



# ***TERM SHEET:*** **LINEE GUIDA PER** ***START-UP E VC***

---

a cura di:

**Avv. Raffaele Battaglini, LL.M.**

**Avv. Claudia Borghini, LL.M.**

**Avukat Selen Ekinci, LL.M.**

# INTRODUZIONE

Lo scopo di queste **Linee Guida** è fornire indicazioni pratiche su cosa sia e come funzioni un Term Sheet relativo a operazioni di investimento in start-up da parte di Venture Capitalist.

Le Linee Guida sono composte da cinque sezioni:

- Sezione 1: **Concetti Introduttivi**;
- Sezione 2: **Termini Economici**;
- Sezione 3: **Termini di Controllo**;
- Sezione 4: **Altri Termini**;
- Sezione 5: **Suggerimenti per la Negoziazione**.

Le Linee Guida hanno lo scopo di aiutare le parti coinvolte in una operazione di investimento a negoziare in modo efficace e a evitare malintesi. A tal fine, le Linee Guida delineano gli elementi chiave che possono essere inclusi in un Term Sheet e i termini e le condizioni che possono essere negoziati per garantire la tutela di entrambe le parti e il successo dell'operazione di investimento.

Con le Linee Guida, le parti possono innanzitutto comprendere i termini e le condizioni di un Term Sheet e, di conseguenza, negoziare un Term Sheet chiaro e completo che faciliterà il processo di negoziazione del successivo accordo di investimento.

Le Linee Guida possono essere un utile strumento per fondatori, imprenditori, investitori e consulenti delle parti.

**Attenzione** > le Linee Guida non sostituiscono la consulenza legale e possono essere utilizzate insieme a quest'ultima nella creazione di un Term Sheet. Infatti, questo documento non può essere inteso come una consulenza legale.

*"Questo [documento/contenuto] non è e non può essere considerato una consulenza legale, fiscale o di investimento. La finalità è puramente informativa e formativa."*

# 1. CONCETTI INTRODUTTIVI

Prima di entrare nel vivo delle clausole di un Term Sheet, è utile affrontare alcuni concetti introduttivi, ossia temi chiave che permettono di meglio comprendere il percorso negoziale e i contenuti di un Term Sheet.

## 1.1 Perché esistono i Term Sheet?

Gli investitori di rischio, noti come Venture Capitalist (i "**VC**"), per meglio tutelare gli interessi dei loro investitori, a cui sono tenuti a rispondere, adottano alcuni documenti legali per proteggere gli investimenti che effettuano, e il Term Sheet è uno di questi. In particolare, il Term Sheet è il documento che delinea i contenuti del successivo contratto di investimento.

Ogni buona relazione contrattuale deve tendere a una situazione soddisfacente per entrambe le parti (il cosiddetto *win/win*), ossia uno stato in cui ciascuna parte è incentivata ad agire nell'interesse dell'altra. Nel valutare se una clausola sia vantaggiosa o svantaggiosa, si deve considerare come questa possa diminuire la capacità delle parti di comportarsi in mala fede o in violazione del contratto, o se, invece, possa migliorare l'allineamento degli interessi delle parti.

Quando si avvia un rapporto contrattuale, si deve anche puntare a ridurre al minimo i costi di transazione attuali e futuri (che sono i costi - sia in termini di tempo che di denaro - associati alla creazione di un rapporto tra due parti).

## 1.2 Che cos'è un Term Sheet?

Un Term Sheet è un documento che delinea i termini e le condizioni chiave in base ai quali un VC è disposto a effettuare un investimento e facilita l'esecuzione della documentazione finale dell'operazione. Serve come schema per le parti coinvolte nell'operazione e fornisce un quadro di riferimento per le negoziazioni. E infatti, il Term Sheet definisce la struttura dell'operazione, le parti coinvolte, le tempistiche per la due diligence, il prezzo di acquisto e i termini di pagamento, nonché altre disposizioni chiave quali la scadenza per il closing (ossia l'esecuzione dell'investimento).

Un Term Sheet ben redatto diventa lo strumento per focalizzare l'attenzione delle parti sugli elementi essenziali dell'operazione, e per verificare se esista un terreno comune tra le stesse riguardo alle condizioni più importanti, prima di dedicare ulteriore tempo, energia e denaro alla negoziazione del vero e proprio contratto di investimento.

In linea generale, un Term Sheet non ha natura vincolante ma è un gentleman agreement che vincola le parti solo psicologicamente e moralmente. Tuttavia, il Term Sheet contiene anche clausole esplicitamente dichiarate vincolanti, che concernono la regolamentazione del processo di negoziazione e includono elementi quali esclusiva, riservatezza, costi, legge applicabile e risoluzione dispute.

### 1.3 Termini e condizioni chiave

Nella negoziazione del Term Sheet contano due cose fondamentali:

- (a) i "**Termini Economici**", ovvero il rendimento che gli investitori otterranno a seguito di un evento di liquidità; e
- (b) i "**Termini di Controllo**", ovvero i meccanismi che consentono agli investitori di esercitare un controllo effettivo sull'impresa o di porre il veto su alcune decisioni.

