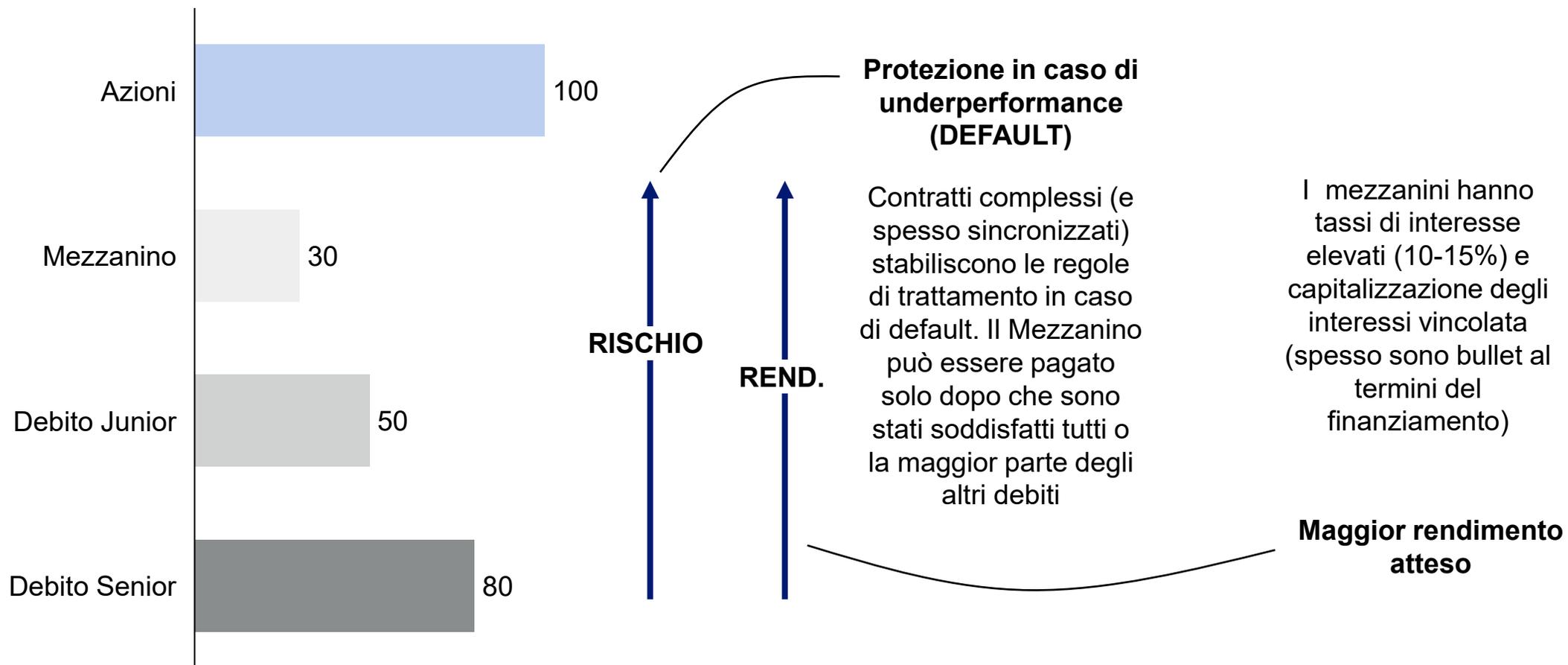
Mezzanino

Debito convertibile, Kiss e Safe

Applicazione Pratica

Il mezzanino è una forma di debito subordinato quasi equity

Classi di debito (seniority)



