

APPROFONDIMENTI

# Simple Agreement for Future Equity (SAFE): il nuovo standard italiano per investire in startup

25 Febbraio 2025

**Sergio Anania**, Partner, Studio Legale Withers  
**Federico Zindato**, Mid-level Associate, Studio Legale Withers



**Sergio Anania**, Partner, Studio Legale Withers

**Federico Zindato**, Mid-level Associate, Studio Legale Withers

**> Sergio Anania**

Sergio Anania presta principalmente consulenza a società e banche, italiane ed estere, in tema di fusioni e acquisizioni, Real Estate connesse alla cessione di pacchetti non-performing e crediti ipotecari delle banche e riorganizzazioni, sia a livello domestico che internazionale. Ha maturato una considerevole esperienza nel settore bancario in materia di acquisition finance e project finance e assiste anche aziende italiane a conduzione familiare e family office in tema di emissione di minibond italiani. Recentemente, è stato coinvolto anche in una serie di processi di ristrutturazione del debito, fornendo consulenza sia a società che a banche.

**Sommario:** 1 - Il SAFE: nascita e diffusione di uno strumento giuridico innovativo. 2 - Il SAFE in Italia: le caratteristiche di un nuovo strumento giuridico per la regolamentazione degli investimenti in startup early stage. 3 - Il SAFE: nuovo contratto atipico ed imputazione contabile. 4 - Profili fiscali: breve inquadramento di una disciplina in evoluzione 5 - Considerazione finali.

**1. Il SAFE: nascita e diffusione di uno strumento giuridico innovativo**

Nell'era contemporanea, in un sistema economico dinamico ed innovativo, la nascita e lo sviluppo di startup risulta ormai un *trend* caratterizzante<sup>1</sup>. Tale crescente sviluppo, tuttavia, rilevata la generale prospettiva di incertezza da parte degli investitori di recuperare l'apporto investito nelle startup, ha fatto emergere quale sfida per queste ultime l'ottenimento di "pronta liquidità", spendibile per il finanziamento dei loro progetti di crescita.

Tradizionalmente, gli strumenti per garantire tale liquidità, si dividono in strumenti di *equity* (i.e. l'investimento in capitale di rischio della società) e in strumenti di *debito* (tra cui *bond* ed altri titoli di debito). Entrambi questi strumenti, però, presentano delle caratteristiche non perfettamente compatibili con lo schema di crescita delle startup, caratterizzato da un'alta componente di rischio. Nelle startup, infatti, la liquidità raccolta viene impiegata in progetti di ricerca o sviluppo, destinati a scalare il mercato<sup>2</sup> oppure a tramontare.

Da un lato, gli strumenti di *equity* sembrano quelli più adatti a finanziare la startup nella sua fase iniziale (*early stage*), dal momento che non prevedono assunzioni di obblighi di rimborso in capo alla società.

<sup>1</sup> Per un'analisi completa sul numero ed attività delle startup in Italia, si rimanda alla "Relazione Annuale al Parlamento sullo stato di attuazione delle policy in favore delle startup e PMI innovative" (ultimo aggiornamento anno 2023) ed in prossima uscita quella relativa al 2024. Nonostante un lieve calo rispetto al 31 dicembre 2022 (principalmente registrato in ambito manifatturiero), al 2 ottobre 2023, le startup innovative, iscritte alla relativa sezione speciale del Registro delle imprese, sono risultate pari a 13.756.

<sup>2</sup> Non a caso si parla di venture capital, ossia di "capitale di avventura" a rimarcare l'alto potenziale di sviluppo della startup. I rendimenti estremi attesi compensano dunque le importanti perdite iniziali. Sul punto, cfr. più ampiamente A. Gervasoni, F. Sattin Fabio, Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio, Guerini 2020.

Tuttavia, consentendo all'investitore di ottenere un'importante partecipazione sociale a fronte di un investimento anche marginale (non avendo la startup *early stage* una valutazione tale da giustificare un sovrapprezzo significativo), presentano l'inconveniente di porre sullo stesso livello investitori e soci fondatori, costringendo le parti a complessi accordi giuridici per regolare la governance societaria.

Dall'altro, gli strumenti di *debito* tutelano la diversificazione dei ruoli tra soci fondatori ed investitori, ma pongono in capo alla società un onere di restituzione del capitale ricevuto, che risulta gravoso per l'incertezza di avere in futuro risorse sufficienti per il ripagamento del debito.

Così, nell'ottica di conciliare la necessità di tenere distinti i ruoli dei soci fondatori e degli investitori, tenuto conto del rischio intrinseco dell'operazione di investimento, le startup, più di altre realtà, hanno favorito la ricerca di nuovi strumenti per il reperimento di risorse economiche.

