

CDP Venture Capital – Guida al Term Sheet

Questa guida descrive il nostro approccio standard al **term sheet**, quando **CDP Venture Capital agisce come lead investor** in un round di investimento. Non è un documento legale ma una **risorsa** esplicativa di talune delle previsioni chiave per un investimento VC.

Ogni deal è diverso. Le considerazioni qui riportate sono **indicative**, soggette a variazione a seconda del contesto, della fase di sviluppo della startup e della struttura del *round*.

Il nostro approccio

Il nostro approccio agli investimenti si basa principalmente sui seguenti principi:

- **Trasparenza** – Tutte le condizioni vengono condivise in modo esplicito, perché crediamo che la chiarezza sia la base di ogni partnership di lungo periodo.
- **Collaborazione** – Lavoriamo per il successo comune, nostro e dei founder, creando le condizioni per una crescita sostenibile e condivisa.
- **Flessibilità** – Ogni startup è diversa, ogni *term sheet* può essere adattato alle **specificità del caso**, mantenendo l'equilibrio tra protezione dell'investimento e supporto alla crescita.
- **Proporzionalità** – Siamo consapevoli che le esigenze cambiano tra un round *pre-seed* e un Serie B. Per questo costruiamo i nostri accordi con un **approccio scalare**: man mano che il capitale investito aumenta e la società si avvicina a scenari di exit o IPO, introduciamo tutele più articolate.

Gli Strumenti

CDP Venture Capital adotta strumenti diversi per investire nelle startup, a seconda del grado di maturità dell'azienda e del contesto di mercato. Non esiste una soluzione valida per tutti: ciò che conta è trovare il giusto equilibrio tra rapidità, protezione e sostenibilità dell'investimento.

Nelle fasi iniziali vengono utilizzati prevalentemente gli strumenti c.d. *quasi equity*, come i **SAFE (Simple Agreement for Future Equity)** o gli **SFP (Strumenti Finanziari Partecipativi)**. Si tratta di strumenti pensati per essere semplici e rapidi da negoziare (in particolare il SAFE), ideali quando la startup è ancora in fase di validazione e non è ancora possibile determinare con precisione una valutazione, consentendo, inoltre, all'investitore di non entrare nel capitale al momento dell'investimento, ma di ottenere il diritto a ricevere equity in futuro, in occasione di un evento di conversione: tipicamente un nuovo round di investimento o una exit.

Questi strumenti prevedono determinate condizioni che ne regolano la conversione in *equity* al verificarsi di specifici eventi. Viene generalmente previsto, ad esempio, un **valuation cap**, ovvero la valutazione massima a cui lo strumento potrà essere convertito in partecipazioni della società. Serve a riconoscere il rischio iniziale assunto dall'investitore, assicurandogli una partecipazione minima anche nel caso in cui la startup cresca in maniera rilevante tra la sottoscrizione dello strumento ed il verificarsi dell'evento di conversione. A questo si affianca spesso uno **sconto** sulla valutazione applicata all'evento di conversione: un incentivo che remunererà l'investitore che ha investito anticipatamente in uno scenario di maggiore incertezza.

In alcuni casi, si possono aggiungere altre clausole come il **conversion floor**, che definisce una valutazione minima di conversione, limitando l'effetto diluitivo per i founder (nei casi in cui, ad esempio, la startup affronta un *round* a valutazione particolarmente bassa). Un'altra clausola normalmente prevista è la cosiddetta **Most Favoured Nation (MFN)**: assicura che l'investitore riceva, al momento della conversione, le stesse condizioni più favorevoli eventualmente offerte ad altri investitori che sottoscrivono successivamente uno strumento equivalente.

Il risultato è uno strumento che protegge l'investitore senza rallentare la startup: semplice nella forma, ma capace di bilanciare in modo intelligente rischio e ritorno. È anche per questo che soprattutto il SAFE è oggi uno standard internazionale, adottato da fondi, acceleratori e *angel investor* in tutto il mondo in particolare nelle fasi di investimento iniziali (c.d. *pre-seed* e *seed*).

Quando investiamo in **equity**, invece, non stiamo semplicemente acquistando una quota di una società: stiamo scegliendo di farne parte. Non è solo un tema di capitale, ma di impegno reciproco, visione condivisa e fiducia.

L'investimento in equity avviene attraverso un **aumento di capitale**, cioè l'emissione di nuove quote o azioni che vengono sottoscritte dall'investitore. È una scelta che si compie quando la startup ha raggiunto un livello di maturità tale da rendere possibile – e utile – una valutazione: esiste un prodotto, un mercato, un primo tracciato di *execution*, e spesso anche un primo *set* di metriche. Ma più che una soglia quantitativa, è una soglia di fiducia: è il momento in cui le fondamenta sono abbastanza solide da costruirsi sopra un vero patto societario.

Le Clausole Economiche

Con l'ingresso nel capitale sociale, emergono nuove esigenze. Il capitale di rischio comporta inevitabilmente una dose di incertezza, e il ruolo di un *term sheet* è anche quello di disegnare meccanismi che aiutino a gestire questa incertezza in modo ordinato. Le **clausole economiche** non servono a irrigidire il rapporto tra founder e investitori, ma a costruire un terreno stabile su cui poter crescere. Sono strumenti che funzionano *se usati con equilibrio*.

