Astrolabio

Strumenti per orientarsi nella finanza d' impresa 08

innexta

Venture Capital

Il capitale che accompagna la crescita

Astrolabio | Anno I | Numero 8

Indice

Di cosa parliamo in questo numero 2
La sintesi 3
1. Quando la crescita richiede capitale, non soltanto credito 4
2. Cos'è il venture capital e come funziona 4
3. Quali imprese e quali progetti possono interessare 5
4. Chi investe: fondi, business angel e corporate 6
5. Le fasi dell'investimento e i round 7
6. Quanto vale l'impresa: valutazione e negoziazione 9
7. L'ingresso nel capitale e la diluizione 10
8. Term sheet, diritti e governance 11
9. Dal primo contatto al closing 12
10. Prepararsi alla raccolta: numeri, documenti e strategia 13
11. Dopo l'investimento: controllo, liquidità e crescita 15
12. Quando e come avviene l'exit 16
Il caso guida: AlfaTech S.r.l. 17
Quando non è la soluzione giusta 18
Checklist dell'impresa 19
Glossario essenziale 20

Nota di lettura

La pubblicazione ha finalità esclusivamente informative e di educazione finanziaria. Non costituisce consulenza legale, fiscale, contabile o finanziaria, né un'offerta o una raccomandazione di investimento. Condizioni e disciplina applicabile devono essere verificate in relazione alla singola operazione con professionisti competenti.

Crediti editoriali

Astrolabio. Strumenti per orientarsi nella finanza d'impresa. Anno I, Numero 8, Ottobre 2026. Progetto editoriale, testi e coordinamento redazionale a cura dell'Area Comunicazione di Innexta S.c.r.l.

Di cosa parliamo in questo numero

Il venture capital è un investimento nel capitale di rischio di imprese con prospettive di crescita elevate e risultati ancora incerti. Una startup può disporre di una tecnologia promettente, di un mercato da conquistare e di un gruppo imprenditoriale competente, senza aver ancora generato ricavi e cassa sufficienti a finanziare lo sviluppo. Un investimento di venture capital permette di raccogliere nuove risorse patrimoniali senza trasformarle in rate di rimborso; il prezzo economico è l'ingresso di uno o più soci che parteciperanno ai risultati futuri, positivi o negativi, secondo diritti specificamente negoziati.

Un fondo non finanzia semplicemente un investimento produttivo: cerca un'impresa il cui valore possa crescere in modo significativo nell'arco di alcuni anni, fino a consentire il disinvestimento. La scelta del venture capital dipende perciò da dimensione e accessibilità del mercato, capacità di scalare, qualità del gruppo dirigente, solidità dei dati disponibili e possibilità di realizzare un evento di liquidità, come la vendita delle partecipazioni, che consente ai soci di incassarne il valore. Un'impresa può essere economicamente sana e non rispondere comunque al profilo ricercato dai fondi.

Per l'imprenditore, raccogliere capitale significa assumere impegni che vanno oltre il denaro. Occorre chiarire come è stata determinata la valutazione pre-money (valore attribuito alle partecipazioni dei soci prima del nuovo investimento), quanta partecipazione sarà attribuita all'investitore, quali diritti di veto o informazione verranno concessi, cosa accadrà se servirà un secondo round e in quale modo si distribuirà il ricavato di una eventuale vendita. Una quota del 20% non descrive da sola il contenuto economico dell'investimento: due partecipazioni della stessa dimensione possono attribuire diritti profondamente differenti.

Questo dossier segue il punto di vista dell'impresa e ricostruisce il processo nella sua interezza. Parte dal fabbisogno e dalla scelta dello strumento, passa per la selezione dell'investitore e la preparazione della documentazione, approfondisce valutazione, struttura societaria e contratto, quindi affronta l'esecuzione del piano, i round successivi e l'exit. Il caso guida mostra come cambiano le quote dei soci e come alcune clausole possono cambiare i risultati economici finali.

La sintesi

Tabella 1 – Le domande essenziali per orientarsi

Domanda	Risposta operativa
Che cos'è il venture capital?	Capitale di rischio investito in imprese con prospettive di forte crescita, generalmente non quotate.
È un prestito?	No: nell'investimento azionario non esiste normalmente un piano di rimborso del capitale.
Chi investe?	Fondi specializzati, angel, corporate e altri operatori con mandati e obiettivi differenti.
Quali imprese interessa?	Imprese scalabili, con mercato ampio, evidenze di domanda e un percorso credibile verso l'exit.
Che cos'è la pre-money?	Il valore dell'equity prima del nuovo investimento; insieme al capitale raccolto determina la post-money.
Cosa cambia per i soci?	Si riduce la percentuale dei soci esistenti; possono essere introdotti nuovi diritti negoziali, obblighi informativi e decisioni da condividere con gli investitori.
Quali clausole contano?	Priorità nella distribuzione del ricavato, protezioni contro la diluizione, poteri di veto, maturazione progressiva dei diritti, trasferimento quote ed exit.
Quando termina il rapporto?	Tipicamente con vendita delle partecipazioni, acquisizione, vendita delle quote a un altro investitore o, più raramente, quotazione.
Qual è il rischio più sottovalutato?	Raccogliere a una valutazione non sostenibile o con diritti che ostacolano i round successivi.
Qual è la verifica finale?	Il capitale netto raccolto deve consentire di raggiungere obiettivi di sviluppo definiti e misurabili, preservando una struttura proprietaria compatibile con futuri investimenti.

1. Quando la crescita richiede capitale, non soltanto credito

Un'azienda che acquista un macchinario può spesso collegare il finanziamento ai flussi di cassa generati dal suo utilizzo; un'impresa che sviluppa una tecnologia non ancora commercializzata non dispone necessariamente della stessa prevedibilità. La ricerca, la progettazione, la validazione del prodotto, la costruzione del team e l'acquisizione dei primi clienti possono assorbire liquidità per mesi o anni prima che il modello raggiunga una dimensione economicamente sostenibile.