**Suggerimento** > Le negoziazioni devono concentrarsi su questi due tipi di disposizioni.

### 1.4 Chi sono gli attori coinvolti nella negoziazione del Term Sheet?

**Fondatori:** i fondatori sono il fulcro dell'impresa e devono, dunque, dirigere e controllare il processo di negoziazione evitando di delegare terzi.

**VC:** la società di investimento che propone il Term Sheet. Ci sono diversi ruoli e gerarchie nell'ambito di tali enti. Le società di VC di solito cercano di qualificare i loro investimenti per un periodo di almeno tre-sette anni.

**Angel Investors:** investitori individuali, solitamente indicati come *business angels*. Se vi è un gruppo di *business angels*, il fondatore può prendere in considerazione l'ipotesi di costituire un veicolo di investimento dedicato.

**Sindacato:** un insieme di investitori VC è chiamato sindacato. Solitamente, uno di essi ha un ruolo prevalente (cosiddetto *lead investor*) il cui compito è creare il sindacato, strutturare l'operazione, gestire il processo di *due diligence* e redigere i contratti. Il Term Sheet indicherà anche quale investitore agirà come *lead investor* e quali investitori co-investiranno.

**Avvocato:** il professionista di fiducia che assiste il fondatore e accompagna la società attraverso l'intero ciclo di vita (dalla costituzione all'acquisizione o alla quotazione) e che agisce quale connettore con gli investitori.

**Fiscalista:** il professionista che assiste l'imprenditore in materia fiscale e tributaria.

**Consulente di investimento:** raramente è coinvolto nelle prime raccolte fondi, ma può essere colui che gestisce le negoziazioni per conto della società per le raccolte fondi successive. Una volta che il consiglio di amministrazione della società ha assunto la decisione di cercare un acquirente, un consulente di investimento può svolgere un ruolo importante nella gestione del processo di fusione e acquisizione (M&A) fino a una conclusione positiva.

**Mentore:** ogni fondatore può avere dei mentori o esperti di riferimento stabili.

### 1.5 Prima dell'inizio della raccolta fondi

Prima di avviare una raccolta fondi, il fondatore deve decidere quanto denaro intende raccogliere, poiché ciò influisce sulla scelta dei suoi interlocutori. Il fondatore deve inoltre tenere in considerazione le tempistiche di completamento delle negoziazioni, la durata di

vita residua della società e il tempo necessario per conseguire il prossimo traguardo imprenditoriale.

Come materiale necessario per la raccolta fondi, il fondatore ha bisogno di una sintesi e di una presentazione:

- (a) sintesi: una descrizione breve, concisa e ben scritta della sua idea, del suo prodotto, della sua squadra e della sua attività, compreso il problema che il fondatore sta risolvendo e il motivo per cui è importante risolverlo. Il fondatore deve concludere con alcuni dati finanziari di alto livello per dimostrare di avere aspettative ambiziose ma ragionevoli sull'andamento dell'impresa nel tempo;
- (b) presentazione: presentazione (di 10-20 diapositive) che deve consistere in una panoramica dell'impresa, del problema che il fondatore sta risolvendo, della dimensione dell'opportunità, dei punti di forza della squadra, della concorrenza o del vantaggio competitivo, del piano di sviluppo e dello stato attuale.

Alcuni investitori chiederanno un piano economico-finanziario (*business plan*).

Si sconsiglia di cercare di nascondere informazioni rilevanti. Un buon VC apprezzerà la trasparenza e, se interessato, si impegnerà ad aiutare il fondatore o quantomeno fornirà suggerimenti utili.

Il fondatore deve altresì dimostrare la titolarità della proprietà intellettuale aziendale utilizzata.

**Suggerimento** > Il fondatore dovrebbe raccogliere informazioni sul VC, per esempio chiedendo referenze di altri fondatori. I migliori VC forniranno di propria iniziativa tali contatti.

**Suggerimento** > Alcuni VC chiederanno al fondatore se vi sono altri investitori in fase di negoziazione. Al fine di creare un processo competitivo, il fondatore non dovrebbe fornire tali contatti.

## 1.6 Qual è il processo di negoziazione?

La prima fase è la firma del Term Sheet, la seconda è la firma dei documenti definitivi, e quindi l'incasso.

La maggior parte dei Term Sheet firmati si traduce in un investimento completato; i VC affidabili, infatti, non possono permettersi di far firmare Term Sheet senza portare a termine l'investimento.

La circostanza che potrebbe far saltare l'investimento dopo la firma del Term Sheet è la scoperta, da parte del VC, di elementi negativi non noti sulla società.

## 1.7 Quali sono le diverse fasi dell'investimento con i VC?

Gli investimenti VC, ossia di capitale di rischio, sono investimenti in imprese fisiologicamente in perdita al fine di aiutarle a superare lo scostamento con il capitale proprio, tipico dei primi anni successivi alla costituzione della società (fase anche chiamata "valle della morte").

