



Il SAFE dalla A alla Z

Indice

01. Comitato 01

02. Premessa 04

03. Il SAFE dalla A alla Z 06

Comitato

Riccardo Gotti Tedeschi



E' socio di CastaldiPartners dal 2024, e fa parte del dipartimento di Corporate & Commercial. Avvocato italiano, lavora fra Parigi e l'Italia. Nel corso di vent'anni ha operato prevalentemente nel settore del M&A, del diritto societario e del diritto commerciale, assistendo grandi e piccole/medie imprese nell'ambito di operazioni straordinarie, costituzione di joint venture, negoziazione di contratti di acquisizione, patti parasociali e contratti commerciali. Ha maturato un'esperienza significativa anche nel diritto della concorrenza, nelle tematiche di terzo settore nonché in materia di ESG. È socio e advisor di IBAN per questioni societarie e di terzo settore

Elisa Nisti



L'Avvocato Elisa Nisti è iscritta all'Ordine forense di Roma dal 2013. Dal 2016 collabora con lo Studio legale e tributario De Vito e Associati tra le sedi di Roma e Milano, e dal 2023 è socio fondatore e CEO di Astralex Tax & Legal Società tra Avvocati a r.l. Svolge prevalentemente attività di consulenza alle imprese e alle associazioni nonché assiste persone fisiche e società dinanzi alla giurisdizione civile e in procedimenti arbitrali. È Head of Legal Affairs and Compliance di Assoholding, l'Associazione delle holding di partecipazione, nel cui ambito svolge attività di coordinamento del settore legale e della consulenza in materia di gruppi di imprese e del diritto societario.

Ricopre la carica di Sindaco in società, è autore di pubblicazioni, nonché partecipa in qualità di docente in Master

Paolo Giolito



Laurea in Economia e Commercio all'Università Cattolica di Milano, è Senior Wealth Manager per il mercato italiano in CA Indosuez Wealth Management e Membro del Comitato di Selezione Startup de LeVillage (Gruppo Crédit Agricole). Dal 1998 al 2018 in Credit Suisse Italia (Managing Director, membro permanente del Comitato di Direzione, Responsabile struttura Private Banking Milano e Nord Italia, Project Leader sviluppo delle piattaforme di Consulenza e implementazione Mifid, responsabile Desk Gestori Esterni/ Family Offices). Ha investito in oltre 50 startup, partecipa attivamente in diverse associazioni dedicate all'Angel investment, tra cui IBAN di cui è componente del consiglio direttivo.

Giovanni Marra

Avvocato specializzato in consulenza legale in favore di imprese. Dopo aver frequentato un master in diritto d'impresa presso la Business School de Il Sole 24 Ore ha intrapreso una significativa esperienza presso un primario studio legale specializzato in consulenza in favore di imprese, assicurazioni, banche.

Assiste piccole e medie imprese, start up, investitori nella contrattualistica, diritto societario, M&A e privacy. Svolge il ruolo di responsabile per la protezione dei dati in favore di startup innovative e associazioni di imprenditori. Collabora con importanti gruppi editoriali nazionali ed è autore di pubblicazioni su M&A, diritto societario, venture capital.



Giacomo Pomati



Si laurea in Economia a Pavia con una tesi sulla giurisprudenza costituzionale in materia tributaria.

Durante gli studi ricopre diversi ruoli nell'azienda di famiglia, per proseguire con vari anni di esperienza in revisione contabile con KPMG ed HHI.

Dopo un periodo come consulente di direzione, fonda lo studio PSM, compagine di commercialisti ed avvocati al servizio degli imprenditori

Socio fondatore di ILAS, rete europea di studi di consulenza legali e fiscali europei, presiede EURODEFI, club di commercialisti italiani, aderisce al network CONSULENTI AZIENDALI d'ITALIA

Giuseppe Palamone

Dottore Commercialista e Revisore Legale - Managing Partner di Palamone & Partners STP S.r.l. e CEO di TKS S.r.l. Componente del Comitato di Valutazione di IBAN; membro della Commissione Finanza Innovativa Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili; Membro del Consiglio Direttivo Confindustria Bari e BAT; Coordinatore Scientifico ANDAF Sez. Puglia e Basilicata. Svolge l'attività tra Milano, Roma e Bari con specializzazione in diversi ambiti, tra cui Strategia e Finanza d'Impresa, Business & Financial Planning Advisory, operazioni equity/debt Capital Market. Docente in corsi di formazione e convegni professionali organizzati da vari Ordini professionali e gruppi editoriali a livello nazionale.