Il debito trasferisce risorse oggi ma impone obblighi di pagamento indipendenti dal successo del progetto. Il capitale di rischio non prevede normalmente rate e remunera l'investitore attraverso la valorizzazione della partecipazione. Questo non significa che il capitale sia gratuito: comporta una condivisione del valore futuro, degli eventuali dividendi e, in misura diversa secondo i patti, del governo societario. Una buona operazione non minimizza soltanto il costo finanziario immediato: preserva la capacità dell'impresa di eseguire il piano e di finanziarsi anche domani.

Un'impresa può registrare perdite pur creando valore come, ad esempio, quando i ricavi sono ancora modesti e gli investimenti commerciali e tecnologici sono concentrati nella fase iniziale. Ma non ogni perdita è una perdita da crescita: occorre distinguere investimenti che producono apprendimento, prodotto, clienti e vantaggi competitivi da un modello incapace di generare margini. Il venture capital è adatto soltanto quando esiste una prospettiva realistica di costruire nel tempo un'attività sostenibile.

La diagnosi iniziale deve dunque tradurre la strategia in numeri: capitale necessario, durata della liquidità disponibile, spese non rinviabili, traguardi verificabili e possibili scenari di ritardo. Un round dovrebbe finanziare un passaggio di valore — prodotto sul mercato, primi contratti significativi, miglioramento dei margini, espansione commerciale validata — e non un generico prolungamento dell'operatività. Questo collegamento fra risorse e risultati guida tutte le scelte successive.

2. Cos'è il venture capital e come funziona

Il venture capital appartiene alla famiglia degli investimenti in capitale di rischio. Un fondo acquisisce una partecipazione in una società, di regola mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale, e sostiene la crescita puntando a rivendere quella partecipazione in un momento successivo. Quando le risorse sono versate in aumento di capitale entrano nella società e possono essere destinate al piano industriale. Più raramente, se l'investitore acquista quote da un socio esistente, il denaro va a quest'ultimo: si tratta di una componente secondaria, che non genera automaticamente nuova liquidità per l'impresa.

I fondi raccolgono capitali da investitori istituzionali e altri sottoscrittori, li investono in un portafoglio di società e hanno un orizzonte di gestione e disinvestimento. Il loro risultato non dipende solo dalla crescita dei ricavi delle partecipate ma dalla capacità di trasformare tale crescita in valore realizzabile. Alcune operazioni possono perdere integralmente il capitale investito; un numero ristretto di partecipazioni può generare una quota importante dei rendimenti complessivi. Questa asimmetria spiega perché i fondi cerchino opportunità di sviluppo potenzialmente molto elevate.

Nel linguaggio quotidiano venture capital e private equity sono talvolta usati come sinonimi. Il private equity è però una categoria più ampia, nella quale rientrano anche investimenti in aziende mature,

operazioni di buyout e strategie di crescita meno rischiose. Il venture capital si concentra soprattutto su società giovani o su iniziative innovative ancora esposte a elevata incertezza. La distinzione non dipende rigidamente dall'età della società: conta il modello di investimento e le dimensioni dell'operatore.

Un fondo non è un socio passivo. Può intervenire nella definizione delle priorità strategiche, proporre figure manageriali, mettere a disposizione relazioni industriali, richiedere informazioni periodiche e negoziare diritti su operazioni straordinarie.

L'investitore assume il rischio economico della partecipazione nei limiti dello strumento ma può negoziare protezioni economiche e amministrative. Prima di definire l'operazione occorre quindi chiedersi non soltanto chi investe ma quale strategia segue, quali sono i suoi tempi, chi decide e come immagina il percorso di uscita.

3. Quali imprese e quali progetti possono interessare

Innovazione e potenziale di mercato

Il tratto distintivo di un progetto finanziabile con venture capital non è semplicemente l'innovazione. I fondi cercano imprese capaci di raggiungere un mercato ampio con un'offerta differenziata e un modello replicabile. Una tecnologia originale, priva di clienti disposti a pagare, può rimanere un progetto di ricerca; un servizio meno appariscente ma capace di espandersi rapidamente con margini solidi può risultare più interessante. Innovazione, mercato e capacità esecutiva devono quindi essere valutati insieme.

Scalabilità del modello

La scalabilità esprime la possibilità di aumentare il volume dell'attività senza far crescere in misura proporzionale costi, struttura e capitale necessario. Un software replicabile per migliaia di clienti presenta in genere economie diverse da una consulenza personalizzata che richiede l'assunzione di un nuovo professionista per ogni nuovo incarico. La differenza non comporta un giudizio di qualità sull'impresa: segnala soltanto una diversa compatibilità con l'obiettivo di rendimento di un fondo.

Le evidenze che interessano agli investitori

Per una startup pre-ricavi possono contare prototipi funzionanti, risultati di test, accordi pilota e qualità della proprietà intellettuale. In una fase più avanzata si osservano clienti paganti, ricavi ripetuti, margine lordo, costo di acquisizione, mantenimento dei clienti, concentrazione del fatturato e capacità di trasformare nuove risorse in crescita. Dati qualitativi e numerici devono essere coerenti: un mercato teorico enorme non è sufficiente se il canale commerciale non è stato validato.

Il caso delle PMI già operative

Una PMI già operativa può interessare a un investitore venture quando sviluppa una nuova tecnologia, una piattaforma o un modello di business con potenziale di forte espansione. Occorre tuttavia distinguere il progetto innovativo dal resto della società: struttura proprietaria, attività tradizionali, indebitamento, garanzie, conflitti fra soci e destinazione delle risorse possono influenzare la valutazione. In alcuni casi

può essere opportuna una società dedicata ma la scelta dipende da valutazioni industriali, giuridiche e fiscali.

Disponibilità a condividere proprietà e decisioni

Conta infine la disponibilità degli imprenditori a condividere informazioni e decisioni. Un fondatore che desideri mantenere il controllo assoluto su ogni scelta o privilegiare distribuzioni regolari di utili può avere obiettivi legittimi ma difficilmente compatibili con un investitore orientato alla crescita e al disinvestimento. L'adeguatezza dello strumento si misura sia nel business plan sia nelle aspettative personali e societarie dei soci.

4. Chi investe: fondi, business angel e corporate

I fondi di venture capital

I fondi di venture capital investono risorse raccolte da terzi sulla base di una policy definita. Ciascun fondo ha un perimetro: fase di sviluppo, settori, area geografica, importi, percentuali ricercate, disponibilità a partecipare ai round successivi. Una società può essere eccellente e ricevere un rifiuto semplicemente perché non rientra nel mandato o perché il fondo ha già esposizioni importanti nello stesso comparto.