In un primo momento, lo strumento maggiormente utilizzato è stato il prestito obbligazionario convertibile<sup>3</sup>, il quale, consentendo l'ingresso dell'investitore in un momento successivo (cd. momento di conversione) e ad una valutazione futura della startup target, permette di posticipare il regolamento puntuale della governance societaria e, quindi, consente il corretto bilanciamento tra il ruolo dei soci fondatori e degli investitori. Tuttavia, in ipotesi di insuccesso dell'operazione, permane l'obbligo di rimborso di quanto ricevuto, che rappresenta – per la startup – il principale svantaggio di tali strumenti<sup>4</sup>.

Al fine di superare questo svantaggio, è sorta, quindi, la necessità di regolare in maniera diversa gli investimenti in startup e di ricorrere ad un nuovo strumento che non prevedesse l'obbligo di restituzione del capitale investito senza regolare in maniera complessa la governance della società.

<sup>3</sup> In Francia gli strumenti tradizionali utilizzati sono stati i *bon de souscription d'actions*, mentre negli Stati Uniti le *convertible notes* (meglio note in Inghilterra e nel Galles come *Convertible Loan Notes*). Questi strumenti, ciascuno con le loro peculiarità, sono noti per qualificare il versamento dell'investitore quale debito, prevedendone la restituzione entro un determinato periodo di tempo. Per un maggiore approfondimento relative agli strumenti di debito nei vari ordinamenti, cfr. J. Perry, M. Bolanos, J. Eatman, J. Hamilton, S. Wared and E. Dansbo, *SAFES AS (NEW) FINANCING INSTRUMENTS*, in *Business Law International*, Vol 23, No 3, p 263, 2022

<sup>4</sup> Inoltre, tali strumenti non sono spesso idonei a concedere agli investitori gli attesi vantaggi fiscali. Cfr. J. Perry et alia, *SAFES* (cit.), p. 255 e seguenti, che evidenzia come le *Convertible Loan Notes* non siano idonei ad attribuire i vantaggi fiscali derivanti dallo *Enterprise Investment Scheme (EIS)* e dallo *Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS)* derivanti dagli schemi EIS e SEIS, in materia di detrazioni dell'importo investito dall'imposta sul reddito.

Nel 2013, grazie all'attività di Y-Combinator (uno dei più importanti acceleratori internazionali basato nella *Silicon Valley*), viene presentato al pubblico un nuovo strumento, reso noto sotto l'acronimo di SAFE (*Simple Agreement for Future Equity*). Trattasi di un contratto di investimento molto semplice che consente ad un investitore, a fronte di un investimento iniziale, di ottenere in futuro una partecipazione della società ad una valutazione e con una governance legata ai termini e condizioni di un futuro aumento di capitale. Il SAFE, quindi, non regola nel dettaglio la futura governance, ma opera un mero rinvio a quanto sarà concordato con un terzo investitore in futuro.

Sin da subito, il SAFE si caratterizza per essere uno strumento di investimento che garantisce e specifica l'assenza di ogni obbligo di restituzione del versamento effettuato (trattandosi di investimento nel capitale di rischio della società) e permette la corretta diversificazione del ruolo di soci fondatori ed investitori, dal momento che il valore di conversione dell'investimento viene rimandato alla determinazione di un terzo investitore.

Il SAFE si afferma subito nell'ecosistema come facile ed apprezzato strumento per la regolazione dei rapporti tra startup ed investitori poiché mantiene tutti i vantaggi delle *convertible notes* (tra cui la pronta ricezione della liquidità e l'acquisto delle partecipazioni in un momento successivo), ma ne supera gli svantaggi: l'investimento non matura interessi e soprattutto non è soggetto all'obbligo di restituzione.

Nel corso del tempo, ciascun ordinamento giuridico recepisce il SAFE, adattando il modello di Y-Combinator alle proprie caratteristiche. In Inghilterra e nel Galles, per esempio, viene elaborato l'ASA (acr. *Advance Subscription Agreement*), che supera il concetto del versamento propedeutico alla futura "conversione" tipico del meccanismo di Y-Combinator (riferito al meccanismo di trasmutazione dell'investimento in partecipazioni del capitale sociale della società, per un valore pari, per nominale e sovrapprezzo, all'investimento stesso), sostituendolo con un fondo destinato alla sottoscrizione al momento della conversione, aggirando così il meccanismo della conversione automatica con un istituto molto simile<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Cfr. J. Perry et alia, *SAFES* (cit.), p. 255 e seguenti per maggiori caratteristiche dell'ASA.