Tra questi, la **liquidation preference** è forse la più conosciuta. Garantisce che, principalmente in caso di vendita o liquidazione della società, l'investitore abbia la possibilità di recuperare almeno l'investito prima che le somme vengano distribuite agli altri soci. È un modo per compensare il rischio assunto, soprattutto in scenari in cui la crescita futura non si concretizzi come previsto. La clausola di **anti-dilution** permette invece di ricalibrare la posizione dell'investitore qualora si verifichi un aumento di capitale a una valutazione inferiore rispetto a quella a cui lo stesso investitore ha effettuato il proprio investimento (il cosiddetto *down round*). È una forma di tutela per chi ha creduto nella società a fronte del possibile peggioramento delle condizioni di mercato e di *fundraising*.

Quanto alle **tutele sul capitale**, il diritto di acquistare quote in vendita da altri soci prima che vengano offerte a terzi (Right of First Offer), serve a mantenere una posizione coerente nel tempo, evitando situazioni in cui l'equilibrio della compagnie societaria venga alterato in modo non pianificato.

Infine, alcune clausole guardano all'**orizzonte di uscita**. Per un investitore, il tempo è una variabile essenziale: ogni fondo ha un suo ciclo di vita, e ogni investimento deve avere un suo potenziale momento di ritorno. Le **clausole di co-vendita e trascinamento** (*tag along* e *drag along*) rispondono alla logica di gestire con ordine e trasparenza i momenti in cui uno o più soci decidono di uscire dalla compagnia societaria. In particolare, sono clausole volte a tutelare il diritto di uscita dell'investitore di venture capital che tipicamente è investitore di minoranza e, come tale, non si trova nella posizione di poter vendere autonomamente un pacchetto di quote o azioni di maggioranza, che sono tipicamente oggetto di maggior interesse sul mercato. Generalmente, vengono poi previsti ulteriori strumenti come il **mandato a vendere**, per esplorare scenari di IPO o M&A una volta raggiunto un certo stadio di sviluppo.

Tutte le suddette clausole fanno parte di un linguaggio comune che il venture capital ha affinato negli anni. Perché ogni startup è un caso a sé, e ciò che conta davvero non è applicare un modello, ma costruire un equilibrio che funzioni, oggi e domani, per tutti i soggetti coinvolti.

La Governance

Governare una startup non significa esercitare controllo, ma **creare fiducia**. Quando un investitore entra nel capitale, entra anche in una dinamica decisionale che non riguarda solo i numeri, ma la visione, le scelte strategiche, l'etica con cui si costruisce un'impresa.

L'equilibrio tra chi guida l'azienda e chi la finanzia è delicato. Da un lato, i founder devono poter agire con l'autonomia necessaria per costruire, sperimentare, adattarsi. Dall'altro, l'investitore, spesso di minoranza, ha la responsabilità fiduciaria di monitorare l'uso del capitale, segnalare rischi, supportare le decisioni strategiche. Il ruolo del *term sheet* è proprio quello di disegnare un quadro che renda possibile questa coesistenza: **partecipare senza interferire, proteggere senza frenare**.

Una delle modalità principali è la definizione di strumenti di governance all'interno del **Consiglio di Amministrazione (CdA)**. Nelle fasi iniziali, può essere sufficiente la presenza di un c.d. "observer" senza diritto di voto – un canale per consentire un aggiornamento costante sull'attività della società. Quando l'azienda cresce, può diventare opportuno strutturare un CdA



CDP Venture Capital Sgr

composto anche da uno o più soggetti di designazione dell'investitore. Non è solo una questione di controllo: è un modo per costruire una relazione più trasparente, e per contribuire – quando serve – con esperienza, network, visione di lungo periodo.

Oltre al CdA, la governance include anche la previsione di talune **materie riservate**, cioè, ambiti in cui le decisioni richiedono un coinvolgimento attivo degli investitori. Si tratta in genere, principalmente, di modifiche sostanziali allo statuto, operazioni straordinarie (M&A, aumento di capitale, exit), o cambiamenti strutturali nella direzione dell'azienda.

Può essere utile, inoltre, la presenza di figure come i **Sindaci e Revisori dei Conti**, per garantire trasparenza nei flussi informativi e maggiore affidabilità nella gestione amministrativa.

Infine, ma non per importanza, la Governance è anche un atteggiamento. È la disponibilità ad ascoltare, la prontezza a segnalare un problema prima che diventi strutturale, la chiarezza nel gestire il dissenso. In questo senso, le clausole fungono da rete di sicurezza.

Referenze utili

Per finalità informative, riportiamo alcuni esempi di term sheet pubblicamente disponibili. I documenti linkati appartengono ai rispettivi proprietari e non implicano alcuna relazione o confronto diretto.

AIFI – [Documento informativo sul Term Sheet](#)

Silicon Valley Bank – [Understanding VC Term Sheets](#)

Pale Blue Dot – [Term Sheet Guide](#)

Y Combinator – [SAFE Templates](#)

NVCA – [Model Legal Documents](#)

Kindred Capital – [Term Sheet Guide](#)

Cherry Ventures – [Term Sheet Unlocked](#)

Point Nine Capital – [Term Sheet Template](#)

Sei in Fundraising? [Carica qui il tuo pitch deck!](#)