I business angels

I business angels investono di regola patrimonio personale e operano frequentemente nelle fasi iniziali. Possono intervenire individualmente o in gruppi, generalmente con ticket più contenuti di quelli dei fondi. Il contributo può comprendere esperienza imprenditoriale, capacità di valutare il team e contatti commerciali. Anche in questo caso vanno chiariti processi decisionali, impegni effettivi e possibili conflitti di interesse.

Il corporate venture capital

Il corporate venture capital è promosso da gruppi industriali o da soggetti collegati a grandi imprese. All'obiettivo finanziario può affiancarsi un interesse strategico per tecnologie, mercati o partnership. Questa vicinanza può aprire canali di sviluppo ma richiede attenzione ai rapporti commerciali, all'esclusiva, alla proprietà intellettuale e all'accesso a informazioni riservate. Un rapporto con un potenziale partner industriale non deve impedire all'impresa di servire altri clienti o dialogare con futuri acquirenti.

Acceleratori e incubatori

Acceleratori e incubatori offrono programmi di accompagnamento, competenze e reti; alcuni investono direttamente, altri facilitano l'accesso agli investitori. La partecipazione a un programma non equivale a un impegno di investimento, e la qualità dei servizi deve essere valutata alla luce di costi, eventuali quote richieste e concrete possibilità di sviluppo.

Come selezionare gli investitori

La selezione deve essere mirata. Per ogni investitore conviene verificare strategia, dimensione media delle operazioni, partecipazioni già detenute, risorse disponibili per ulteriori investimenti nelle società già partecipate (follow-on), reputazione e modalità di lavoro dopo il closing (perfezionamento

dell'operazione). Nella valutazione di un partner finanziario non conta soltanto il capitale offerto: contano la compatibilità dei tempi, la trasparenza dei processi e la capacità di sostenere l'impresa nei passaggi difficili.

Tabella 2 – I principali interlocutori a confronto

Soggetto	Caratteristiche	Attenzioni per l'impresa
Fondo di Venture Capital	Investe capitale raccolto da sottoscrittori secondo un mandato definito	Fase, settore, ticket, follow-on e diritti richiesti
Business angel	Investe generalmente patrimonio proprio nelle fasi iniziali	Disponibilità effettiva, competenze e modalità decisionali
Corporate VC	Capitale legato a un gruppo industriale e possibili obiettivi strategici	Esclusive, dati riservati, proprietà intellettuale
Acceleratore/incubatore	Offre servizi e accesso a reti; non sempre investe	Costi del programma, quote richieste e impegni concreti

5. Le fasi dell'investimento e i round

Le diverse fasi di sviluppo

Il percorso di raccolta viene spesso descritto con termini inglesi: pre-seed, seed, Series A, e round successivi. Non esistono soglie universali di fatturato o investimento che separino in modo netto queste fasi. Le denominazioni sono convenzioni di mercato: descrivono soprattutto quali rischi si intende ridurre con il nuovo capitale e quali risultati l'impresa è già in grado di dimostrare.

Pre-seed: costruire e verificare il progetto

Nella fase pre-seed le risorse possono finanziare la costituzione del team, il prototipo, i primi test di mercato e la definizione del modello economico. La società può avere ricavi limitati o assenti; l'investimento si basa in misura maggiore sul potenziale del progetto, sulle competenze del gruppo e sulla credibilità dei primi risultati. In questa fase l'incertezza è alta e le valutazioni presentano un intervallo ampio.

Seed: validare mercato e prodotto

Nel seed la sfida consiste spesso nel verificare che esistano clienti e che l'offerta risolva un bisogno sufficientemente importante. Diventano rilevanti la crescita dei ricavi, i tassi di utilizzo del prodotto, la soddisfazione e permanenza dei clienti, l'efficienza commerciale. L'impresa cerca il product-market fit: una corrispondenza sostenibile fra offerta, domanda e modalità con cui il mercato è servito.

Series A e crescita

Con la Series A l'obiettivo è generalmente accelerare un modello già validato, investendo in distribuzione, prodotto, organizzazione e sviluppo del mercato. Round successivi possono finanziare

internazionalizzazione, nuove linee di attività e consolidamento. L'aumento della dimensione non elimina il rischio: spesso introduce una maggiore complessità organizzativa e richieste più stringenti di controllo, reporting e governance.

Round successivi e cap table

Ogni round modifica la cap table (prospetto dei soci e delle rispettive partecipazioni) e può introdurre nuovi diritti. Un primo investimento molto diluitivo, una valutazione eccessiva o piani di incentivazione non considerati possono rendere complesso raccogliere successivamente. La strategia corretta non consiste nell'ottenere il massimo denaro possibile subito, ma nel raccogliere quanto serve a raggiungere traguardi capaci di giustificare il prossimo passaggio di valore.

Strumenti ponte e convertibili

Fra un round e l'altro possono essere utilizzati strumenti convertibili, finanziamenti ponte (bridge financing), utilizzati in attesa di una raccolta successiva, o investimenti da parte dei soci esistenti. Non sono formule neutre: conversione, sconti, cap di valutazione (limite massimo alla valutazione utilizzata per calcolare la conversione in quote), interessi e condizioni di scadenza possono incidere sulla futura ripartizione delle quote. Anche quando lo strumento è presentato come semplice e rapido, è necessario simulare l'intera struttura del capitale su base fully diluted (considerando, secondo ipotesi esplicite, anche le quote ottenibili dall'esercizio o dalla conversione degli strumenti previsti).