Premessa

Il presente lavoro, senza presunzione di esaustività data la vastità dell'argomento, si prefigge di informare gli investitori rispetto ad un utilizzo consapevole del SAFE auspicando di rappresentare uno strumento atto ad aiutare il lettore ad orientarsi nell'operazione da intraprendere. In breve il documento proverà ad enucleare aspetti positivi e criticità connesse allo strumento SAFE secondo la prassi.

Avvicinare i capitali privati e le masse gestite a forme di investimento calate nella cosiddetta "Economia Reale" è tanto lodevole quanto complesso, dacché il comparto degli "alternative asset" è costituito da sottostanti tipicamente non quotati, quindi, difficili da scovare (cd. deal-sourcing activity) e parimenti da analizzare e valutare (cd. due-diligence activity).

Inoltre, un investitore, ancorché munito delle giuste capacità per intercettare e valutare potenziali target non quotate, dovrà avviare una fase di strutturazione dell'investimento e negoziazione con la controparte, tipicamente "founders" e advisor dagli stessi incaricati. La criticità è quasi sempre trovare un equilibrio che soddisfi entrambe le parti, tanto più quando la target è innovativa, segnatamente una startup innovativa. È ormai pacifico, infatti, attendersi nell'ecosistema innovativo una valorizzazione (pre-money) delle migliori startup anche di svariati multipli l'EBITDA – simile al Margine Operativo Lordo – in altri casi multipli sul fatturato attualizzando i futuri flussi di cassa (DCF, discounted cash-flow method) anche se la startup in questione non abbia alcuna redditività consuntivata (pre-revenue phase); di contro, l'investitore, più o meno abituato ad attività tradizionali quindi ai canonici "Principi italiani di Valutazione", mal coniuga queste valorizzazioni fatte dai founder.

Per superare questo tipico "impasse" è stato introdotto da Y-Combinator in USA una formula più snella di investimento, il SAFE (Simple Agreement for Future Equity) che posterga la valutazione del sottostante ad un momento successivo a fronte dell'impegno da parte dell'investitore a retrocedere subito tutta o parte della liquidità necessaria per la crescita del progetto di business

innovativo o di altro tipo, migliorando nettamente l'interazione tra investitore e founder.

Questo strumento nel nostro ordinamento assomiglia ad una emissione di strumenti finanziari partecipativi (sfp) opportunamente curvato alle esigenze delle parti, ovvero tale da diventare un "convertendo" con obbligo di conversione in equity e non una semplice opzione di conversione (convertibile).

Negli ultimi anni, anche su spinta di CDP Equity e CDP Venture e suoi Fondi, il SAFE è diventato uno strumento più snello che agevola tutte le parti coinvolte attraverso un semplice versamento a conto futuro aumento di capitale in maniera irrevocabile rendendo di fatto la liquidità immediatamente disponibile ai founder e concordando contrattualmente le modalità di conversione, di solito al primo aumento di capitale della startup rispetto ad una valorizzazione minima (floor) ed una massima (hard cap), oppure spuntando degli sconti sulla pre-money dell'aumento di capitale (mediamente il 20% in meno sulla valorizzazione della target).

Sul profilo fiscale dell'investimento, si registra un disaccoppiamento temporale tra il versamento del terzo e la sua conversione in equity, il quale potrebbe diventare uno svantaggio per il c.d. tax-planning del soggetto (fisico e/o giuridico) che investe, dacché ai fini del vantaggio fiscale, il 30% in detrazione/deduzione, rileva unicamente il momento della conversione (quasi sempre alla data del verbale di chiusura aumento di capitale della startup innovativa), e non il momento in cui è effettivamente avvenuto il versamento da parte dell'investitore (terzo).