In Italia, per il momento, il legislatore non ha ancora regolamentato un contratto assimilabile al SAFE<sup>6</sup>. Tuttavia, con la prassi e, in ultimo, attraverso un gruppo di lavoro congiunto degli operatori legali ed *investment manager* attivi nel mondo venture capital italiano, con l'obiettivo di sintetizzare le istanze del mercato e a cui hanno preso parte gli autori del presente articolo<sup>7</sup>, si è diffuso un modello, che può essere considerato la trasposizione del SAFE americano nell'ordinamento giuridico italiano, più dettagliatamente approfondito nei paragrafi che seguono.

## **2. Il SAFE in Italia: le caratteristiche di un nuovo strumento giuridico per la regolamentazione degli investimenti in startup early stage**

Il modello di SAFE italiano risulta, per quanto possibile, fedele al modello statunitense proposto da Y-Combinator, ma risulta recepire i correttivi necessari per renderlo conforme ai principi di diritto civile del nostro ordinamento.

Come anticipato, il SAFE si struttura quale contratto che attribuisce all'investitore, a fronte di un iniziale investimento nella società, il diritto di ricevere in futuro partecipazioni ad un valore determinato successivamente dal terzo investitore. Per l'effetto, elementi caratterizzanti tale contratto sono: (i) la mancata quantificazione attuale del valore (per nominale e sovrapprezzo) delle partecipazioni di futura spettanza dell'investitore; (ii) il rinvio del momento dell'assegnazione delle quote o azioni al momento in cui l'investitore terzo effettua il proprio aumento di capitale.

Con riferimento al primo punto, il contratto SAFE italiano, in linea con la tradizione continentale nel settore del venture capital, ai fini della determinazione della quantificazione delle partecipazioni di fu-

<sup>6</sup> Si può, per la verità, assimilabile lo strumento del "finanziamento convertendo" ai sensi dell'art. 1, lett. f) del decreto del 1° ottobre 2020 del Ministero dello Sviluppo Economico, relativo alle modalità di impiego delle risorse aggiuntive conferite al Fondo di sostegno al venture capital e finalizzate a sostenere investimenti nel capitale delle start-up innovative e delle piccole e medie imprese innovative

<sup>7</sup> Si fa riferimento al gruppo di lavoro per la realizzazione di un modello italiano del SAFE, patrocinato da Italian Tech Alliance, a cui hanno partecipato i professionisti legali attivi nel settore venture capital (tra cui gli autori). Il documento è liberamente scaricabile sul sito <https://www.italiantechalliance.com/risorse>. Precisiamo che l'acronimo SAFE allude a "Subscription Agreement for Future Equity", per scelta del gruppo di lavoro, per accentuare il carattere della sottoscrizione di un futuro aumento di capitale e che differisce dalla locuzione americana "Simple Agreement for Future Equity".

tura spettanza dell'investitore, considera la valutazione che la società avrà al momento del prossimo round e, quindi, la valutazione che verrà accertata dal terzo investitore. Si tratta nello specifico della valutazione *post-money* ossia della valutazione della società, che include l'ammontare dell'investimento eseguito dall'investitore o da terzi<sup>8</sup>.

Il riferimento alla valutazione della società e non al futuro prezzo di sottoscrizione (i.e. "*price per share*", nell'ordinamento di common law) rappresenta il primo elemento distintivo tra il SAFE italiano ed il modello di Y-Combinator. Tale differenza si è resa necessaria, considerato che nelle società a responsabilità limitata italiane - che rappresentano il target di società in cui maggiormente si utilizza il SAFE (essendo rivolto principalmente a startup *early stage*) - il socio diventa titolare di un'unica quota di partecipazione, a differenza di ciò che accade nelle società per azioni, in cui il capitale è diviso in parti omogenee e standardizzate (appunto, le azioni). Pertanto, il ricorso al *price per share*, nell'ambito delle società a responsabilità limitata (ossia di "prezzo per quota"), sarebbe stata una scelta non in linea con la struttura societaria in vigore<sup>9</sup>.

Con riferimento alla valutazione della società, si precisa che la stessa può essere soggetta ad un cap (i.e. il "*valuation cap*") oppure ad uno sconto, entrambi per evitare una crescita esponenziale di tale valutazione, che ridurrebbe notevolmente l'entità della partecipazione dall'investitore.

Nella proposta SAFE di Y-Combinator, *valuation cap* e sconto sono alternativi. Nella proposta italiana, sono entrambi presenti. Tuttavia, la scelta sul loro effettivo mantenimento viene rimessa alla libera negoziazione tra le parti.