Tabella 3 – Round e obiettivi indicativi

Fase	Obiettivo prevalente	Evidenze da predisporre
Pre-seed	Team, prodotto iniziale e ipotesi di mercato	Prototipi, test, competenze del team
Seed	Verifica della domanda e del modello commerciale	Piloti, clienti, primi ricavi e metriche
Series A	Accelerazione di un modello già validato	Risultati concreti di mercato e ricavi, costi e margini per cliente o prodotto, piano di crescita
Round successivi	Espansione e raggiungimento di nuove milestone	Crescita dimostrata, governance e prospettiva di exit

6. Quanto vale l'impresa: valutazione e negoziazione

Pre-money, post-money e quota ceduta

La valutazione è uno dei passaggi più delicati perché determina quanta proprietà viene attribuita a fronte del capitale raccolto. Nella configurazione semplice la pre-money valuation rappresenta il valore dell'equity prima dell'investimento; la post-money è la somma della pre-money e del nuovo capitale immesso. Se una società vale 4 milioni prima del round e riceve 1 milione in aumento di capitale, la post-money è 5 milioni e il nuovo investitore acquisisce il 20% del capitale, prima di considerare eventuali strumenti e clausole particolari.

Come si negozia una valutazione

Non esiste una formula capace di determinare in modo oggettivo il valore di una startup. Le valutazioni possono utilizzare società comparabili, multipli di ricavi o altre metriche, scenari di risultati futuri, prospettive di exit e valutazioni di rischio. Nei business più maturi contano anche redditività, cassa e indebitamento; per le startup iniziali acquistano maggior peso team, tecnologia, mercato e risultati di validazione. Il valore finale resta il risultato di una negoziazione fra parti che hanno informazioni, aspettative e potere contrattuale differenti.

Un errore ricorrente è partire dalla quota di capitale massimo che i fondatori intendono offrire e ricavare da questa una valutazione desiderata. Se un'impresa raccoglie un milione e vuole attribuire solo il 10%, la post-money implicita è 10 milioni e la pre-money 9 milioni. La domanda non è se quella percentuale piaccia ai soci ma quali risultati, rischi e prospettive possano sostenere il valore implicito. Una valutazione elevata può ridurre la diluizione immediata ma aumentare la difficoltà di raccogliere in seguito.

Il rischio di un "down round"

In un down round il successivo finanziamento avviene a una valutazione inferiore a quella della raccolta precedente. Il fenomeno può rendere più onerosa la diluizione e attivare clausole di protezione di precedenti investitori. Non ogni riduzione di valutazione significa che l'impresa non abbia creato alcun valore: possono incidere condizioni di mercato, tempi e disponibilità del capitale. Ma l'effetto sulla proprietà e sugli incentivi dei fondatori va sempre simulato.

Confrontare le offerte oltre il valore nominale

La valutazione nominale non basta a confrontare due offerte. Un investitore può proporre una pre-money più elevata ma chiedere una liquidation preference (una clausola di priorità nella distribuzione del ricavato) più onerosa, particolari diritti di veto oppure un ampliamento preventivo del piano di stock option (diritti di acquistare o sottoscrivere azioni a condizioni prestabilite) a carico dei soci esistenti. Confrontare due term sheet (documenti preliminari che riassumono le principali condizioni dell'investimento) richiede quindi di simulare non soltanto la percentuale detenuta subito dopo il round, ma il risultato economico e i poteri decisionali in differenti scenari futuri.

Tabella 4 – L'effetto della valutazione sulla partecipazione

Pre-money	Nuovo capitale	Post-money	Quota investitore
€ 3.000.000	€ 1.000.000	€ 4.000.000	25%
€ 4.000.000	€ 1.000.000	€ 5.000.000	20%
€ 9.000.000	€ 1.000.000	€ 10.000.000	10%

7. L'ingresso nel capitale e la diluizione

Che cosa significa diluizione

La diluizione è la riduzione percentuale delle partecipazioni esistenti quando la società emette nuove quote o azioni. In un aumento di capitale, il socio fondatore non cede alcuna quota della propria partecipazione: la sua percentuale diminuisce perché aumenta il capitale complessivamente rappresentato. Se due fondatori possiedono rispettivamente il 70% e il 30% e il nuovo investitore ottiene il 20% post-money, le loro quote diventano 56% e 24%.

Percentuali e diritti dei soci

La percentuale è importante ma non racconta tutto. Vanno considerati i diritti associati alle diverse categorie di strumenti, eventuali opzioni, warrant, convertibili e piani di incentivazione. Una cap table fully diluted rappresenta quindi anche gli effetti potenziali degli strumenti che possono produrre ulteriori quote. Ignorare questi elementi può portare a sottostimare la diluizione effettiva.

La diluizione nei round successivi

La diluizione continua nei round successivi. Se dopo il primo investimento la cap table è 80% soci originari e 20% fondo A, e un secondo round attribuisce il 25% a fondo B, in assenza di altri aggiustamenti i soci originari scendono al 60%, il fondo A al 15% e il fondo B entra al 25%. La riduzione è proporzionale per chi non sottoscrive nuove quote: la nuova percentuale è pari alla vecchia moltiplicata per il 75%.

Non si deve però confondere la diluizione con una perdita certa di valore. Il 60% di una società di grande successo può valere molto più dell'80% di una società che non è riuscita a finanziare la propria crescita. La domanda corretta è se le nuove risorse possano generare un incremento di valore sufficiente a compensare la minore quota percentuale, tenendo conto di condizioni e diritti di ciascun round.

Tabella 5 – Due round successivi: esempio di cap table

Soci	Prima del round	Dopo round A	Dopo round B
Fondatori	100%	80%	60%
Fondo A	—	20%	15%
Fondo B	—	—	25%
Totale	100%	100%	100%

8. Term sheet, diritti e governance

Il term sheet

Il term sheet riassume le condizioni economiche e giuridiche principali della possibile operazione. Spesso è presentato come documento preliminare non integralmente vincolante, ma singole disposizioni, come riservatezza, esclusiva o ripartizione dei costi, possono essere vincolanti già da subito. Per questo la fase del term sheet non è una mera formalità: è il momento in cui vengono impostati gli equilibri del rapporto fra soci.

Liquidation preference e diritti economici

La liquidation preference regola la priorità con cui alcuni investitori possono ricevere il ricavato in determinate operazioni di liquidità. Una preferenza 1x non partecipativa (che attribuisce una priorità fino a una volta il capitale investito, senza cumularla con una quota del ricavato residuo) può consentire all'investitore di recuperare prioritariamente il capitale investito oppure ricevere quanto spetterebbe sulla base della quota, scegliendo il risultato migliore secondo il contratto. Una preferenza partecipativa può prevedere, oltre alla priorità, un'ulteriore quota del residuo. Le conseguenze cambiano radicalmente al variare del prezzo di vendita.