Il SAFE dalla A alla Z

A come Aumento di Capitale

L'operazione di conversione è la conseguenza di un aumento di capitale. La somma che l'investitore versa nel momento in cui stipula il SAFE è dunque un versamento anticipato del prezzo di sottoscrizione. L'importo deve essere iscritto nell'apposita riserva che potrà essere utilizzata dalla startup per il raggiungimento degli obiettivi concordati. L'aumento di capitale consente dunque l'ingresso dell'investitore nella compagine societaria, prima di tale momento i diritti riservati ai soci non potranno essere esercitati. L'aumento di capitale è quindi un elemento centrale del contratto, un impegno che, come tale, potrebbe ipoteticamente essere disatteso; pertanto, come può tutelarsi l'investitore in caso di ipotetico mancato aumento di capitale alla scadenza del termine previsto per la conversione? Si potrebbe ipotizzare l'inserimento di una clausola risolutiva che scioglie il contratto in caso di inadempimento dell'obbligo di aumento di capitale ma in questo, oltre ai founder, parte del SAFE dovrebbe essere anche la startup e comunque potrebbe risultare difficoltoso il recupero del capitale versato per inadempimento dell'impegno di aumentare il capitale. In alternativa si potrebbe prevedere nel contratto un obbligo dei founder di garantire che la startup procederà all'operazione di aumento di capitale e in caso di inadempimento prevedere l'impegno dei founder a indennizzare l'investitore. D'altronde la giurisprudenza ha ammesso, anche se limitatamente al socio, la restituzione di somme erogate in conto futuro aumento di capitale in caso di mancata delibera. Pertanto, tenuto conto che solo in seguito all'aumento di capitale l'investitore potrà acquisire la qualifica di socio con i relativi diritti, è buona norma prevedere che l'operazione sia garantita.

B come Board

Dal punto di vista della governance, il Safe non attribuisce diritti di voto, consentendo così ai fondatori di mantenere il controllo della startup. Eletto dall'assemblea dei soci, il board è composto da due tipi di rappresentanti. Il primo tipo prevede la presenza di

amministratori interni scelti all'interno della società. Può trattarsi di un CEO, CFO, manager o qualsiasi altra persona che lavora quotidianamente per la società.

L'altro tipo di rappresentante comprende gli amministratori esterni, scelti all'esterno e considerati indipendenti dalla società. Il ruolo del board è quello di monitorare il team di gestione di una società, agendo di fatto come un avvocato. In sostanza, il board cerca di garantire che gli interessi dei soci siano ben tutelati.

C come Cessione

È possibile prevedere nel contratto SAFE la cessione da parte dell'investitore in favore di un terzo. Si tratta, è bene precisare, di cessione della posizione contrattuale che conferisce diritti, tra cui il diritto alla conversione in partecipazione e non di trasferimento di quota. Normalmente la cessione deve avvenire con il consenso dei founders ma si può derogare in favore di particolari categorie come ad esempio i familiari. Resta inteso che comunque il SAFE nasce come contratto intuitus personae cioè un contratto in cui le qualità personali dell'investitore hanno una loro rilevanza e pertanto non è naturalmente trasmissibile; dunque, è opportuno prevedere una specifica clausola che contempli una tale eventualità.

D come Diluizione

La diluizione della partecipazione dell'investitore è un elemento da tenere in considerazione per il fatto che la startup, come noto, nasce per attrarre capitali e quindi futuri investitori. Il capitale sociale cui fa riferimento il contratto SAFE è sempre "fully diluted" pertanto per determinare il valore della partecipazione si dovrà tenere conto del capitale sociale nominale interamente diluito alla luce del piano di incentivazione di dipendenti e collaboratori che prevede l'esercizio di diritti di opzione. Dunque, essendo già noto il relativo piano e quindi la diluizione del capitale per effetto di tale conversione, risulta utile verificare in sede di negoziazione

la captable aggiornata in cui figurino le quote dei founder/investitori titolari di strumenti partecipativi (come dipendenti della startup). Ci sono inoltre situazioni non note al momento di sottoscrizione di un contratto SAFE che possono portare all'eccessiva diluizione dell'investitore. Si tratta ad esempio di una raccolta di capitali oltre le aspettative della startup nei successivi round di investimento. Come ci si può proteggere da questo fenomeno? Una soluzione utilizzata nella prassi è quella di prevedere, ai fini del calcolo del prezzo di conversione, una valutazione post-money stabilendo un cap massimo di valutazione. In questo modo l'investitore può tutelarsi dal rischio di eccessiva valutazione in considerazione di ingenti capitali raccolti e che di conseguenza diluiscono la sua partecipazione. È comunque possibile prevedere una anti-dilution clause che permetta all'investitore di non subire diluizione nel caso in cui la società concluda un round di investimento prima della data prevista per la conversione. Quindi si può prevedere contrattualmente di attribuire all'investitore il diritto di partecipare al futuro finanziamento nella stessa in proporzione della sua attuale partecipazione. In alternativa potrebbe essere utilizzata la tecnica di assegnazione di quote gratuite al fine di mantenere inalterata la partecipazione e proteggersi da diluizioni causate da round di investimento successivi a valutazioni più elevate della startup.