Agenda

Caratteristiche principali

Strumenti finanziari base

Strumenti partecipativi

Azioni con diritti specifici

Mezzanino

Debito convertibile, Kiss e Safe

Applicazione Pratica

Debiti convertibili

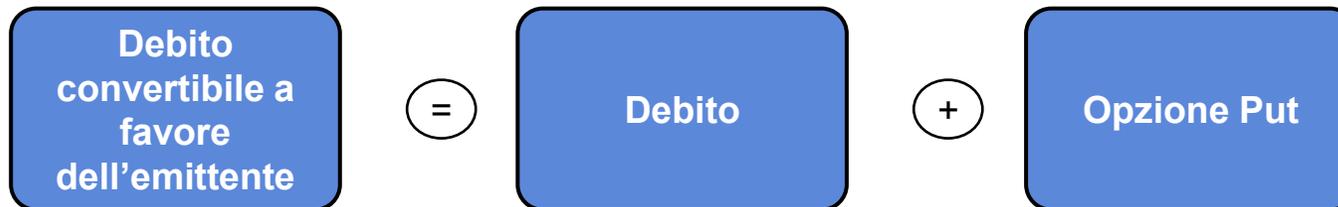
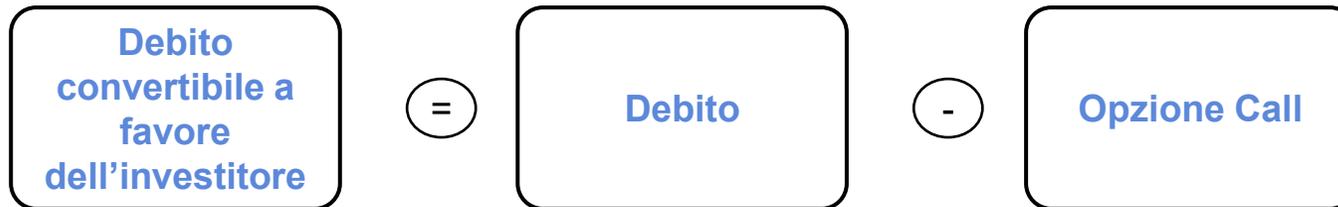
Cos'è una
(obbligazione /
prestito)
convertibile

- **Debito + opzione:** è un finanziamento che paga interessi come un'obbligazione, ma dà al sottoscrittore il **diritto di convertirsi in azioni** della società a condizioni prefissate.
- **Finché non converte** l'investitore è un **creditore** (niente voto, priorità di rimborso sul capitale proprio).
- **Se converte** diventa **azionista** (partecipazione agli utili e ai rischi).

La classe di strumenti obbligazioni convertibili unisce allo strumento del debito una opzione call (a favore del sottoscrittore) o put (a favore dell'emittente)

Logica di pricing

Il tasso di interesse è più basso rispetto al mercato (in condizioni rischio assimilabili)
l'azienda cede l'opzione call a favore dell'investitore



Il tasso di interesse è più alto rispetto al mercato (in condizioni rischio assimilabili)
l'azienda beneficia dell'opzione put a proprio favore

Caratteristiche del debito convertibile, termini chiave da negoziare, tetele.. (1 di 2)

Cos'è una (obbligazione / prestito) convertibile

- **Debito + opzione:** è un finanziamento che paga interessi come un'obbligazione, ma dà al sottoscrittore il **diritto di convertirsi in azioni** della società a condizioni prefissate.
- **Finché non converte** l'investitore è un **creditore** (niente voto, priorità di rimborso sul capitale proprio).
- **Se converte** diventa **azionista** (partecipazione agli utili e ai rischi).

Termini chiave da negoziare (debito)

- **Valore nominale** (es. 1.000 €): importo su cui maturano gli interessi.
- **Cedola** (es. 3%): interesse annuo pagato finché non avviene la conversione.
- **Scadenza** (es. 5 anni): data entro cui convertire o farsi rimborsare.

Termini chiave (opzione)

- **Prezzo di conversione (o strike):** prezzo per azione a cui avviene la conversione.
- **Rapporto di conversione:** quante azioni si ricevono per ogni titolo
$$\text{Rapporto} = \frac{\text{Valore nominale}}{\text{Prezzo di conversione}}$$
$$\text{Rapporto} = \frac{\text{Prezzo di conversione}}{\text{Valore nominale}}$$
- **Finestra/eventi di conversione:** quando è possibile (a richiesta dell'investitore, al prossimo round, al verificarsi di certe condizioni, ecc.).
- **Aggiustamenti anti-diluizione:** protezioni se la società emette nuove azioni a prezzi più bassi.
- **Clausole call/put:** facoltà di rimborso anticipato della società o dell'investitore.

Caratteristiche del debito convertibile, termini chiave da negoziare, tutele.. (2 di 2)

Come si forma il prezzo

Emissione: **1.000 €** di nominale, **3%** cedola, scadenza **5 anni**.

Prezzo di conversione: 25 € per azione → **40 azioni** per ogni titolo (1.000/25).