<sup>8</sup> Il riferimento alla valutazione *post-money* è stato introdotto nel modello di Y-Combinator solo nel 2018, giacché prima si faceva riferimento solo alla valutazione *pre-money* della Società (ossia alla valutazione della società al momento della sottoscrizione del SAFE). Il riferimento alla valutazione *pre-money* non permetteva però di calcolare in modo preciso la partecipazione da assegnare all'investitore in futuro, risultando così un riferimento poco utile sia per i soci fondatori che per l'investitore. Per approfondimenti, si rimanda direttamente al sito di Y-Combinator alla pagina <https://www.ycombinator.com/documents>

<sup>9</sup> Si dà atto, comunque, che nella prassi italiana è oltremodo presente il ricorso al *price per share* (PPS), che assume la suddivisione del capitale sociale (anche della s.r.l.) in tante quote omogenee (generalmente del valore di Euro 1,00 o 0,01). Ciò al fine di semplificare i calcoli per la quantificazione delle partecipazioni, attraverso fogli di calcolo Excel o similari.

Il *valuation cap* consiste in un valore soglia, che risulta il valore massimo della valutazione a cui l'investitore acquisirà le proprie partecipazioni. Per esempio, qualora la valutazione della società abbia raggiunto i 12 milioni di euro, ma sia stato negoziato un *valuation cap* a 10 milioni di euro, l'investitore convertirà a quest'ultimo valore, risultando così tutelato da potenziali incrementi di valore inaspettati. Lo sconto risulta, invece, la riduzione di prezzo della futura valutazione ad un determinato tasso (generalmente ricompreso tra il 5% ed il 20%).

Per l'effetto, la formula di calcolo della partecipazione investitore risulterà la seguente:

$$\text{Partecipazione Investitore (\%)} = \frac{\text{Versamento}}{(1 - \text{Tasso di Sconto}) * \text{Valutazione Post - Money}} * 100$$

con la precisazione che la valutazione *post-money*, ridotta del tasso di sconto, non potrà eccedere in alcun caso il *valuation cap*, ove concordato.

Definita la quantificazione delle partecipazioni di futura spettanza dell'investitore, occorre adesso definire il momento di attribuzione di tali partecipazioni. Il modello contrattuale del SAFE italiano prevede tre distinti momenti di attribuzione delle partecipazioni: (a) un round di investimento; (b) un evento di liquidità; (c) il termine.

Il round di investimento risulta sostanzialmente l'aumento di capitale deliberato dall'assemblea dei soci, che permette l'ingresso di nuovi investitori. Al fine di evitare la presenza di meri round strumentali, si è soliti definire un valore minimo del round di investimento (*round floor*) e una percentuale minima di sottoscrizione da parte di terzi investitori. Con l'inserimento di entrambi i correttivi si evita che l'investitore sottoscriva round che non rappresentano dei significativi round di raccolta (ossia che confermano la crescita e l'affermazione nel mercato della società), ma sono solamente aumenti di capitali tesi ad evitare che l'investitore converta al termine e, quindi, ad una valutazione scontata vantaggiosa (come si dirà a breve).

L'evento di liquidità rappresenta invece quell'evento esterno, con cui la startup incassa determinati proventi. Il modello SAFE italiano ricomprende nell'evento di liquidità il cambio di controllo, la cessione

dell'azienda o di una parte sostanziale della stessa, nonché la quotazione. Si dà atto che altri modelli presenti sul mercato ricomprendono altre casistiche. Occorre, tuttavia, a tal proposito, precisare che l'evento di liquidità di norma risulta solo l'evento che genera i proventi e non già l'evento che ne giustifica la ripartizione ai soci (che risulta, invece, la decisione dell'assemblea). Si precisa, inoltre, che accanto all'evento di liquidità vero e proprio, l'attribuzione delle partecipazioni all'investitore si ha anche in presenza di evento di scioglimento della società, al fine di permettere all'investitore di partecipare alla ripartizione dell'attivo patrimoniale.

In netta differenza, poi, con il modello statunitense, il SAFE italiano include tra i necessari eventi di attribuzione della partecipazione, il decorso di un termine. La necessità dell'inserimento di un termine è anche confermata dall'imputazione contabile dell'investimento SAFE in "*conto futuro aumento capitale*", che quindi presuppone che in un momento futuro (ignoto nel tempo ma certo nel verificarsi) il versamento deve convertirsi in partecipazioni. In assenza di un termine, potrebbe altrimenti venire meno il momento in cui l'investitore diviene socio della società, aspetto che risulta, invece, vera e propria causa del contratto.

Accanto a tutti i predetti elementi fondamentali del SAFE italiano, il modello prevede altresì delle clausole ancillari, ma non meno importanti per la protezione dell'investitore.