E come Evento

Il verificarsi di particolari eventi condiziona la sorte del finanziamento in tutto il ciclo di vita del contratto SAFE. Ecco perché è importante prevedere le tipologie di eventi che possono avere delle conseguenze sull'investimento e definirle in modo dettagliato affinché includano tutte le ipotesi. È dunque fondamentale che il contratto preveda eventi di liquidità cioè ipotesi che comportano la realizzazione di liquidità tramite vendita di quote, cessione di azienda, quotazione, operazioni straordinarie che comportano un cambio di controllo. Prima che si compia l'even-

to di liquidità è opportuno prevedere l'assegnazione della quota di partecipazione all'investitore in modo che si possa partecipare al ricavato della liquidazione.

Il contratto prevede anche ipotesi denominate eventi di dissesto o di liquidazione, ipotesi cioè che comportano l'assoggettamento a procedura liquidativa della società e quindi al riparto di risorse. In questa ipotesi di norma il contratto prevede a tutela dell'investitore il diritto alla liquidazione di un importo fino a concorrenza del finanziamento erogato in subordine al pagamento dei creditori concorrendo paritariamente con gli altri investitori. Nell'ipotesi in cui i fondi da ripartire non siano sufficienti a coprire integralmente i finanziamenti degli investitori i fondi disponibili saranno distribuiti con pari priorità e proporzionalmente.

Il contratto ha una durata prefissata e se entro tale data non si è verificato un evento che provochi la conversione come, ad esempio, l'evento di liquidità, l'investitore ha diritto a una conversione discrezionale per maturazione del termine attuale del contratto.

F come Finanziamento

Si tratta della somma erogata dall'investitore in favore della startup e che non è considerata prestito, dunque non maturano interessi su tale somma. Tale somma viene imputata ad una specifica riserva che potrà essere utilizzata dalla startup per i suoi fabbisogni. Secondo l'autorevole opinione del Collegio dei Notai di Milano il regolamento della startup sugli strumenti finanziari partecipativi convertibili può prevedere che tale riserva non sia accorpabile con altre e che partecipi alle perdite della società dopo l'erosione di altre riserve, ad eccezione della riserva legale. Sarebbe dunque utile prima di sottoscrivere il SAFE verificare l'esistenza di tale regola attraverso l'esame del regolamento approvato dalla startup. Cosa accade se però a seguito di erosioni la capienza della riserva è inferiore rispetto al valore nominale delle partecipazioni da assegnare? In questo caso il regolamento societario potrebbe prevedere la riduzione proporzionale del valore

nominale delle partecipazioni da emettere in favore degli investitori salvo integrazione delle differenze da parte degli investitori. In questo caso è utile inserire una clausola che preveda nella citata ipotesi il diritto dell'investitore a ottenere la stessa partecipazione che avrebbe ricevuto se la riserva non fosse stata inferiore rispetto al valore nominale delle partecipazioni. Pertanto, in questo modo, il rischio di erosione/azzeramento viene allocato sulla startup.

G come Garanzia

La previsione di specifiche garanzie a carico dei founders e/o della società potrebbe apparire più formale che sostanziale tenuto conto che il contratto SAFE normalmente si sottoscrive nell'early-stage, fase iniziale del ciclo di vita della startup tale da non richiedere particolari garanzie di correttezza gestionale. Pertanto, la previsione di garanzie legate all'operatività quali le business warranties potrebbe essere generica e non particolarmente specifica e strutturata come accade negli accordi di investimento in scale up oppure nell'acquisizione di società mature. Tuttavia, potrebbe essere rilevante prevedere specifiche garanzie in merito alla piena e pacifica titolarità di diritti su brevetti, segni distintivi e segreti commerciali specie quando tale titolarità può rappresentare il presupposto fondamentale dell'investimento. Inoltre, se l'acquisizione di una particolare tecnologia fosse il presupposto fondamentale dell'investimento si potrebbe ipotizzare di prevedere di condizionare l'efficacia del SAFE all'ottenimento di uno specifico trasferimento tecnologico.

Sempre con riferimento alle business warranties è inoltre possibile richiedere che il contratto SAFE non violi clausole di contratti rilevanti (es. in esclusiva) per la crescita della startup e che potrebbero influire sulle scelte dell'investitore.