In generale, Pre-Seed, Seed e Serie A sono i *round* di investimento per le imprese in fase iniziale; Serie B, C e D sono gli investimenti per le imprese in fase intermedia; Serie E (o successive) e la quotazione sono i cicli di investimento per le imprese in fase avanzata.

Si tenga inoltre conto che l'investitore di un *round* successivo difficilmente accetterà condizioni meno favorevoli di quelle negoziate nei *round* precedenti.

In ogni specifico *round* vengono poi emesse delle azioni/quote privilegiate a cui è legata la maggior parte dei diritti negoziati in un investimento. Per distinguere tra questi diversi diritti, ogni *round* avrà in genere una propria categoria di azioni/quote.

## 1.8 Quali sono i diversi tipi di fondi VC?

Un micro VC è una piccola società di VC, spesso nata da *angel investor*. Queste società investono quasi esclusivamente nelle fasi *seed*.

I fondi *seed* sono in genere più grandi dei micro VC. Tali fondi sono essenziali per superare la prima parte della menzionata "valle della morte", in cui i rischi di fallimento sono molto elevati.

I fondi *early stage* solitamente investono in società in fase di avviamento e di Serie A.

I fondi *mid-stage* sono quelli che generalmente investono in Serie B e nei *round* successivi. Questi fondi sono spesso chiamati "investitori di crescita".

I fondi *late-stage* entrano in gioco quando l'azienda è ormai un'impresa autonoma di successo che in genere sta effettuando l'ultimo investimento prima di una potenziale quotazione.

**Suggerimento** > Il fondatore dovrebbe raccogliere fondi da un VC che investe in imprese nella fase di crescita in cui si trova la società.

## 1.9 Quali sono i tipi di partecipazioni?

Le azioni/quote ordinarie sono azioni/quote che hanno pieno diritto di voto e hanno diritto al pagamento di dividendi e distribuzioni dopo che sono stati soddisfatti tutti gli altri costi e crediti.

Le azioni/quote privilegiate sono azioni/quote che comportano determinati diritti che vanno oltre quelli conferiti dalle azioni/quote ordinarie. In termini finanziari, le azioni/quote privilegiate conferiscono ai loro possessori il diritto di ricevere il pagamento dei dividendi prima dei possessori di azioni/quote ordinarie e di avere la precedenza su di esse quando si tratta di distribuire i proventi della liquidazione di una società. Le azioni/quote privilegiate comportano in genere diritti aggiuntivi per garantire ai loro titolari un certo livello di controllo sull'attività e sul capitale della società.

Una società sostenuta da un capitale di rischio di solito emette diverse categorie di azioni/quote privilegiate nel corso della sua vita - una categoria per ogni *round* di investimento. Le azioni/quote privilegiate emesse nel nuovo ciclo hanno diritti superiori rispetto alle azioni/quote privilegiate emesse nei cicli precedenti.



## 2. TERMINI ECONOMICI

Come anticipato, i Termini Economici rappresentano la prima delle due categorie di clausole davvero importanti presenti in un Term Sheet. La finalità dei Termini Economici è tutelare il ritorno economico dell'investimento. Essi, infatti, concernono non solo la valutazione di ingresso e l'importo dell'investimento, ma anche il mantenimento del valore nel tempo e le modalità di monetizzazione.

### 2.1 Valutazione

La valutazione determina il valore complessivo della società e, di conseguenza, il prezzo di vendita della partecipazione e la diluizione che gli attuali soci subiranno a seguito dell'investimento.

La valutazione *pre-money* è quella a cui l'investitore valuta la società oggi, prima dell'investimento. La valutazione *post-money* è la valutazione *pre-money* più l'importo complessivo dell'investimento previsto.

Aspetti come la qualità della squadra, le dimensioni e la maturità del mercato, l'unicità della tecnologia, lo stadio di sviluppo del prodotto, il panorama competitivo, la precedente valutazione *post-money* e la reputazione degli investitori nella società sono fattori estremamente importanti per determinare il valore dell'azienda.

Un altro concetto rilevante è l'espressione "*fully diluted*" che significa che, nel determinare il prezzo per ogni euro di capitale, verranno computate tutte le quote della società in circolazione e future già allocate; ciò quindi include tutte le quote della società già detenute da qualsiasi soggetto e i diritti di terzi di acquisire quote della società in futuro (quali le *stock option* e gli investimenti convertendo).

### 2.2 Importo dell'investimento

L'importo dell'investimento può essere versato in unica soluzione oppure a seguito del raggiungimento di obiettivi (*milestones*).

Esistono due tipi di obiettivi:

- (a) obiettivi di risultato: gli investitori effettueranno un pagamento iniziale (una prima rata) alla chiusura dell'operazione, mentre il restante importo dell'investimento sarà versato in una o più rate al raggiungimento di tappe prestabilite. Strutturando l'investimento in questo modo, gli investitori sono in grado di ridurre il rischio finanziario e aumentare il tasso di rendimento interno;
- (b) obiettivi di valutazione: non influiscono sull'importo totale dell'investimento ma comportano una riassegnazione delle quote. In caso di obiettivi negativi, il mancato raggiungimento degli stessi comporta la rettifica retroattiva al ribasso della valutazione e gli investitori avranno diritto a quote aggiuntive. In caso di obiettivi

positivi, una volta che siano raggiunti vi sarà una rettifica retroattiva verso l'alto della valutazione a cui gli investitori hanno investito dando loro diritto a un capitale sociale inferiore a quello ricevuto inizialmente.