Clausole anti-diluizione

Le clausole anti-diluizione proteggono, in forme diverse, l'investitore quando una raccolta successiva avviene a condizioni economiche peggiori. Meccanismi come full ratchet e weighted average[1] producono effetti distinti sulla distribuzione delle partecipazioni; non possono essere valutati correttamente senza un modello numerico e la definizione esatta della base di calcolo. Il tema è particolarmente importante per società che prevedono più round.

Informazione, voto e poteri di veto

Il diritto di informazione disciplina quali dati economici e gestionali l'investitore riceve e con quale periodicità. I diritti di consenso o veto possono riguardare aumenti di capitale, indebitamento, operazioni straordinarie, modifiche statutarie, acquisizioni e cessioni di asset strategici. La loro presenza non è in sé anomala; occorre però evitare che soglie troppo basse o materie eccessivamente ampie rallentino l'operatività ordinaria.

Vesting e permanenza dei fondatori

Il vesting (maturazione progressiva di diritti o partecipazioni) e le clausole good leaver / bad leaver[2] affrontano il rapporto fra partecipazione dei fondatori e permanenza attiva nel progetto. La logica consiste nel proteggere la continuità manageriale, ma condizioni, prezzi e cause di uscita devono essere equilibrati. Prelazione, co-vendita (tag along) e trascinamento (drag along) disciplinano la vendita delle quote e

[1]Il full ratchet ricalcola il prezzo di conversione dell'investimento precedente sulla base del prezzo inferiore del nuovo round, indipendentemente dal numero di nuovi strumenti emessi. Il weighted average applica invece un adeguamento basato su una media ponderata che tiene conto sia del nuovo prezzo sia della dimensione dell'emissione. L'effetto concreto dipende dalle formule e dalle esclusioni negoziate.
[2]Clausole che distinguono diverse circostanze di uscita del fondatore, associandovi conseguenze contrattuali più favorevoli o penalizzanti.

possono rendere possibile o condizionare un'exit. La compatibilità con diritto societario e statuto va verificata nella singola operazione.

Valutare gli effetti combinati delle clausole

Non basta leggere separatamente ciascuna clausola. Un insieme di veti ampi, preferenze economiche, obblighi informativi gravosi e diritti sull'exit può modificare in modo sostanziale il rapporto fra proprietà formale e controllo effettivo. L'impresa deve chiedere ai propri consulenti una simulazione integrata: chi decide, chi può bloccare, chi partecipa alla vendita e come viene distribuito il ricavato nei diversi scenari.

Tabella 6 – Le clausole da leggere prima di firmare

Clausola	A cosa serve	Verifica per l'impresa
Liquidation preference	Stabilisce priorità di incasso in determinati eventi	Base di calcolo, multiplo, partecipatività e rango
Anti-diluizione	Può proteggere l'investitore nei down round	Effetti su quote e successivi round
Veti e materie riservate	Attribuiscono consensi speciali su alcune decisioni	Perimetro e soglie dei diritti
Vesting / leaver	Regola la maturazione dei diritti e la permanenza	Eventi, tempi, conseguenze in caso di uscita
Drag / tag along	Disciplina trascinamento e co-vendita	Condizioni, prezzo e tutele dei soci

9. Dal primo contatto al closing

Selezione e primo contatto

La ricerca dell'investitore dovrebbe iniziare con una selezione ragionata, non con l'invio indiscriminato del pitch deck (breve presentazione dell'impresa e della proposta di investimento)**.** Occorre costruire una lista di operatori compatibili per settore, fase, territorio, ticket e dimensione del round. Il primo contatto deve consentire di comprendere in poche righe il problema risolto, i risultati raggiunti, la differenza rispetto ai concorrenti e l'impiego previsto del capitale. Una presentazione efficace non è un catalogo di funzionalità: dimostra perché un determinato mercato dovrebbe premiare quell'impresa.

Primi incontri e valutazione preliminare

Nei primi incontri l'investitore verifica se l'opportunità rientra nel proprio mandato e se le ipotesi principali sono credibili. Possono seguire colloqui con il management, approfondimenti tecnici e commerciali, confronti sulle metriche e discussione del piano. I tempi dipendono da struttura e processi del fondo; la presenza di interesse o di una proposta preliminare non equivale a capitale già disponibile.

Term sheet e due diligence

Quando le parti intendono procedere, negoziano un term sheet e avviano la due diligence (l'insieme delle verifiche che l'investitore svolge sull'impresa prima di investire). Le verifiche possono riguardare situazione societaria, proprietà intellettuale, contratti con clienti e fornitori, autorizzazioni, contabilità, imposte, contenziosi, privacy, lavoro e sostenibilità delle previsioni. Eventuali anomalie non comportano sempre l'interruzione dell'operazione, ma possono richiedere rimedi, garanzie, condizioni sospensive o una diversa valutazione.

Documenti definitivi e closing

Il closing avviene dopo la definizione dei documenti definitivi e l'adempimento delle condizioni previste. In Italia, secondo forma societaria e struttura dell'investimento, assumono rilievo delibere, modifiche statutarie, atti notarili e formalità di legge. Accordi di investimento, patti parasociali (accordi tra soci che regolano determinati diritti e comportamenti nella società) e statuto devono essere coordinati: una protezione negoziata ma non correttamente recepita può essere difficile da attuare.

Tempi e costi del processo

La negoziazione può assorbire risorse significative di tempo e consulenza prima che l'esito sia certo. È prudente mantenere un piano di cassa che consideri ritardi o mancato closing, evitando impegni di spesa fondati sul presupposto che il round sarà concluso. Anche dopo la firma, l'effettiva disponibilità del denaro può dipendere dal perfezionamento di ulteriori condizioni.