Tra queste, si citano sicuramente le "*dichiarazioni e garanzie*". Rilevato che il contratto SAFE sottintende sostanzialmente una compravendita futura di quote, almeno le dichiarazioni e garanzie fondamentali (tra cui quelle sulla capacità dei contraenti, sulle proprietà intellettuale e sulla situazione contabile della società) devono essere inserite nel contratto per garantire all'investitore sicurezza nell'investimento, tenuto conto che, generalmente, l'investimento in startup *early stage* (che, come detto, più ricorrono ai SAFE) non è accompagnato da una *due diligence* societaria. Viene lasciata, invece, all'autonomia delle parti la regolamentazione della procedura di indennizzo, affinché la stessa possa essere maggiormente rispondente alle effettive necessità delle parti, in base allo stato di crescita e dell'entità dell'investimento.

### 3. Il SAFE: nuovo contratto atipico ed imputazione contabile

La definizione degli elementi fondamentali del SAFE ha indotto gli operatori del diritto a riflettere sulla struttura giuridica del SAFE nonché sulla qualificazione dell'investimento nella società, per la determinazione della relativa disciplina applicabile.

Con riferimento alla struttura giuridica<sup>10</sup>, in un primo momento, nella prassi applicativa degli operatori, non sono mancate ricostruzioni che hanno rimarcato i profili di similitudine con istituti già noti nel nostro ordinamento, quali l'associazione in partecipazione<sup>11</sup>, il contratto di opzione per la sottoscrizione di un aumento di capitale futuro (similmente al *warrant*)<sup>12</sup> oppure gli strumenti finanziari partecipativi<sup>13</sup>. In realtà, in campo applicativo fu presto evidente che il SAFE rappresentava un'autonoma fattispecie contrattuale atipica, con proprie peculiarità, difficilmente classificabili nel nostro ordinamento secondo gli attuali schemi in uso.

Le maggiori difficoltà di classificazione riguardavano proprio la qualificazione del versamento nella

<sup>10</sup> Nel SAFE, il terzo investitore, poiché effettua un versamento che viene acquisito a patrimonio netto della società e può essere utilizzato a copertura perdite in virtù di un accordo contrattuale, risulta di fatto già socio della società, prima di aver sottoscritto l'accordo sociale, come se avesse delle *shadow shares* (azioni fantasma). Per un approfondimento sulle *shadow shares*, cfr. by C. Rosen, J. Adams, B. Baksa, "Equity Alternatives: Phantom Stock, SARs, Restricted Stock, Performance Awards, and More", NCEO 2024.

<sup>11</sup> La riconducibilità al contratto di associazione in partecipazione avrebbe comportato la necessità di sostituire la partecipazione agli utili dell'impresa prevista dalla norma con l'acquisizione della futura quota di partecipazione al capitale sociale.

<sup>12</sup> L'utilizzo dell'opzione di acquisto avrebbe potuto ben adattarsi alle esigenze di semplicità richieste dal SAFE, evitando tutte le complessità (che coinvolgono sia la società che i soci della stessa) ed i costi (anche notarili) connessi alla procedura di aumento di capitale. Inoltre, la qualificazione del SAFE come contratto di opzione avrebbe risolto il problema di garantire il diritto alla conversione anche nell'ipotesi in cui il versamento e la relativa riserva fossero completamente utilizzati per la copertura di perdite pregresse. Tuttavia, rilevata la consuetudine degli operatori nel mercato italiano ad operare utilizzando lo strumento del convertibile, è stato ritenuto preferibile ricondurre a quest'ultimo la struttura ed il funzionamento del SAFE. D'altronde, l'affidamento dell'esercizio del diritto di opzione alla mera decisione dell'organo amministrativo della società senza un coinvolgimento diretto dell'assemblea e/o dei soci non sarebbe stato accolto favorevolmente dalla prassi di mercato in vigore, anche se avrebbe potuto semplificare il procedimento di adozione del SAFE e, quindi, i relativi costi.

<sup>13</sup> Tali strumenti, a differenza del SAFE richiedono l'adozione di una delibera assembleare e l'adozione di un regolamento, rendendo meno agevole il loro processo di adozione, rispetto al SAFE.

società. Infatti, con riferimento a questo secondo punto, il SAFE si qualificava, nell'ordinamento statunitense in cui nacque, come strumento di *semi-equity*, ossia uno strumento a cavallo tra una posta di *debito* (rilevata l'attesa dell'investitore a ricevere le partecipazioni) e una di *equity* (tenuto conto che l'investitore partecipa del rischio di impresa, a differenza di qualsiasi obbligazionista). In Italia, tuttavia, tale qualificazione ibrida dello strumento non risultava essere possibile per gli attuali principi contabili, che distinguono tra posta di debito, in cui vengono iscritti i finanziamenti soci, e posta di equity, rappresentata dal patrimonio netto della società.