**Suggerimento** > Gli obiettivi devono essere realistici e ben definiti, quindi serve una definizione semplice e chiara.

**Suggerimento** > Includere un meccanismo che consenta un ragionevole aggiustamento degli obiettivi.

## 2.3 Struttura del capitale

Un Term Sheet deve contenere una tabella completa che fornisca una panoramica di tutte le quote/azioni ed eventuali altri titoli emessi ed emettibili dalla società, la loro allocazione e gli investimenti effettuati in cambio di tali titoli.

## 2.4 Dividendi

Un dividendo è una parte degli utili di una società che viene distribuita ai soci della stessa.

La preferenza sui dividendi dà diritto al possessore di azioni/quote privilegiate di ricevere il dividendo prima del pagamento dei dividendi delle azioni/quote ordinarie. I tassi dei dividendi privilegiati variano in genere dal 5% al 15%.

I dividendi possono essere partecipativi o non partecipativi. I dividendi non partecipativi sono i più comuni e limitano la distribuzione dei dividendi ai soci privilegiati a un importo o a una percentuale fissa. I dividendi partecipativi consentono ai soci privilegiati di avere una quota dei dividendi disponibili per la distribuzione dopo il pagamento del dividendo privilegiato.

Si tenga presente che, in Italia, le start-up innovative non possono, per legge, distribuire dividendi.

**Suggerimento** > Assicuratevi che la distribuzione dei dividendi debba essere approvata dalla maggioranza dell'assemblea degli azionisti.

## 2.5 Liquidazione preferenziale

La clausola di liquidazione preferenziale disciplina quanta parte dei proventi di un evento di liquidazione sarà distribuita ai soci privilegiati prima della distribuzione ai soci ordinari. Se sono in circolazione più categorie di azioni/quote privilegiate, la clausola disciplina l'ordine in cui saranno pagati i soci delle diverse categorie di azioni/quote privilegiate.

La liquidazione preferenziale si applica in caso di specifici eventi: liquidazione, cessione dell'azienda, cessione del controllo della società, fusione della società.

La forma più semplice di liquidazione preferenziale è quella non partecipativa: l'investitore, dopo aver ricevuto la propria parte predeterminata di liquidazione preferenziale, non partecipa a ulteriori distribuzioni. Tale porzione predeterminata è di solito pari a un moltiplicatore dell'importo investito.



Con la liquidazione preferenziale partecipativa, il socio privilegiato riceve la propria parte predeterminata di liquidazione preferenziale, solitamente pari all'importo investito, e poi parteciperà pro-quota alla distribuzione degli ulteriori proventi dell'evento di liquidità.

La liquidazione preferenziale partecipativa con massimale implica che l'investitore riceverà la sua preferenza di liquidazione e poi parteciperà ai proventi della liquidazione pro-quota fino al raggiungimento di un certo multiplo dell'importo investito.

## 2.6 Anti-diluizione

La clausola di anti-diluizione ha lo scopo di adeguare il prezzo di conversione così da tutelare la partecipazione nella società, in termini percentuali, dell'investitore protetto. La clausola di anti-diluizione fornisce un meccanismo di protezione che scatta ogni volta che la società emette ulteriori partecipazioni sociali a un prezzo inferiore rispetto a quello pagato dagli investitori. In altre parole, tale protezione si attiva quando il nuovo ciclo di investimento avviene a una valutazione della società inferiore a quella *post-money* applicata all'investitore protetto (cosiddetto *downround*). La clausola di anti-diluizione modifica dunque il rapporto di conversione e protegge gli investitori dalla diluizione percentuale della loro partecipazione derivante dall'evento diluitivo.

Esistono due tipi fondamentali di protezione anti-diluizione:

- (a) protezione anti-diluizione completa (*full ratchet*): è il tipo di protezione più favorevole agli investitori che, con tale protezione, si ritrovano nella posizione di aver investito al nuovo e inferiore prezzo di emissione. Quando scatta tale clausola, gli investitori protetti ottengono il diritto di ricevere azioni/quote aggiuntive come se avessero investito alla valutazione applicata al nuovo ciclo di investimento diluitivo, mantenendo così la percentuale di partecipazione al capitale sociale;
- (b) protezione anti-diluizione media ponderata (*weighted average*): è la disposizione anti-diluizione più comune che tiene conto della quantità di nuove azioni/quote emesse a prezzo inferiore e non solo della valutazione effettiva. La clausola di anti-diluizione media ponderata tiene conto della rilevanza proporzionale del prezzo di sottoscrizione pagato nel *downround* e del prezzo di sottoscrizione pagato nel round precedente. Non vi è un aggiornamento completo del vecchio prezzo al nuovo ma una riduzione del vecchio prezzo a un nuovo prezzo intermedio (prezzo medio ponderato) determinato dalla media di entrambi i prezzi, dopo averli ponderati. In termini percentuali, l'investitore protetto subirà una diluizione parziale. Questa protezione anti-diluizione può essere "ampia" (*wide*) quando include gli strumenti convertibili e convertendi (include le *stock option*), o "ristretta" (*narrow*) quando tali strumenti non sono inclusi.