Tabella 7 – Dal contatto al closing

Fase	Attività principali	Output per l'impresa
Selezione e contatto	Selezione investitori e presentazione iniziale	Elenco mirato, presentazione e riscontri
Approfondimenti	Analisi preliminare e confronto sulle ipotesi	Interesse indicativo e temi aperti
Term sheet	Negoziazione delle condizioni principali	Termini da approfondire con consulenti
Due diligence	Verifiche economiche, legali e fiscali	Data room completa e criticità
Closing	Documenti definitivi e adempimenti	Capitale disponibile secondo gli accordi

10. Prepararsi alla raccolta: numeri, documenti e strategia

Strategia e fabbisogno

Prepararsi significa rendere l'impresa leggibile e verificabile da un investitore esterno. Il punto di partenza è un business plan che colleghi mercato, prodotto, acquisizione clienti, organizzazione, investimenti e fabbisogno finanziario. Il piano non deve limitarsi a mostrare ricavi in crescita: deve spiegare da quali ipotesi quella crescita derivi, quanto capitale assorba, quali margini produca e quali risultati renderebbero credibile il successivo finanziamento.

Previsioni economico-finanziarie

Il modello finanziario deve rendere trasparenti almeno conto economico prospettico, flussi di cassa, capitale circolante, principali investimenti e scenari alternativi. È utile rappresentare mensilmente la liquidità nel periodo di raccolta e nella successiva fase di esecuzione, distinguendo costi fissi, costi variabili

e investimenti. La runway indica per quanto tempo la liquidità disponibile consenta di sostenere l'operatività secondo ipotesi definite; non deve essere scambiata per una scadenza certa.

Metriche coerenti con il modello

Le metriche vanno scelte in funzione del modello di business. In un software in abbonamento contano ricavi ricorrenti, churn (tasso di abbandono dei clienti o di perdita dei ricavi ricorrenti, secondo la misura utilizzata), costo di acquisizione e margine lordo, ma anche qualità dei contratti e coorti dei clienti. In una tecnologia industriale possono pesare avanzamento di prototipazione, certificazioni, proprietà intellettuale, accordi pilota, durata del ciclo di vendita e capacità produttiva. Numeri presentati senza definizioni coerenti possono generare più dubbi che fiducia.

Il pitch deck

Il pitch deck è destinato al primo confronto; non sostituisce il modello finanziario né la documentazione da sottoporre a verifica. Deve chiarire problema, soluzione, mercato, vantaggio competitivo, risultati ottenuti, team, struttura dei ricavi, piano di utilizzo del capitale e richiesta d'investimento. Il contenuto deve essere proporzionato alla maturità dell'impresa: meglio distinguere risultati già raggiunti, stime e ipotesi ancora da validare che presentare tutte le proiezioni come fatti.

La data room

La data room - l'archivio riservato dei documenti messi a disposizione degli investitori - deve essere organizzata prima della due diligence e contenere, se pertinenti, statuto, atti societari, cap table aggiornata, bilanci, situazioni contabili, informazioni fiscali, contratti principali, documentazione sulla proprietà intellettuale, rapporti di lavoro, privacy, contenziosi e autorizzazioni. La coerenza fra pitch, piano, bilancio e documenti societari riduce ritardi e rischi di rinegoziazione.

Uso dei capitali e milestone

Un aspetto spesso sottovalutato è l'uso delle risorse. Un round di due milioni destinato genericamente a "sviluppo e marketing" è poco leggibile. Una ripartizione per prodotto, crescita commerciale, assunzioni, internazionalizzazione e riserva di liquidità è più utile se ogni voce è collegata a milestone misurabili. Occorre inoltre distinguere capitale lordo raccolto, costi dell'operazione e risorse nette effettivamente disponibili.

Tabella 8 – I documenti da predisporre

Documento	Finalità
Pitch deck	Presentare problema, soluzione, team, mercato e richiesta
Business plan e modello finanziario	Esplicitare ipotesi, flussi di cassa, fabbisogno e scenari
Cap table aggiornata	Rendere visibili partecipazioni e strumenti potenzialmente diluitivi
Metriche commerciali e operative	Dimostrare la domanda e la sostenibilità del modello
Data room	Rendere verificabili assetti societari, contratti, titolarità e dati

11. Dopo l'investimento: controllo, liquidità e crescita

Dal closing all'esecuzione del piano industriale

Il closing non è il punto finale del processo: è l'inizio di una fase in cui la società deve trasformare il capitale raccolto in risultati. L'investitore può chiedere un reporting periodico su ricavi, margini, flussi di cassa, avanzamento del prodotto, indicatori commerciali e scostamenti rispetto al piano. Un reporting utile non celebra soltanto i risultati positivi: segnala tempestivamente i rischi, ne quantifica gli effetti e propone azioni correttive.

Una governance efficace

La governance va organizzata in modo da distinguere decisioni operative, competenze degli amministratori e materie riservate ai soci o all'investitore. Riunioni periodiche e documenti preparati in anticipo possono ridurre conflitti e consentire decisioni tempestive. La qualità del rapporto con il fondo dipende anche dalla fiducia costruita quando un trimestre non rispetta le previsioni.

Liquidità e indicatori di avanzamento

La gestione della liquidità rimane centrale. Un'impresa può crescere rapidamente e consumare risorse più velocemente del previsto: nuove assunzioni, sviluppo tecnologico, ritardi nell'incasso, espansione estera e modifiche del prodotto possono allungare il percorso verso l'equilibrio. È opportuno mantenere una previsione aggiornata della cassa in più scenari, verificando continuamente quanto tempo resta per raggiungere la milestone successiva.

Il rapporto con gli investitori nei round successivi

La disponibilità del fondo a partecipare ai futuri round non deve essere presunta. Dipende da strategia, riserve, valutazione della partecipata e condizioni del mercato. Iniziare a preparare la raccolta successiva soltanto quando la liquidità è quasi esaurita espone l'impresa a trattative in posizione debole. È quindi necessario programmare per tempo le opzioni: nuovo equity, partnership industriali, strumenti di debito compatibili o ridimensionamento selettivo dei costi.

Il contributo non finanziario del fondo può essere rilevante: nuove figure manageriali, contatti commerciali, accesso a mercati esteri, preparazione di operazioni straordinarie. Tuttavia l'investitore non sostituisce l'imprenditore e non garantisce il successo. L'impresa deve conservare responsabilità manageriale, capacità di esecuzione e chiarezza sui propri obiettivi.