La riconducibilità all'equity della società (ossia al patrimonio netto) fu presto la sola ricostruzione necessaria, tenuto conto del paragrafo 26 del principio contabile OIC (Organismo Italiano di Contabilità) 19, il quale prevede che: "l'elemento discriminante per considerare il debito un finanziamento e non un contributo va individuato esclusivamente nel diritto dei soci, previsto contrattualmente, alla restituzione delle somme versate".

Quindi, considerato che, da espressa pattuizione contrattuale, l'investimento SAFE non è soggetto a restituzione o rimborso (aspetto che risulta proprio un elemento caratterizzante del SAFE), fu presto evidente che il SAFE, a fini contabili, non poteva che essere qualificato come posta di equity (patrimonio netto) della società.

Chiarito dunque che il versamento effettuato dall'investitore incide sul patrimonio netto della società e, specificatamente, viene classificato in specifica riserva<sup>14</sup>, occorre specificare se vada qualificato come "versamento in conto capitale" (riserva che accoglie il valore di nuovi apporti operati dai soci) oppure come "versamento in conto futuro aumento capitale" (riserva destinata ai versamenti non restituibili effettuati dai soci in via anticipata, in vista di un futuro aumento di capitale), entrambi riferibili alla voce A.VI del patrimonio netto, così come previsto dall'OIC nel documento 28<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> L'articolo 2424 del Codice Civile prevede che le voci del patrimonio netto siano iscritte nel passivo dello stato patrimoniale alla voce A "Patrimonio netto" con la seguente classificazione: "I – Capitale. II – Riserva da soprapprezzo delle azioni. III – Riserve di rivalutazione. IV – Riserva legale. V – Riserve statutarie. 3 VI – Altre riserve, distintamente indicate. VII – Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi. VIII – Utili (perdite) portati a nuovo. IX – Utile (perdita) dell'esercizio. X – Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio".

<sup>15</sup> Testo del principio contabile emanato nel dicembre 2016, con aggiornamenti successivi.

Entrambe le alternative risultano però apparentemente insufficienti. Da un lato, il versamento in conto capitale implica la definitiva acquisizione nel patrimonio della società fin dal momento dell'esecuzione del versamento. Dall'altro, il versamento in conto futuro aumento capitale va considerato, così come confermato da due recenti ordinanze della Corte di Cassazione<sup>16</sup>, come un conferimento a fondo perduto con uno specifico vincolo di destinazione, che dovrà essere però restituito nel momento in cui non si concretizza la destinazione per cui era stato versato, ossia l'aumento di capitale (restituzione, come visto, contrattualmente esclusa nel caso del SAFE, anche in mancanza di aumento di capitale e che legittimerebbe l'investitore solo ad agire per il risarcimento del danno<sup>17</sup>).

Nonostante l'inadeguatezza di entrambe le riserve, parte della prassi contrattuale si è comunque orientata nel qualificare l'investimento SAFE come "versamento in conto futuro aumento", scindendo temporalmente il momento del versamento dell'ammontare destinato all'aumento di capitale, acquisito subito a patrimonio netto della società, da quello della sua conversione nel capitale sociale, operando una sorta di "stretching" della procedura di aumento di capitale.

In quest'ottica, rilevato che la riserva ha principalmente una funzione di accantonamento per una esigenza futura, una soluzione è quella di imputare il versamento SAFE quale "Riserva SAFE", precisandone la natura, "targata" ossia "personalizzata", in quanto di esclusiva pertinenza dei soci che hanno

<sup>16</sup> Si fa riferimento all'ordinanza numero 24093/2023 e alla numero 34503/2021, in cui la Corte precisa che "una funzione oggettiva di credito è da escludere dinanzi a versamenti in conto di un futuro aumento di capitale, visto che essi, ove l'aumento intervenga, vanno a confluire automaticamente in esso, mentre, ove l'aumento non intervenga, vanno sì restituiti, ma non perché eseguiti a titolo di finanziamento, sebbene semplicemente perché la fattispecie in effetti programmata - l'aumento di capitale - non si è perfezionata", e "l'iscrizione in bilancio avviene in tali casi come riserva, e non come finanziamento soci e come debito della società verso i medesimi".