Per quanto riguarda invece garanzie attinenti alla legittimità cioè le legal warranties è sufficiente la previsione esplicita che il contratto non violi lo statuto, che sia in linea con le decisioni degli

organi sociali (cda/assemblea) e che non ci siano vincoli o diritti di veto. Tali circostanze sono comunque facilmente verificabili attraverso accurata due diligence societaria

H come Hard Cap

È la “resistenza” che viene individuata dalla banda di valutazione concordata nel SAFE tra l’investitore e la target.

Essenzialmente si prescinde dalla valutazione “fair” che altri lead-investor (o follower-investor) potranno spuntare nell’aumento di capitale con la stessa target, pertanto, chi ha investito nel SAFE si tutela con una valorizzazione massima che può accettare per la conversione.

I come Investitore

È il soggetto – persona fisica o giuridica – che intende sostenere la capitalizzazione della società e, pertanto, ha accettato di mettere a disposizione della società l’importo in conto futuro aumento di capitale per la futura emissione della partecipazione rilevante. Resta inteso che nell’accordo i fondatori e i soci rilevanti hanno accettato di offrire in sottoscrizione all’Investitore la partecipazione, alle condizioni che vengono negoziate e che rappresentano un contratto autonomo.

L come Liquidation Preference

Negli accordi accessori all’investimento, ovvero nei patti sindacato o patti parasociali tra l’investitore ed i Founder, solitamente si prevedono delle clausole che permettono alle parti di controbilanciare alcuni rischi quale deterrenza, ad esempio, a taluni comportamenti distorsivi di una o tutte le parti.

Inoltre, nei patti parasociali si introducono clausole specifiche tipizzate per la tutela dell’apporto dell’investitore. Tra queste sicuramente la più utilizzata è la cd. “liquidation preference”, ovvero una formula di rimborso preferenziale del socio che aveva sottoscritto il SAFE, poi convertito.

In estrema sintesi l'investitore in una futura exit o liquidity event della target, totale o parziale, vede prima rimborsato quanto investito e poi solo sulle eventuali somme residue si procederà ad uno "split" proporzionale alle percentuali detenute tra tutti i soci nella cap-table. Talvolta la "liquidation preference" ha anche un fattore correttivo maggiore del semplice rimborso 1x, anche denominato catch-up, come pocanzi descritto, prevedendo anche fattori 1,2x o 1,3x. Nell'ultima casistica riportata, ciò significherà che dal liquidity event in modo preferenziale bisogna prima rimborsare l'investitore con 1,3 volte quanto ha investito e solo successivamente, si potrà procedere allo split della restante liquidità pro-rata basis tra tutti i soci, compreso l'investitore stesso.

M come Modello di lettera di adesione

E' il sample di lettera che il nuovo socio invia ai fondatori, e con il quale fa riferimento al contratto di sottoscrizione a sconto di futuro aumento di capitale sottoscritto dall'Investitore, con il quale il socio accetta di diventare "rilevante" e di vincolarsi ai termini del Contratto come se il nuovo socio fosse stato una parte originaria del Contratto.

N come (Convertible) Notes

Si tratta di uno strumento apparentemente somigliante al Safe, ma con due differenze sostanziali: la *Convertible Note* può prevedere la maturazione di interessi e la loro capitalizzazione. Gli investitori diventano così dei creditori che hanno diritto alla restituzione o alla remunerazione dell'importo investito. In caso di fallimento, l'investimento verrà rimborsato tramite la liquidazione degli asset della società. La seconda differenza da tenere a mente è la scadenza: a differenza dei Safe, la *Convertible Note* ha una scadenza individuata da entrambe le parti, la quale costituisce un *trigger event* per la conversione.

O come Opzione

Il riferimento al capitale sociale della Società su base “fully diluted” indica che nel determinare il numero di partecipazioni devono includersi tutte le partecipazioni emesse e le partecipazioni da emettersi ai titolari di opzioni, warrant, strumenti di natura convertibile in partecipazioni nel capitale della Società (ivi inclusi quelli a favore dell’Investitore e degli Altri Investitori) in conformità ai termini del relativo strumento o accordo.