**Suggerimento** > Non cercate di eliminare le disposizioni anti-diluizione. Concentratevi piuttosto sulla minimizzazione del loro impatto.

## 2.7 Diritti di uscita

Il VC, generalmente, ha una durata di 10 anni; inoltre, la natura degli investimenti è speculativa, ossia legata a un'uscita più che ai dividendi. Pertanto, i VC chiederanno

diversi diritti per aumentare le possibilità di monetizzazione della partecipazione tramite una cessione.

Innanzitutto, il VC vorrà il diritto di forzare la quotazione della società dopo un certo numero di anni, di solito quattro o cinque.

In secondo luogo, il VC richiederà il diritto di nominare, per conto di tutti i soci, un consulente che gestisca la ricerca attiva di un acquirente della società (diritto di “mandato a vendere”). Anche in questo caso, questo diritto può essere esercitato dopo quattro o cinque anni.

Infine, potrebbe essere importante per il VC assicurarsi diritti di opzione di vendita per avere un percorso di liquidazione certo prima che il fondo sia chiuso: in sostanza, i fondatori concedono all'investitore un'opzione di vendita in base alla quale l'investitore può vendere la sua partecipazione ai fondatori dopo cinque o sette anni a un prezzo predeterminato.

## 2.8 Piano di stock option

Una *stock option* è un diritto di opzione concesso dalla società a un dipendente/libero professionista avente a oggetto l'acquisto di partecipazioni sociali della società a un prezzo prestabilito (prezzo di esercizio) entro un determinato periodo di tempo (periodo di esercizio) e subordinato a una serie di condizioni (basate sul trascorrere del tempo o sul conseguimento di risultati). La concessione dell'opzione è considerata uno degli strumenti di incentivazione più efficaci a disposizione della società.

I termini e le condizioni in base ai quali le opzioni possono essere concesse, esercitate e trasferite sono stabiliti in un documento chiamato Piano di *stock option*, ossia un regolamento approvato dalla società che, insieme alla lettera di assegnazione dedicata a ciascun beneficiario, delinea i seguenti concetti chiave:

- data di attribuzione (*grant date*): è la data in cui la società concede ai dipendenti il diritto di opzione ad acquisire le quote della società;
- periodo di maturazione (*vesting period*): periodo di maturazione del diritto di opzione che va dalla data di attribuzione alla data di maturazione. Può essere un mero arco temporale (*cliff vesting plan*) e/o connesso a obiettivi di *performance* individuale e/o aziendale (*performance vesting plan*);
- data di maturazione (*vesting date*): data di maturazione del diritto di opzione, da cui decorre il periodo di esercizio;
- periodo di esercizio (*exercising period*): periodo decorrente dalla data di maturazione ed entro il quale il beneficiario può esercitare il diritto di opzione. Scaduto tale periodo, il beneficiario decade dal diritto (serve ad evitare che le sorti delle quote rimangano eternamente in sospeso, opzionabili senza limiti di tempo);
- data di acquisto: il giorno in cui le opzioni sono esercitate e le quote acquistate;
- prezzo di esercizio (*strike price*): prezzo di acquisto delle opzioni a seguito dell'esercizio delle stesse.

La società e l'investitore hanno interesse a che la società abbia un numero sufficiente di azioni/quote (o *stock option*) disponibili per compensare e motivare la propria forza lavoro. Il numero di azioni/quote riservate nel *pool* di opzioni è in genere pari al 10%-20% del

capitale sociale *fully diluted* della società. Una *option pool* troppo ampia può ridurre la valutazione effettiva *pre-money*.

I periodi di maturazione sono spesso fissati a tre o cinque anni. La maturazione avviene solitamente su base mensile o trimestrale. Le opzioni previste da un piano di *stock option* possono essere soggette a "cliff vesting". Ciò significa che il beneficiario deve rimanere in società per un certo periodo, di solito da sei a dodici mesi, prima che una *stock option* sia considerata maturata. Nel caso di un evento di liquidità, di solito si stabilisce che tutte le opzioni non maturate matureranno in una sola volta, il che viene definito "maturazione accelerata". La maturazione retroattiva viene anche definita "*reverse vesting*".

Una volta maturata l'opzione, il titolare può esercitare l'opzione pagando il prezzo di esercizio alla società.

## 3. TERMINI DI CONTROLLO

I Termini di Controllo sono la seconda delle due categorie di clausole importanti presenti in un Term Sheet. Tali clausole hanno lo scopo di permettere all'investitore di esercitare varie forme di controllo sulla società, fermo restando il fatto che la gestione imprenditoriale rimane ovviamente in capo ai fondatori.