A scadenza:

- **Prezzo azione 15 €** → non conviene convertire. L'investitore ha incassato le cedole e chiede **1.000 €** indietro.
- **Prezzo azione 25 €** → indifferente: $40 \times 25 = 1.000 \text{ €}$.
- **Prezzo azione 35 €** → conviene convertire: $40 \times 35 = 1.400 \text{ €}$ (più eventuali cedole già prese).

Vanggi/Svantaggi

Per l'impresa

- ✓ **Costo del capitale più basso** del puro equity (paghi una cedola spesso inferiore a un prestito "puro" grazie all'opzione).
- ✓ **Rinvia la diluizione:** avviene solo se il progetto va bene (quando l'azione sale).
- ⚠ **Diluizione futura** potenzialmente significativa se il prezzo di conversione è basso.
- ⚠ Complessità contrattuale/contabile e possibili covenant.

Per l'investitore

- ✓ **Protezione al ribasso:** in caso di performance modesta resta il "pavimento" da obbligazione.
- ✓ **Upside azionario** se l'azienda cresce.
- ⚠ **Rischi di credito** (è spesso subordinata), **rischio tassi** e **rischio di non liquidità**.
- ⚠ Possibili **call** dell'emittente che limitano l'upside se l'azione corre molto.

Differenza tra debito convertibile, KISS e SAFE (1 di 2)

<u>Caratteristiche</u>	Debito convertibile	KISS (Keep It Simple Security)	SAFE (Simple Agreement for Future Equity.)
Natura giuridica	titolo/contratto di debito	Contratto ibrido Equity o debt version	A fronte di un versamento finanziario, l'investitore riceve il diritto di ricevere equity in futuro
Struttura	paga interessi (cedole) e ha una scadenza ; a scelta del portatore può essere convertita in azioni a condizioni prestabilite.	Equity version: non prevede interessi né scadenza (simile al safe) Debt version: prevede interessi e scadenza, (simile a un prestito convertibile)	Nessun interesse e scadenza non definita
Conversione in azioni	di solito opzionale a condizioni prefissate o a evento; può anche essere mandatory in alcune varianti.	Conversione: automatica al prossimo round qualificato , con clausole standard di: Valuation cap (tetto massimo alla valutazione di conversione). Sconto sul prezzo delle nuove azioni.	• Automatica al round, con cap e/o sconto .

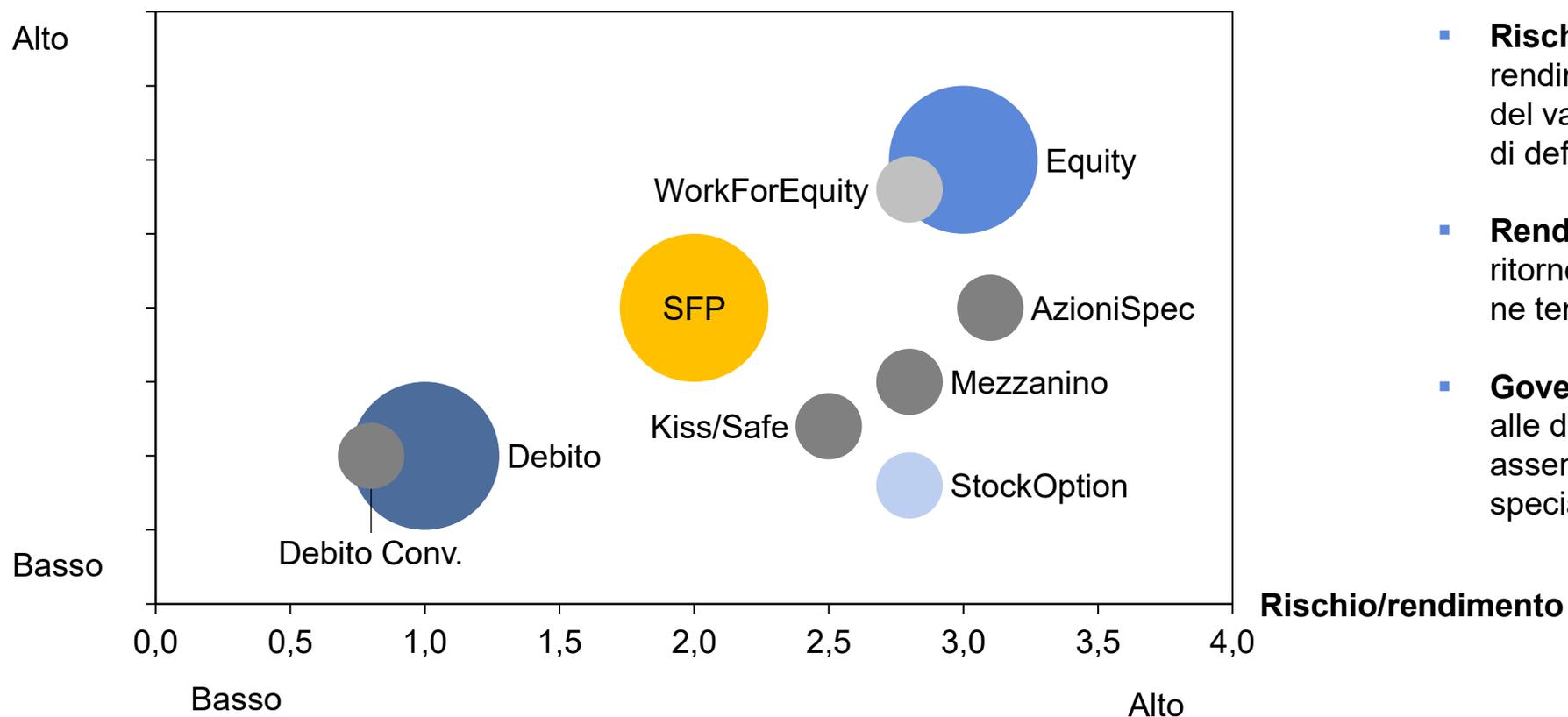
Differenza tra debito convertibile, KISS e SAFE (2 di 2)