12. Quando e come avviene l'exit

La logica del disinvestimento

Il venture capital è normalmente costruito intorno a una prospettiva di disinvestimento. L'investitore cerca di vendere la partecipazione a un prezzo che remuneri il rischio assunto e il tempo per cui il capitale è rimasto immobilizzato. L'exit non è però un evento automatico né una scadenza contrattuale che assicura liquidità: dipende da risultati dell'impresa, condizioni del mercato, interesse di acquirenti e disponibilità degli altri soci.

Le possibili modalità di uscita

La vendita a un gruppo industriale rappresenta una delle possibili uscite. L'acquirente può essere interessato a tecnologia, clienti, team, mercato o integrazioni con le proprie attività. In un'altra ipotesi la partecipazione viene ceduta a un fondo differente o a un investitore che segue fasi più mature. Una quotazione può offrire liquidità e accesso al mercato dei capitali ma richiede dimensione, governance, trasparenza e condizioni di mercato adeguate.

Dal valore dell'impresa al ricavato

Occorre distinguere enterprise value (valore dell'attività operativa), equity value (valore delle partecipazioni dei soci) e ricavato distribuibile (somme effettivamente distribuibili). Il prezzo attribuito all'attività d'impresa non coincide necessariamente con il valore delle quote, che può dipendere da posizione finanziaria, cassa, debiti e aggiustamenti contrattuali. A loro volta, le somme destinate ai soci possono risentire di costi dell'operazione, escrow (somme trattenute in garanzia presso un terzo), earn-out (parte del prezzo pagata successivamente, se si verificano i risultati concordati), categorie di partecipazioni e liquidation preference.

L'ordine di distribuzione dei proventi

La waterfall descrive l'ordine con cui il ricavato viene attribuito ai diversi aventi diritto. Un esempio semplificato può chiarire la posta in gioco: se un investitore ha apportato un milione per il 20% e dispone di una preferenza 1x non partecipativa, in una vendita che attribuisce all'equity 3 milioni potrebbe scegliere di recuperare un milione anziché ricevere 600.000 euro in proporzione alla quota. In una vendita molto più elevata potrebbe invece risultare conveniente convertire la partecipazione privilegiata in ordinaria e ricevere il ricavato in proporzione alla quota detenuta, secondo le condizioni previste.

Le clausole che incidono sulla vendita

Le clausole di drag along e tag along possono incidere sulla possibilità di concludere la vendita e sulla protezione dei soci di minoranza. È fondamentale comprendere in anticipo soglie, condizioni, prezzi e poteri di attivazione. Un'exit favorevole per il fondo non coincide necessariamente con l'esito ottimale per ogni fondatore, specialmente in presenza di differenti strumenti, investimenti personali e obiettivi temporali.

Un'operazione può anche concludersi con una vendita a valori inferiori al capitale investito, con ristrutturazioni o liquidazione. Valutare il venture capital significa considerare anche questi esiti: la partecipazione rappresenta capitale di rischio e la creazione di valore non è garantita.

Il caso guida: AlfaTech S.r.l.

Il progetto e la milestone

AlfaTech S.r.l. è una società ipotetica che sviluppa un software per l'ottimizzazione dei processi industriali. Ha un prodotto funzionante, contratti pilota e primi ricavi ricorrenti, ma deve finanziare lo sviluppo commerciale. Il piano identifica come milestone il consolidamento del prodotto, l'acquisizione di clienti paganti e la dimostrazione di un modello scalabile in diciotto-ventiquattro mesi.

Il primo round

I fondatori detengono inizialmente il 100% della società. Il fondo A investe un milione mediante aumento di capitale, sulla base di una pre-money di quattro milioni: post-money cinque milioni, quota del fondo 20%, fondatori 80%. L'investimento finanzia sviluppo prodotto, assunzioni e crescita commerciale. Trascorsi due anni, la società ha raggiunto i traguardi principali e vuole espandersi all'estero.

Il secondo round

Il secondo round raccoglie tre milioni con una valutazione pre-money di nove milioni e post-money di dodici milioni. Il fondo B ottiene il 25% del capitale. Se nessun socio precedente sottoscrive nuovo capitale e non esistono altri strumenti diluitivi, i fondatori passano al 60% e il fondo A al 15%. Il capitale raccolto complessivamente è di quattro milioni; la partecipazione dei fondatori resta maggioritaria ma si è ridotta dal 100% al 60%.

Exit positiva: quote con uguali diritti

Immaginiamo che successivamente la società venga venduta e che il valore attribuito all'equity, al netto degli aggiustamenti dell'operazione, sia 20 milioni. Se tutte le quote hanno identici diritti economici e non esistono preferenze, fondatori, fondo A e fondo B ricevono rispettivamente 12, 3 e 5 milioni. Questo è il caso più semplice, non il risultato garantito di ogni operazione di venture capital.

Exit a valore ridotto: l'effetto delle preferenze

Per comprendere l'effetto delle clausole, supponiamo invece un'exit da quattro milioni e, a puro titolo didattico, una preferenza 1x non partecipativa, di pari grado, a favore di entrambi i fondi: il fondo A e il fondo B possono scegliere fra recuperare rispettivamente 1 e 3 milioni oppure ricevere l'importo spettante pro quota, secondo le condizioni ipotizzate. In uno scenario semplificato di priorità sul ricavato, i quattro milioni possono essere integralmente assorbiti dalla restituzione preferenziale, lasciando nulla ai fondatori. Il risultato effettivo dipende dall'ordine di priorità e dalla documentazione contrattuale.

Che cosa insegna il caso

Il caso mostra perché non basta fermarsi al valore post-money. Occorre costruire una cap table aggiornata dopo ogni round e simulare sia il valore di crescita sia lo scenario avverso, includendo liquidazione preferenziale, stock option, convertibili, costi e debiti. L'interesse dei fondatori non consiste soltanto nel preservare una quota elevata, ma nel negoziare una struttura capace di sostenere la crescita e di distribuire il valore in modo comprensibile.