### 3.1 Diritti di voto

I diritti di voto definiscono il modo in cui le quote/azioni privilegiate e le quote/azioni ordinarie si relazionano tra loro nel contesto di un processo di voto assembleare.

Le quote/azioni privilegiate possono avere un potere di voto inferiore o superiore a quello delle quote/azioni ordinarie, a seconda della materia oggetto di voto.

Gli investitori possono avere diritto di veto su alcune materie particolarmente rilevanti (chiamate *materie riservate*), quali aumenti di capitale, emissione di titoli, pagamento di dividendi, realizzazione di una fusione e modifica dello statuto.

In aggiunta o in alternativa al diritto di veto, è possibile determinare maggioranze qualificate per l'approvazione delle materie riservate.

### 3.2 Consiglio di amministrazione

La maggior parte degli investitori impone che uno dei membri del consiglio di amministrazione sia scelto dagli investitori. In quanto consigliere, avrà diritto di partecipare alle riunioni del consiglio di amministrazione e il diritto di voto.

I VC spesso richiedono il diritto di nominare anche un osservatore del consiglio di amministrazione, in sostituzione o in aggiunta a un consigliere. Tale diritto consente all'investitore di avere un rappresentante (nella veste di osservatore) presente alle riunioni del consiglio di amministrazione e, quindi, di monitorare da vicino la società. Un osservatore non ha diritto di voto.

Fermo quanto sopra, per garantirsi il controllo sulla società, invece di controllare il consiglio di amministrazione, i VC generalmente preferiscono diritto di veto anche in sede consiliare su materie riservate quali, a titolo di esempio, su spese superiori a determinate soglie o comunque non previste nel *business plan* e cessioni di rami d'azienda o della proprietà intellettuale.

Il fondatore, quindi, deve tenere presente che avere la maggioranza dei voti nel consiglio di amministrazione non significa avere il controllo della società.

**Suggerimento** > I diritti di veto devono essere analizzati uno per uno e caso per caso.

### 3.3 Diritti di informazione

Per poter monitorare la società durante il periodo di investimento, l'investitore avrà bisogno di alcune informazioni finanziarie e operative specifiche della società.

I diritti di informazione definiscono il tipo di informazioni a cui il VC ha accesso e il periodo di tempo in cui la società è tenuta a fornirle al VC.

L'obbligo di fornire l'accesso a qualsiasi informazione della società può essere limitato al fine di preservare informazioni proprietarie altamente riservate o di proteggere i segreti aziendali.

Si tenga in ogni caso presente che le norme del codice civile già prevedono diritti di informativa e di ispezione minimi in capo ai soci (in particolare nelle società a responsabilità limitata); pertanto, l'introduzione di una clausola contrattuale dedicata ha lo scopo di meglio determinare quali siano i documenti e le informazioni oggetto di comunicazione ai soci e la periodicità delle stesse.

### 3.4 Lock-up

Gli investitori solitamente richiedono che le quote/azioni dei fondatori (e del personale chiave) siano soggette a un accordo di *lock-up*, ossia divieto di cessione senza l'approvazione degli investitori per un certo lasso di tempo (solitamente tre o cinque anni).

### 3.5 Diritto di primo rifiuto

Il diritto di primo rifiuto è il diritto di un socio di essere interpellato da un altro socio intenzionato ad alienare le proprie quote prima che questi proceda a cercare un potenziale acquirente. Pertanto, il socio potenziale venditore è tenuto a tentare di negoziare un accordo con il titolare del diritto di primo rifiuto prima di cercare un acquirente sul mercato.

### 3.6 Diritto di prelazione

Il diritto di prelazione è il diritto di un socio di essere preferito, a parità di condizioni, a un terzo nell'acquisto di quote/azioni del socio venditore. Quindi, in tal caso, il potenziale venditore ha già trovato un potenziale acquirente sul mercato (differentemente rispetto all'ipotesi di diritto di primo rifiuto sopra vista).

### 3.7 Diritto di co-vendita (*tag along right*)

Il diritto di co-vendita è il diritto di un socio di includere le proprie quote/azioni in una vendita di quote/azioni effettuata da un altro socio agli stessi termini e condizioni.

Il diritto di co-vendita va coordinato con il diritto di primo rifiuto e con il diritto di prelazione in quanto è esercitabile solo nella misura in cui non siano esercitati tali diritti.

### **3.8 Diritto di trascinamento (*drag along right*)**

Il diritto di trascinamento è il diritto di un socio di obbligare gli altri soci a vendere contestualmente a un terzo e alle medesime condizioni. Solitamente, l'esercizio di tale diritto è subordinato alla circostanza che l'offerta del terzo abbia a oggetto la cessione dell'intero capitale sociale. E infatti, la vera finalità di tale clausola è gestire e permettere un disinvestimento complessivo dalla società.



## 4. ALTRI TERMINI

In aggiunta ai Termini Economici e ai Termini di Controllo, i Term Sheet includono ulteriori previsioni che hanno per oggetto i fondatori stessi e il processo di negoziazione.

