Italian Tech Alliance
Corso di Porta Romana 61
20122 - Milano

UN'INTRODUZIONE ALLE CLAUSOLE ANTI-DILUITIVE

A cura di **CRCCD Venture** (focus team di venture capital di **Cappelli Riolo Calderaro Crisostomo Del Din & Partners**)

Premessa

Le clausole anti-diluitive sono strumenti giuridici significativi per qualsiasi investitore che decide di investire nell'*equity* di una *start-up*, soprattutto in una fase in cui il progetto imprenditoriale è ancora "acerbo". L'investitore della fase *seed* o *early stage* si assume un rischio maggiore di chi inietta capitali successivamente, presupponendo che il suo "azzardo" sia premiato da una costante valorizzazione nel tempo della start-up, la quale dovrà imporre agli investitori successivi valutazioni *pre-money* più elevate. Come noto, questa narrazione non sempre corrisponde al vero. Spesso le start-up possono incontrare una fase di difficoltà, da cui riescono ad uscire solo reperendo risorse finanziarie di *equity* che, visto il contesto di crisi, i *founder* sono disposti ad accettare anche sulla base di una valorizzazione inferiore rispetto a quella a cui hanno investito gli investitori precedenti. È il cd. *down round*: un aumento di capitale (o anche un investimento mediante versamento convertendo o strumenti finanziari partecipativi convertibili) proposto a una valorizzazione inferiore rispetto all'aumento di capitale precedente.

La funzione delle clausole anti-diluitive

Ogni *venture capitalist* cerca di negoziare una protezione dai cd. *down round* all'interno dei documenti contrattuali che regolano il proprio investimento, mediante l'utilizzo di clausole anti-diluitive, in molti casi presenti sin dal *term sheet* dell'operazione.
La funzione delle clausole anti-diluitive è, essenzialmente, la protezione dell'investitore dal rischio di diluizione del suo investimento nella *start-up* che si verificherebbe nel contesto dei cd. *down round*. Spesso nel corso della negoziazione delle clausole anti-diluitive, si escludono alcuni aumenti di capitale che per la loro stessa funzione o struttura non possono qualificarsi come veri e propri *down-round*. Si tratta, in prima battura, degli aumenti di capitale obbligatori per legge, necessari a ripristinare il patrimonio netto ad

un valore positivo, quelli in attuazione di *stock option plan*, o emessi a seguito di fusioni societarie in luogo di attribuzione di conguagli in denaro.

Come operano le clausole anti-diluitive

Con l'applicazione delle clausole anti-diluitive si attribuiscono un certo quantitativo di quote all'investitore protetto dalla clausola (i) a titolo gratuito o, più comunemente, (ii) a fronte di pagamento di un ammontare minimale (spesso il valore nominale) per compensare l'effetto diluitivo che egli subisce per la decisione dei *founder* di dare vita ad un *down round*.
Il pregiudizio della diluizione, in altri termini, viene trasferito in tutto o in parte a carico dei *founder* o in generale degli altri soci diversi dall'investitore protetto dalla clausola anti-diluitiva.
La liceità di tali clausole è stata oggetto di dibattito. Una forte "spinta" alla loro diffusione è giunta dal pronunciamento della Massima della Commissione Società dei Notai Milanesi (Massima 186/2020), che ha inquadrato le clausole nella sfera delle assegnazioni non proporzionali di azioni o quote, consentite dagli artt. 2346, comma 4, e 2468, comma 2, cod. civ., prevedendo tuttavia, quale condizione per la liceità dell'operazione, che "*l'ammontare totale dei conferimenti effettuati dai sottoscrittori diversi dai titolari della categoria protetta sia almeno pari all'ammontare dell'aumento di capitale effettivamente sottoscritto*", tenendo quindi conto delle nuove partecipazioni da emettere a favore del socio "protetto".
Tecnicamente, come operano le clausole anti-diluitive?
La prassi ha individuato due metodi principali: il metodo *full ratchet (*incremento pieno) e il metodo *weighted average* (media ponderata).

Il metodo *full ratchet*

In tal caso, 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-mone*y (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*.
Un esempio:

- prezzo di sottoscrizione delle quote del *round* di ingresso 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 anti-diluitiva con metodo *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*

In tal altro caso, 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) la valutazione *pre-money* applicata all'investitore protetto e (ii) la valutazione utilizzata nel *down round*.
Il sistema *weighted average* si distingue, a sua volta, 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).
Un esempio:

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

dove:

- *old conversion price*: prezzo di sottoscrizione dell'aumento di capitale di ingresso dell'investitore;
- *outstanding shares before financing*: il numero di azioni/quote esistenti prima del down 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*.

La sede delle clausole anti-diluitive

Il diritto alla protezione anti-diluitiva può essere un diritto di natura parasociale, circoscritto a una clausola dell'accordo di investimento oppure, per garantire alla protezione anti-diluitiva un'efficacia reale, viene negoziato quale diritto statutario. In tal caso, tecnicamente, può (i) costituire un "diritto diverso" che connota una categoria di azioni o di quote ai sensi degli artt. 2348 cod. civ. o 26, comma 2, d.l. 179/2012, o che si aggiunge ad altri diritti diversi della categoria "protetta" oppure, (ii) nelle sole S.r.l., consistere in un "diritto particolare" del socio ai sensi dell'art. 2468, comma 3, cod. civ..