P come Partecipazione Rilevante

Indica la porzione del capitale sociale della Società determinata applicando, ad es., la seguente formula:

Se un’Emissione ha luogo in relazione a un Round di Investimento o in relazione a un Evento di Liquidità:

$$P=I/((1-S)*V)*100$$

Dove:

P = Partecipazione Rilevante;

I = Importo Futuro AuCap;

S = Sconto;

V = La valutazione post-money della Società alla data del Round di Investimento

oppure

L’equity value della Società al momento dell’Evento di Liquidità, determinato con riferimento al prezzo di acquisto pagabile in relazione a tale Evento di Liquidità (o al prezzo di offerta nell’ambito di una Quotazione);

Se l’Emissione ha luogo alla Data Finale:

$$P=F/V*100$$

Dove:

P = Partecipazione Rilevante;

F = Importo Futuro AuCap;

V = Valutazione alla Data Finale

P come Prezzo di conversione

Solitamente su base “fully diluted” indica il valore della società al momento di una Conversione. Quindi instrada l’investitore al calcolo effettivo del prezzo rispetto al quale otterrà la percentuale desiderata e contrattualizzata per l’investimento che ha anticipato nel SAFE. Questa percentuale è matematicamente ricondotta al rapporto tra la liquidità apportata dall’investitore del SAFE rispetto al Valore Post-Money sommato all’importo di tutti gli strumenti finanziari sottoscritti e convertiti in quote di capitale sociale.

Q come Quota

Trattandosi di un *convertible instrument*, ovvero una “promessa”, l’investitore conferisce del capitale in un dato momento in cambio della promessa che gli verranno assegnate le quote in futuro, al primo *priced round* (round di investimento dove ci si scambiano effettivamente quote).

Per fare un esempio concreto: una società emette un SAFE con un Valuation Cap di € 4 milioni, senza sconto, ad una valutazione di € 12 mln pre-money e € 10 per ogni quota. L’incidenza del valore del Valuation Cap sul Pre-money è 0,33. Il valore della quota con Valuation Cap è dato dall’incidenza del Valuation Cap sul Pre-money moltiplicato il valore nominale della quota.

R come Round

Soprattutto nel mondo innovativo e management collegato all’ecosistema startup si utilizza il termine “round” per indicare un momento di finanza straordinaria in cui la startup affronta

un aumento di capitale e parte per un roadshow con gli investitori presentando la realtà aziendale a Private Equity, Venture Capital, Club Deal, Business Angel ed altri soggetti interessati (vd. Crowd). Il round non sempre però è esclusivamente sinonimo di aumento di capitale, in taluni casi sussiste una “mixed strategy” lato Founder che permette di sfruttare il roadshow per chiudere accordi di facility, emissione sfp, bondistica o d'altri titoli che servono a foraggiare le iniziative del Founder. Seguendo una scala a valorizzazioni e raccolte di capitali crescenti ogni round ha un nome specifico ed identificativo per lo “stage” della startup. Pertanto per le startup neocostituite (pre-revenue) o comunque con un grado di maturità tecnologica (trl) del proprio servizio/prodotto ancora molto basso si parla di round pre-seed e round seed (ovvero primissima fase dell'Early Stage della startup), solo in un Early Stage più maturo la startup sarà pronta ad un seed-round o potenzialmente ad un round Series A. Successivamente con la crescita del progetto e del fatturato la startup veleggerà verso round Series “B”, “C” etc.; talune volte, inoltre, tra un round e quello successivo si utilizzano momenti di fundraising intermedi definiti “bridge round”.

S come Sconto

L'investitore in un accordo di investimento SAFE può chiedere di postergare la valutazione ad un momento successivo o che venga condotta da terzi (notoriamente il Lead investor del successivo aumento di capitale in cui anche l'investitore del SAFE opererà la conversione). Per questo motivo d quasi ormai uno standard del contratto prevedere per l'investitore del SAFE uno sconto del 20% (o più) rispetto alla valutazione (pre-money) che emergerà dalla due diligence del Lead Investor accettata dalla target.

T come Tax

L'art. 29 del DL dl 179/2012, che disciplina le agevolazioni fiscali attribuite a chi investe in start up innovative, testualmente dispone: “ ...omissis...all'imposta lorda sul reddito delle persone fisiche si detrae un importo pari al ...omissis... della somma investita dal contribuente nel capitale sociale di una o piu' start-up innovative ...omissis...”

Poiché il SAFE comporta un versamento irrevocabile in conto futuro aumento di capitale, la lettera della legge costituisce una formalità apparentemente insormontabile per far coincidere la detrazione fiscale con la data di versamento.

Il versamento diventerà detraibile nel periodo d'imposta in cui all'investitore sarà assegnata una quota di capitale sociale, che potrà avvenire nello stesso periodo o in uno successivo.

Rimane tuttavia un ampio spazio per far esprimere il ministero sul punto, soprattutto avuto riguardo alla irrevocabilità del versamento e della sua classificazione a riserva e non a debito nel bilancio della start up.