### 4.1 Stabilità dei fondatori

L'investitore solitamente richiede l'impegno dei fondatori della società a dedicare il 100% del loro tempo lavorativo alla società in quanto soggetto fondamentale per il buon esito del progetto imprenditoriale.

In caso di abbandono, l'investitore ha di solito il diritto di acquistare le quote/azioni del fondatore uscente. In caso di *leavership*, si valuta la causa della stessa (cosiddetto *bad o good leaver*) in modo da determinare percentuale e prezzo di acquisto. In caso di *good leaver*, si avrà un prezzo di mercato, altrimenti un prezzo punitivo (tipicamente, il valore nominale).

### 4.2 Non concorrenza e non sollecitazione

Lo scopo di un patto di non concorrenza è quello di dissuadere i fondatori dal lasciare la società per lavorare per un soggetto in concorrenza in quanto ciò metterebbe a rischio il futuro successo della società oggetto di investimento.

I tre elementi più importanti del patto di non concorrenza sono:

- perimetro dell'attività preclusa al fondatore;
- estensione geografica del divieto di concorrenza;
- durata del patto di non concorrenza (solitamente fino a due anni dopo la cessazione del rapporto sociale).

Una previsione tipicamente parte del patto di non concorrenza è la clausola di non sollecitazione, che vieta al fondatore che lascia la società di rivolgersi ai clienti e al personale della società stessa al fine di reclutarli in una nuova iniziativa.

### 4.3 Contratti di lavoro

L'esistenza di contratti di lavoro scritti e validi tra la società e il personale chiave è di grande importanza per la maggior parte degli investitori.

### 4.4 Proprietà intellettuale

La proprietà intellettuale è il bene più prezioso di molte società tecnologiche.

Per garantire che la società sia titolare dei diritti di proprietà sulle invenzioni e, in generale, su ogni creazione intellettuale (marchi, contenuti testuali, audio e visuali, grafiche, disegni), create dai fondatori, dai dipendenti e dai collaboratori esterni, la società stipula un contratto di cessione dei diritti di proprietà intellettuale con ciascuno di tali soggetti.

#### **4.5 Dichiarazioni e garanzie (*representations and warranties*)**

Nel contesto di un investimento con capitale di rischio, le dichiarazioni e garanzie sono clausole solitamente contenute nel contratto di investimento in cui i fondatori forniscono garanzie agli investitori in merito allo stato della società e dell'attività, e ad altri temi rilevanti (quali conformità normativa e fiscale).

Le dichiarazioni e garanzie sono un metodo con cui l'investitore costringe i fondatori a considerare attentamente la natura dell'attività imprenditoriale, a valutare la tecnologia e a rivelare tali fatti nei prospetti informativi che supportano le dichiarazioni e garanzie.

L'aspetto più importante delle dichiarazioni e garanzie è il loro utilizzo come strumento di allocazione del rischio per fattori sconosciuti.

La violazione delle dichiarazioni e garanzie comporta obblighi di indennizzo dei fondatori in favore degli investitori e/o della società stessa. Tali indennizzi sono solitamente soggetti a mitigazioni quali soglie di rilevanza (una singola richiesta di indennizzo o l'insieme delle richieste di indennizzo devono superare certi valori), importo massimo aggregato per le richieste di indennizzo e tempo massimo di richiesta degli indennizzi.

#### **4.6 Utilizzo dei proventi**

La clausola di utilizzo dei proventi individua, in termini generali, lo scopo per il quale il denaro investito dagli investitori debba essere usato; per esempio, per l'espansione dell'attività imprenditoriale, per lo sviluppo di nuovi prodotti o per la commercializzazione dei prodotti.

#### **4.7 Obbligo di confidenzialità**

Obbligo in capo alle parti di non divulgare o usare in modo improprio le informazioni e i materiali aziendali sensibili non noti al pubblico.

#### **4.8 Condizioni Sospensive**

La clausola delle condizioni sospensive individua gli eventi al cui avveramento è subordinato l'investimento da parte del VC.

**Suggerimento** > Cercate di evitare il più possibile la previsione di condizioni sospensive.

#### **4.9 Costi e spese**

I VC richiedono che la società sostenga le loro spese legali per la gestione contrattuale del rapporto di investimento fino a un certo limite.

**Suggerimento** > Il pagamento deve essere subordinato all'effettivo investimento.

**Suggerimento** > La società dovrebbe sostenere anche le spese legali dei fondatori fino a un certo limite.

#### 4.10 Data di sottoscrizione (*signing*) e di esecuzione (*closing*)

Dopo la sottoscrizione del Term Sheet, l'investitore effettuerà una *due diligence* e le parti negozieranno il contratto di investimento, che ha natura vincolante.

La data di sottoscrizione è la data in cui le parti sottoscrivono il contratto di investimento.

La data di esecuzione è la data in cui gli investitori effettuano l'investimento.

**Suggerimento** > Collegando la data di sottoscrizione alla durata del periodo di esclusiva, i fondatori possono influenzare i tempi del processo di negoziazione.