<sup>17</sup> Il modello di SAFE italiano, alla clausola 2.5 prevede che "Senza pregiudizio per gli ulteriori rimedi di legge in capo all'Investitore, la mancata attribuzione della Partecipazione Investitore nel capitale sociale della Società per fatto imputabile alla Società ai Soci Fondatori o ai Soci Rilevanti, dà diritto all'Investitore di agire per il risarcimento del danno". Si immagina tuttavia che l'ammontare del risarcimento stabilito dal giudice possa risultare equivalente all'importo versato (che garantirebbe, in altri termini, una "sostanziale" restituzione). I concetti di "risarcimento" e "restituzione", almeno allo stato attuale, risultano tuttavia diversi e non assimilabili, così come le connesse azioni giudiziarie (appare ammissibile l'azione contrattuale per il risarcimento del danno, non invece quella per l'esecuzione specifica del contratto ex art. 2932 Cod. Civ.).

effettuato i versamenti in relazione all'entità delle somme da ciascuno erogate<sup>18</sup>.

Sicuramente, la qualificazione come patrimonio netto e non come debito ha importanti ripercussioni sul piano pratico. Tra tutte, il ricorso al SAFE e non già alle obbligazioni convertibili non impatta sulla finanziabilità aziendale, ossia sulla capacità di un'impresa di poter ricevere credito da parte delle banche (nota, in gergo, come "bancabilità" della società). Nello specifico, incide positivamente sulla differenza tra attività e passività e migliora indicatori chiave come il rapporto tra capitale proprio e indebitamento (cd. "debt-to-equity ratio"), riducendo il peso delle passività nel bilancio.

#### 4. Profili fiscali: breve inquadramento di una disciplina in evoluzione

Alla luce delle suesposte caratteristiche del SAFE, corre l'obbligo di dare atto, seppur con brevi cenni, della disciplina fiscale applicabile, giacché decisiva sia per la startup che per l'investitore nella valutazione della convenienza ad utilizzare un determinato strumento<sup>19</sup>. In considerazione della natura "convertibile" del SAFE (perché di fatti realizza una sostanziale "conversione" in quote dell'investimento nel momento in cui si verifica un evento rilevante a tal fine), è proprio alla disciplina fiscale dei convertibili, a cui possiamo fare riferimento, in attesa di una regolamentazione precisa sullo strumento<sup>20</sup>.

Al fine di comprendere la disciplina fiscale applicabile, occorre in primo luogo determinare se la disciplina del SAFE, in quanto strumento convertendo, sia riconducibile sul piano fiscale, alla disciplina delle azioni (equity) oppure delle obbligazioni (debito). Ai sensi di quanto evidenziato in precedenza (cfr. cap. 1 di questo contributo) e della successiva prassi, è ormai incontrovertibile che lo strumento per il diritto

<sup>18</sup> La natura di riserva targata non è contestata ed è anzi particolarmente presente nei modelli contrattuali venture capital in uso per "evitare indebiti arricchimenti a favore dei soci che non abbiano versato in misura proporzionale alle proprie quote o non abbiano versato affatto" (cfr. Bilancio, vigilanza e controlli n. 4/2022, *Versamenti dei soci in conto futuro aumento di capitale: iscrizione in bilancio come riserva "targata"* di F. Facchini).

<sup>19</sup> Il presente capitolo intende fornire solamente le coordinate fiscali principali per orientare la scelta di investimento. In considerazione del veloce evolversi della normativa fiscale applicabile, si suggerisce sempre di verificare eventuali aggiornamenti normativi con i professionisti attivi in materia.

<sup>20</sup> Per un approfondimento in materia di regime fiscale degli strumenti convertibili, si rimanda alla lettura del contributo F. Brunelli, S. Cacace, C. Curti, V. Forestieri, *Il regime fiscale degli strumenti di investimento "Convertendi" in startup e PMI*, pubblicato in data 26 aprile 2023 in Non solo diritto bancario e disponibile al link <https://www.dirittobancario.it/art/il-regime-fiscale-degli-strumenti-di-investimento-convertendi-in-startup-e-pmi/>

italiano è assimilabile all'equity. Anche l'Agenzia delle Entrate ha confermato questa impostazione nella sintesi n. 1/2023 in risposta all'interpello "nuovi investimenti" (prot. n. 956-19/2022)<sup>21</sup>, specificando che "gli strumenti finanziari partecipativi sono da assimilare alle azioni laddove abbiano una remunerazione totalmente correlata ai risultati economici della società emittente", tenuto conto del dettato dell'art. 44 TUIR<sup>22</sup> il quale stabilisce che si considerano similari alle azioni, i titoli e gli strumenti finanziari che hanno una remunerazione "costituita totalmente dalla partecipazione ai risultati economici della società emittente o di altre società appartenenti allo stesso gruppo o dell'affare in relazione al quale i titoli e gli strumenti finanziari partecipativi sono stati emessi". Sulla base, pertanto, di questa ricostruzione l'Agenzia delle Entrate ricostruisce la disciplina fiscale che segue, distinguendo in disciplina fiscale in capo alla società target e disciplina fiscale in capo all'investitore.