<u>Caratteristiche</u>	Debito convertibile	KISS (Keep It Simple Security)	SAFE
Tutela investitore	tutela forte (è creditore finché non converte), maggiore complessità legale e costi.	maggiore rispetto al SAFE (diritti informativi minimi, protezioni anti-diluizione, possibilità di debt version).	tutela più leggera , massima semplicità operativa.
Uso tipico	bridge/round per società più strutturate o quando l'investitore vuole protezione da creditore	early stage con bisogno di rapidità ma qualche tutela in più del SAFE (soprattutto se Debt version).	• seed/angel molto veloci, quando contano rapidità e costi bassi .

Posizionamento qualitativo dei vari strumenti

Diagramma Rischio/governo

Diritti di governance



- **Rischio** = variabilità del rendimento/ rischio di perdita del valore del capitale in caso di default
- **Rendimento** = valore % del ritorno dell'investimento medio nel tempo
- **Governance** = partecipazioni alle decisioni (diritti in assemblea soci, altri diritti speciali)

Agenda

Caratteristiche principali

Strumenti finanziari base

Strumenti partecipativi

Azioni con diritti specifici

Mezzanino

Debito convertibile, Kiss e Safe

Applicazione Pratica

Caso Airbnb

Nel 2014 - Raccolta di capitale:

- **150milioni** di dollari tramite **SAFE**:
 - **prima** della chiusura del round D
 - Da investitori già esistenti
 - **Valuation cap**: 10miliardi di dollari
 - Tasso sconto: 20% -> investitori avrebbero ottenuto azioni a un **prezzo inferiore** agli investitori del round D
 - **Diritto pro rata**: è stato inserito nel contratto la possibilità degli investitori di partecipare ai round futuri mantenendo la propria % di partecipazione
- **475milioni** di dollari tramite **Equity**
 - Round D
 - Da nuovi investitori

Benefici utilizzo SAFE nel caso Airbnb:

1. Maggiore **rapidità** nella raccolta di capitale
2. Ricompensa degli investitori più fedeli con **condizioni più favorevoli**

Grazie per l'attenzione

The logo for Adacta Advisory is displayed on a white rectangular background. The word "Adacta" is written in a bold, dark blue, sans-serif font. Below "Adacta" is a horizontal line with three short, slanted dashes on the left side. Underneath this line, the word "ADVISORY" is written in a smaller, dark blue, all-caps, sans-serif font.

Adacta
ADVISORY