#### 4.11 La documentazione vincolante

La documentazione vincolante regola i rapporti tra le parti (fondatori, investitori e società) ed è composta da più contratti:

- contratto di investimento: regola le operazioni che porteranno all'effettivo investimento e l'investimento stesso;
- patti parasociali: disciplinano i diritti e gli obblighi reciproci dei soci e nei confronti della società, con particolare riferimento al governo societario, e possono essere oggetto di un accordo a parte oppure di una sezione dedicata del contratto di investimento;
- statuto: è il documento principale della società e ne regola il funzionamento. Solitamente, viene aggiornato in modo da essere conforme ai patti parasociali;
- contratto di amministrazione: disciplina i rapporti tra la società e i fondatori membri del consiglio di amministrazione;
- contratti con le persone chiave: disciplinano i rapporti tra la società e le persone chiave diverse dai fondatori membri del consiglio di amministrazione.

#### 4.12 Esclusiva

Con la clausola di esclusiva, la società e i fondatori si impegnano, per un periodo di tempo limitato (di solito 60 giorni), a non cercare o coltivare opportunità di investimento alternative.

#### 4.13 Legge applicabile e risoluzione delle controversie

La clausola sulla legge applicabile e sulla risoluzione delle controversie è una clausola standard presente in quasi tutti i documenti contrattuali.

## 5. SUGGERIMENTI PER LA NEGOZIAZIONE

Terminato l'esame delle clausole tipicamente incluse in un Term Sheet, ci sembra utile evidenziare alcuni ultimi consigli utili per il buon fine della negoziazione e dell'operazione di investimento.

### 5.1 Mentalità

Non è un tentativo: il fondatore deve agire con la convinzione di avere successo nella raccolta fondi.

Il fondatore deve avere una strategia sull'ordine in cui affronterà i punti.

Spesso, i negoziatori esperti cercano di ottenere un accordo punto per punto per evitare che la controparte esamini il processo in modo olistico e determini se è stato raggiunto un accordo equo nel suo complesso.

### 5.2 Preparazione alla negoziazione

Il fondatore dovrebbe raccogliere informazioni sul VC in anticipo in modo da sfruttare punti di forza e debolezza, pregiudizi, curiosità e insicurezze.

Il vantaggio più grande per il fondatore è avere più VC interessati a investire nella società.

### 5.3 Cosa conta davvero?

Sono tre i punti davvero importanti quando si negozia un investimento:

- (a) ottenere un risultato equo e soddisfacente per tutti;
- (b) non rovinare il rapporto personale tra le parti;
- (c) comprendere l'accordo che si sta concludendo.

Iniziate la trattativa scegliendo alcuni aspetti davvero importanti quali valutazione, *stock option pool*, liquidazione preferenziale, consiglio di amministrazione e diritti di voto.

Quando il fondatore negozia, dovrebbe cercare di ascoltare più di quanto parli.

### 5.4 Cose da non fare

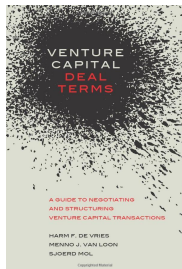
Non date per scontato che le parti abbiano tutte la medesima etica imprenditoriale.

Non siate una macchina: siate umani. La raccolta fondi si basa in ultima analisi sulle persone coinvolte. Se a un VC non piace la personalità dell'imprenditore, probabilmente non investirà nella società nonostante un'idea brillante.

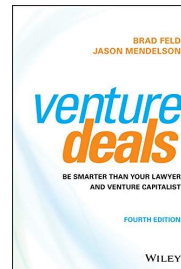
Non essere un singolo: la maggior parte degli imprenditori ha poche possibilità di raccogliere fondi se non dispone di una squadra. Spesso la squadra che realizza l'idea è più importante dell'idea stessa.

Il concetto di "prassi di mercato" non è una giustificazione per una posizione negoziale. È necessario indagare il motivo per cui la prassi di mercato si applica alla società. È importante capire la prassi di mercato e se si applica alla società.

## Per approfondire



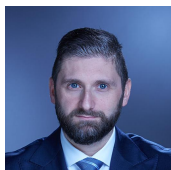
[Venture Capital Deal Terms](#)



[Venture Deals](#)

---

## Autori



### **Raffaele Battaglini**

*CEO*

Si occupa abitualmente di operazioni M&A e contrattualistica con particolare attenzione al mondo delle start-up e delle nuove tecnologie.



### **Claudia Borghini**

*Next Law Lawyer*

Si occupa prevalentemente di contrattualistica nazionale e internazionale, di diritto della proprietà intellettuale e di operazioni societarie.



### **Selen Ekinci**

*Next Law Lawyer*

Si occupa di diritto internazionale privato, in particolare diritto dei contratti, e diritto delle nuove tecnologie.





**Futura Law Firm S.t.a.r.l. S.B.**

Via Davide Bertolotti n. 7  
10121 **Torino** | +39 011 08 66 155  
info@futura.legal | [futura.legal](http://futura.legal)