Con riferimento alla disciplina fiscale in capo alla società target, l'Agenzia precisa che "l'incasso delle somme di denaro messe a disposizione degli investitori non ha un effetto reddituale, atteso che si tratta nella sostanza di un apporto, come si evince anche dalla rilevazione contabile che fa emergere nel passivo dello stato patrimoniale del bilancio la riserva "targata" in contropartita del denaro ricevuto (articolo 88, comma 4 del TUIR)". Nello specifico, proprio perché la società imputa a capitale sociale (ed eventualmente a sovrapprezzo) la riserva "targata" iscritta a patrimonio netto e attribuisce quote di partecipazione agli investitori senza che vi sia il transito di elementi a conto economico, la conversione non ha alcun effetto ai fini della fiscalità della società emittente. Anche con riferimento al regime IRAP, l'Agenzia ritiene che gli elementi caratteristici dello strumento SAFE, avendo contenuto meramente patrimoniale e non facendo emergere a conto economico componenti redditualmente rilevanti, non incidano sulla determinazione della base imponibile di cui all'articolo 5 del Decreto legislativo n. 446 del 1997.

Anche con riferimento alla disciplina fiscale in capo all'investitore, l'Agenzia delle Entrate specifica che il versamento SAFE è fiscalmente privo di rilevanza reddituale ai fini IRES e IRAP. In particolare, il titolare degli strumenti convertibili e, quindi, del SAFE, al momento della conversione, riceve l'assegnazione di un numero di azioni senza che si generino riflessi reddituali in ragione del fatto che tale evento

<sup>21</sup> Interpello Nuovi Investimenti. Accordi di investimento "convertendi". Articolo 44, comma 2, d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917.

<sup>22</sup> Testo Unico delle Imposte sui Redditi del 22/12/1986 n. 917 e successivi aggiornamenti.

attiene alla dinamica del rapporto tra i soci, che determina esclusivamente l'iscrizione delle quote di partecipazione ricevute al medesimo valore dell'apporto eseguito. Inoltre, potrà trovare eventualmente applicazione il regime della *participation exemption*<sup>23</sup> al ricorrere delle condizioni individuate dall'articolo 87 TUIR. Alla luce dell'orientamento citato dell'Agenzia delle Entrate, pertanto, vi è una sostanziale neutralità fiscale connessa allo strumento SAFE. Restano, invece, in attesa di risoluzione da parte del legislatore o della stessa Agenzia delle Entrate, l'applicabilità agli investitori SAFE, che non abbiano ancora convertito, di tutti gli incentivi fiscali e di altra natura legati all'investimento in startup innovative<sup>24</sup> e che pertanto al momento non risultano trovare applicazione.

## 5. Considerazione finali

Dal quadro delineato, emerge sicuramente un quadro positivo, perché finalmente in Italia risultano chiari e delineati i contorni di uno strumento tipico del mondo anglosassone, prima difficilmente utilizzabile nel nostro ordinamento dal momento che l'originale modello contrattuale americano di Y-Combinator aveva una struttura difficilmente da noi riproducibile. Vale comunque la pena precisare che si auspica un intervento del legislatore per dirimere aree controverse, a cui ad oggi ha dato un riscontro, più o meno contestabile, la prassi applicativa del settore. L'intervento del legislatore consentirebbe finalmente di estendere allo strumento i vantaggi fiscali riservati agli investimenti nell'equity tradizionale. L'attrattiva italiana degli investimenti stranieri rappresenta comunque un buon segnale per favorire tale intervento, che confermerà o eventualmente supererà lo stato attuale di sviluppo del SAFE in Italia.

<sup>23</sup> La *participation exemption* (o PEX) è un regime particolare di esenzione per il realizzo di partecipazioni aventi specifiche caratteristiche previsto dall'art. 87 del TUIR. Per approfondimenti, cfr. F. Brunelli, *La participation exemption*, Giuffrè Editore, Milano, 2016.

<sup>24</sup> Si pensi per esempio, in ultimo, alle nuove agevolazioni fiscali e gli incentivi della legge 162/2024 a sostegno di Start-up e PMI innovative in Italia e normativa complementare, laddove le agevolazioni siano connesse esclusivamente alla qualifica dell'investitore come socio della società target (qualifica non presenza in attesa della "conversione" dell'investimento SAFE).



**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---