Un'interpretazione sostanziale della norma porterebbe pari efficacia fiscale alle due fattispecie sopra citate, evitando, così, di sottrarre *appeal* ad uno strumento di eccezionale valore.

Il SAFE è diventato uno strumento più snello che agevola tutte le parti coinvolte attraverso un semplice versamento a conto futuro aumento di capitale con vincolo di irrevocabilità, rendendo di fatto la liquidità immediatamente disponibile ai founder.

L'elemento differenziante del SAFE, rispetto ad altre forme di supporto finanziario alla startup (es. finanziamento soci in c/ futuro aumento di capitale sociale) è rappresentato dal vincolo contrattuale riguardo alle modalità di conversione in capitale. Infatti, nella prassi è consuetudine stabilire un valore della quota, da assegnare al primo aumento di capitale della startup, rispetto

ad una valorizzazione minima (floor) ed una massima (hard cap). In alternativa, è possibile contrattualizzare degli sconti sulla valutazione pre-money dell'aumento di capitale (mediamente il 20% in meno sulla valorizzazione della target).

Sul profilo fiscale dell'investimento, si registra un disallineamento temporale tra il versamento del terzo e la sua conversione in equity, il quale potrebbe diventare uno svantaggio per il c.d. tax-planning del soggetto (fisico e/o giuridico) che investe, dacché ai fini del vantaggio fiscale, il 30% in detrazione/deduzione rileva unicamente al momento della conversione (quasi sempre alla data del verbale di chiusura aumento di capitale della startup innovativa), e non al momento in cui è effettivamente avvenuto il versamento da parte dell'investitore (terzo).

U come Upside approach

E' l'approccio dell'investitore che versa nella startup il proprio finanziamento ma non diventa subito socio. Il suo ingresso nel capitale sociale è posticipato a un momento successivo prestabilito che può verificarsi dopo eventi rilevanti, come un round di Serie A o una quotazione. Se poi l'evento non dovesse verificarsi l'accordo prevede un termine finale di conversione in capitale che può variare normalmente tra 12 e 18 mesi. L'*upside approach* dell'investitore, scegliendo il modello Safe, è rivolto all'assicurarsi uno sconto sulla valutazione della società per un successivo round e concordare con i fondatori la valutazione dell'azienda ai fini della conversione in equity del versamento già eseguito.

V come Valuation cap

Si tratta di un premio che consente all'investitore di ottenere un miglior prezzo per quota o azione rispetto a quello di futuri investitori (investitori di round di finanziamento successivi). Il "Cap" stabilisce la valutazione più alta che potrà essere utilizzata per determinare il prezzo di conversione del Safe in quote.

V come Valutazione

È la valorizzazione della target che viene concordata con l'investitore nel SAFE o più semplicemente lasciata ad un momento successivo, ovvero al primo aumento di capitale utile quando un altro Lead Investor si intesterà l'effort estimativo e di due-diligence. Rispetto alla flessibilità con cui è scritto il contratto di investimento SAFE, l'investitore dello stesso si collegherà per la conversione alla valutazione che emergerà dalla due-diligence condotta dal Lead Investor ma scontata mediamente del 20% (o più), oppure nel SAFE si prevedono condizioni sospensive che relegano la target in alcune bande di valutazione, con un minimo (floor) ed un massimo (hard cap), aprioristicamente dalla due-diligence estimativa che altri investitori spunteranno nell'aumento di capitale. Spesso la valutazione non si effettua su ogni singola quota o azione ma si applica una logica matematica sulle proporzioni dell'Equity (capitale sociale versato + Riserva sovrapprezzo) e si individuano due tipologie di valutazioni: la valutazione pre-money, ovvero prima dell'aumento di capitale quindi degli apporti dei terzi sottoscrittori nell'aumento di capitale, ed una valutazione post-money, ovvero algebricamente la semplice somma tra gli apporti dei terzi nell'aumento di capitale e la valutazione pre-money, come sopra descritta. Quando ci sono apporti da convertire coi SAFE spesso l'investitore vuole avere evidenze anche delle promesse di quote/azioni (work-for-equity ed altri programmi di stock-option) che i Founder hanno in essere con altri professionisti, persone fisiche e/o società; pertanto, in queste condizioni si parla di valutazione "fully diluted", così da risalire alla percentuale esatta che riscatterà a valle anche delle conversioni delle altre "promesse" pendenti.