Tabella 9 – Come cambia la ripartizione dell'exit (ipotesi didattiche)

Scenario	Fondatori	Fondo A	Fondo B
Exit €20 mln; stessi diritti	€12 mln	€3 mln	€5 mln
Exit €4 mln; diritti pro quota, senza preferenze	€2,4 mln	€0,6 mln	€1 mln
Exit €4 mln; preferenza di liquidazione 1x non partecipativa per entrambi i fondi, di pari grado tra loro e prioritaria rispetto ai fondatori.	€0	€1 mln	€3 mln

Tabella 10 – Evoluzione della struttura proprietaria e ripartizione dell'exit

Partecipante	Origine	Round 1	Round 2	Exit €20 milioni*
Fondatori	100%	80%	60%	€ 12 milioni
Fondo A	—	20%	15%	€ 3 milioni
Fondo B	—	—	25%	€ 5 milioni

Quando non è la soluzione giusta

Il venture capital non è un indice di qualità o modernità dell'impresa. Un'azienda solida, con crescita moderata, utili ricorrenti e distribuzioni regolari, può avere interesse a mantenere l'autonomia societaria e scegliere credito, autofinanziamento o altre fonti. Un fondo orientato a crescite elevate e all'exit può imporre un percorso non coerente con la strategia del management.

La ricerca di venture capital può essere prematura quando l'impresa non ha ancora chiarito il problema del cliente, non dispone di evidenze sul mercato o non è in grado di spiegare come le nuove risorse producano risultati misurabili. Un capitale raccolto senza una strategia valida può aumentare rapidamente i costi e anticipare una crisi di liquidità.

Può essere poco adatto anche quando il modello non è scalabile, l'impresa dipende integralmente dal lavoro personale del fondatore, la struttura proprietaria è conflittuale o esistono passività difficili da quantificare. In questi casi la soluzione non è necessariamente rinunciare a ogni investimento esterno: può essere necessario rivedere governance, piano industriale e strumento finanziario.

La verifica fondamentale consiste nel confrontare fabbisogno, crescita realistica e disponibilità ad accettare diluizione e diritti di nuovi soci. Una scelta sostenibile è quella che lascia all'impresa strumenti, autonomia operativa e capitale sufficienti a svilupparsi, senza creare aspettative di rendimento o tempi di exit incompatibili con il progetto.

Checklist dell'impresa

La checklist è un controllo operativo prima della ricerca, non un'attestazione di idoneità: ogni risposta va supportata da dati, documenti o decisioni già assunte.

Strategia e fabbisogno

☐ **Fabbisogno**: è stato quantificato il capitale netto necessario ed è stato definito per quali attività sarà utilizzato?

☐ **Liquidità**: esiste una previsione mensile con scenario prudente e principali scostamenti?

☐ **Milestone**: quali traguardi concreti finanzierà il round e come saranno verificati?

Mercato e modello di business

☐ **Mercato**: sono identificati clienti, segmento servibile e dimensione realisticamente raggiungibile?

☐ **Prodotto**: quali evidenze documentano domanda, vantaggio competitivo e possibilità di replicare il modello?

☐ **Economia unitaria**: margine lordo, costo di acquisizione e ricavi per cliente sono misurati con definizioni coerenti?

Preparazione e documentazione

☐ **Documentazione**: presentazione dell'impresa, modello finanziario, bilanci, prospetto dei soci e archivio documentale sono coerenti?

☐ **Proprietà intellettuale**: sono chiari titolarità di software, brevetti, dati e contratti con sviluppatori?

Investitori e condizioni dell'operazione

☐ **Investitori**: la shortlist è coerente per fase, settore, ticket e strategia?

☐ **Valutazione**: sono stati simulati diversi valori pre-money e i relativi effetti sul capitale?

☐ **Diluizione:** sono inclusi opzioni, convertibili e possibili round successivi?

☐ **Governance**: sono state esaminate materie riservate, diritti informativi e poteri di veto?

Exit e allineamento tra soci

☐ **Economia dell'exit**: esistono simulazioni della distribuzione del ricavato della vendita - considerando i diritti di priorità degli investitori - e differenti prezzi di vendita?

☐ **Allineamento**: i fondatori condividono orizzonte, rischi e strategia di uscita?

☐ **Professionalità**: sono coinvolti consulenti adeguati per le verifiche societarie, fiscali e contrattuali?

Glossario essenziale

Termine	Significato
Anti-dilution	Clausola che può modificare la posizione economica di un investitore quando si verifica un successivo round a condizioni definite.
Business angel	Investitore privato che utilizza capitale proprio, spesso nelle fasi iniziali.
Cap table	Prospetto dei titolari del capitale e delle rispettive partecipazioni, includendo quando opportuno strumenti potenzialmente diluitivi.
Closing	Perfezionamento dell'operazione e adempimento degli atti e condizioni previsti.
Corporate venture capital	Investimento in imprese innovative promosso da gruppi industriali o soggetti a essi collegati.
Down round	Raccolta di capitale a una valutazione inferiore rispetto a un precedente round rilevante.
Drag along	Diritto di trascinamento che, alle condizioni concordate, può obbligare altri soci a partecipare alla vendita.
Due diligence	Verifica approfondita degli aspetti societari, economici, fiscali, legali e operativi dell'impresa.
Exit	Operazione con cui uno o più investitori dismettono una partecipazione realizzando liquidità.
Fully diluted	Rappresentazione del capitale considerando, secondo ipotesi esplicite, il possibile esercizio o conversione di strumenti diluitivi.
Liquidation preference	Priorità contrattuale nella distribuzione di determinati ricavi di liquidità.
Pitch deck	Presentazione sintetica dell'impresa e della proposta di investimento.
Post-money valuation	Valore attribuito all'equity immediatamente dopo il nuovo apporto, nella configurazione semplice.
Pre-money valuation	Valore attribuito all'equity immediatamente prima dell'investimento.
Product-market fit	Riscontro sufficientemente consistente fra offerta e domanda effettiva del mercato.
Runway	Periodo di operatività finanziabile con le risorse liquide disponibili, sulla base di ipotesi definite.
Tag along	Diritto di co-vendita che consente a determinati soci di aderire a una cessione alle condizioni previste.
Term sheet	Documento preliminare che riassume i principali termini economici e giuridici dell'operazione.
Vesting	Meccanismo di maturazione progressiva di diritti o partecipazioni.
Waterfall	Ordine di attribuzione del ricavato fra differenti titolari, in base ai diritti applicabili.