Z come Zero Coupon Bond

Ovvero uno strumento opposto al Safe nella sua filosofia: un'obbligazione che non prevede il pagamento di alcuna cedola fino alla scadenza. Il prezzo al quale sono emesse risulta essere inferiore al valore di rimborso: ad es., i buoni ordinari del Tesoro italiani sono, tipicamente, degli Zero Coupon Bond.

**Conclusioni:
Il vantaggio
competitivo di uno
strumento**

La presente trattazione ci fornisce una descrizione il più possibile pratica di quello che è uno strumento finanziario nuovo e piuttosto duttile. Ma un investitore informale, un business angel, che cosa può aspettarsi da un nuovo strumento come il SAFE e perché può ritenerlo utile?

Serve avere contezza del contesto geopolitico attuale. I capitali si muovono ma negli ultimi 10 anni abbiamo assistito alla grande sostituzione - nella mappa geopolitica delle decisioni - degli attori capaci di influenzare decisioni rilevanti. Sono alcuni i fattori da tenere in considerazione:

1. I grandi fondi d'investimento assumono ruoli sempre più rilevanti, e guidano flussi di capitali che sono essenzialmente anonimi.
2. Il reshoring e la regionalizzazione delle produzioni modificano le catene globali del valore.
3. I BRICS assumono sempre più potere a scapito di un Occidente sempre meno competitivo che ha deliberatamente arrestato il proprio sviluppo.
4. Un'Europa di consumatori, alla ricerca di un ruolo, spogliata della grande industria, è costretta a valorizzare i vantaggi competitivi rimasti, nonostante scelte passate poco strategiche.

Il Safe rappresenta un'opportunità per gli investitori che hanno la possibilità di sostenere business di nicchia, con piccoli e medi investimenti, garantendo all'iniziativa di crescere nelle fasi iniziali e di convertire le somme investite in quote o azioni della società finanziata a condizioni di favore rispetto a coloro che investono nei successivi round di finanziamento. Abbiamo visto lungo questo lavoro come questa si riveli essere un'opportunità per l'im-

prenditore che ha la possibilità di raccogliere capitali freschi in modo semplice e di finanziare un percorso di crescita che renda il business interessante in termini di volumi per tutti i soggetti coinvolti, incluso il venture capital.

Sintetizziamo 7 vantaggi competitivi del Safe:

1. Il Safe è **conveniente**, può essere convertito in quote del capitale di una società, senza alcun costo di finanziamento, spese o altri costi per le parti interessate, divenendo così più agevole reperire nuove risorse finanziarie sul mercato.
2. Il Safe è **neutro** circa la generazione di passività. Non ci sono né tassi di interesse o maturity date da sostenere, contrariamente a quanto avviene con altri strumenti di finanziamento anche convertibili.
3. Gli investitori che sottoscrivono il Safe lo fanno a fronte di uno **sconto** (di norma tra il 15% e il 25%) da applicare in occasione del primo round di finanziamento in cui viene effettuata una valutazione scientifica della società da parte di soggetti professionali.
4. Il Safe non richiede alcuna cessione immediata di quote né il dover riservare ai Safe holder dei posti nel Consiglio di amministrazione. **L'autonomia societaria** viene così preservata e si sgrava di responsabilità gestionali l'investitore puro.
5. Il Safe è fortemente **liberale**, è personalizzabile dal momento che investitori e società possono di volta in volta concordare condizioni diverse. In sintesi, ogni investitore firma un Safe separato.

6. Con il Safe la startup ottiene **liquidità immediata** che permette di sviluppare un business plan strutturato, che a sua volta costituisce volano per attrarre in seguito investitori di maggior spessore.

7. Con il Safe gli investitori fanno una *successful conversion*. Quando gli investitori di maggior spessore iniziano a investire nella startup (Series A Funding) i Family & Friends e i business angels potranno convertire in quote o azioni gli importi investiti durante il *seed funding*, alle stesse (convenienti) condizioni dei nuovi investitori. Ecco che allora possiamo definire il Safe come uno spazio di “rischio creativo”, uno strumento di riscatto dell’investitore. Il grande defraudato, il colpevole di tutti i mali – pensiamoci – in una società che in tutte le direzioni colpevolizza l’assunzione di responsabilità e la cultura d’impresa, cercando al contrario assistenzialismo, rendita di posizione, *influencing*. In un mondo di capitali anonimi, il Safe nobilita l’imprenditore, lo sostiene, lo nutre, lo stimola.



IBAN - Associazione riconosciuta con personalità giuridica
Via Aosta, 4 - 20155 Milano
segreteria@iban.it - www.iban.it