Tentori
Tax & Legal
Solutions

Via Giacomo Leopardi 7/D — 22036 Erba (CO)
info@tentoritls.it · www.tentoritls.it
P.IVA 04247490131

APPROFONDIMENTO

Per imprese e imprenditori
Finance, startup e venture capital

RISORSA

N. 34/2026
Aggiornata al 14/10/2026

Guida ai patti di investimento: term sheet, accordo di investimento e patti parasociali

Che cosa si firma quando entra un investitore nel capitale, in che ordine, e quali clausole spostano davvero valore e controllo tra fondatori e soci finanziatori.

Quando un investitore entra nel capitale di una startup o di una PMI, i documenti da firmare sono almeno tre: un *term sheet* che fissa i termini essenziali, un accordo di investimento che regola il versamento e le garanzie, e un insieme di regole sulla vita futura della società, divise tra statuto e patti parasociali. Ciascun documento ha una funzione e un'efficacia diverse: confonderli è la causa più frequente di round che si chiudono male o di conflitti tra soci negli anni successivi.

Questa guida segue l'ordine con cui si negozia un round e spiega, per le clausole più ricorrenti, che cosa significano, dove vanno scritte e quali limiti pone il diritto italiano. È pensata per fondatori e imprenditori che stanno per sedersi al tavolo con un business angel o un fondo.

01 Il percorso di un round

Ogni operazione ha i suoi tempi, ma la sequenza è quasi sempre la stessa. Conoscerla permette di capire quando si negozia davvero e quando, invece, si sta solo mettendo per iscritto ciò che è già stato deciso.

FASE	DOCUMENTO	CHE COSA DECIDE
Negoziazione	Term sheet (o lettera d'intenti)	Valutazione, importo, strumento, diritti principali dell'investitore
Verifica	Due diligence	Se la società corrisponde a ciò che i fondatori hanno rappresentato
Firma	Accordo di investimento	Condizioni del versamento, dichiarazioni e garanzie, impegni fino al closing
Closing	Delibera di aumento di capitale e modifiche statutarie	Nascita delle nuove partecipazioni e regole opponibili a tutti i soci
Vita sociale	Patti parasociali	Impegni tra soci su voto, trasferimenti, uscita, ruoli dei fondatori

Nei round più piccoli alcuni passaggi si fondono (ad esempio accordo di investimento e patto parasociale nello stesso documento), ma le funzioni restano distinte. Nei primissimi round si usano spesso strumenti

convertibili, che rinviano la valutazione: li trattiamo nello schema commentato del SAFE.

02 Il term sheet: cosa vincola e cosa no

Il term sheet è un documento breve che riassume i termini essenziali dell'operazione: tipo di strumento, importo, valutazione pre-money e post-money, diritti economici e di governance dell'investitore, condizioni per il closing, tempi. Di regola è **non vincolante** sul punto principale: nessuna delle parti è obbligata a concludere l'investimento.

Alcune clausole, però, sono pensate per vincolare subito e vanno scritte come tali:

- **esclusiva**: per un periodo definito la società non negozia con altri investitori;
- **riservatezza** sulle informazioni scambiate e sui termini dell'operazione;
- **costi**: chi sostiene le spese di due diligence e consulenza se l'operazione non si chiude;
- **legge applicabile e foro**.

Anche la parte non vincolante non è irrilevante. Durante le trattative le parti devono comportarsi secondo buona fede (art. 1337 c.c.): chi interrompe senza giusta causa una negoziazione arrivata a uno stadio avanzato, dopo aver ingenerato un affidamento ragionevole nella conclusione, può rispondere dei danni. Per questo conviene scrivere con chiarezza quali punti sono ancora aperti e a quali condizioni ciascuna parte può ritirarsi.

> **Da sapere.** Molti contenuti del term sheet finiranno nello statuto o nei patti parasociali. Negoziarli con attenzione già in questa fase evita di riaprire la discussione quando i documenti definitivi sono pronti e il denaro serve.

03 L'accordo di investimento

L'accordo di investimento (in inglese *investment agreement*) disciplina il passaggio dal sì al denaro in cassa. I contenuti tipici sono:

- **oggetto**: sottoscrizione di un aumento di capitale per un certo importo, con eventuale sovrapprezzo, ed eventuali tranche successive legate a obiettivi;
- **condizioni sospensive**: esito positivo della due diligence, approvazione delle modifiche statutarie, firma dei patti parasociali, assenza di eventi pregiudizievoli;
- **dichiarazioni e garanzie** della società e dei fondatori su titolarità delle quote, bilanci, proprietà intellettuale, contratti, dipendenti, contenziosi, regolarità fiscale e contributiva;
- **indennizzi**: cosa succede se una dichiarazione si rivela falsa, con limiti di importo e di durata;
- **impegni fino al closing**: gestione ordinaria, nessuna operazione straordinaria senza consenso;
- **uso dei fondi**: destinazione dell'investimento secondo il piano presentato.

Per i fondatori il punto delicato sono le garanzie personali: in un round di startup è ragionevole che rispondano di ciò che è sotto il loro controllo (titolarità delle quote, proprietà del codice e dei brevetti), molto meno di rischi d'impresa che l'investitore ha accettato entrando.

Il contenuto delle garanzie dipende in larga parte dalla due diligence. Se l'investitore ha già esaminato un tema (ad esempio un contenzioso o un contratto con un cliente rilevante) e lo ha accettato, è ragionevole che venga escluso dagli indennizzi o regolato con una clausola specifica, invece che coperto da una garanzia generica. Per la società conviene preparare in anticipo una raccolta ordinata dei documenti (statuto, verbali,

bilanci, contratti principali, rapporti di lavoro, titoli di proprietà intellettuale): una due diligence rapida accorcia i tempi del round e riduce le richieste di garanzie aggiuntive. Infine, vanno fissati con precisione la data e le modalità del closing, cioè il momento in cui si delibera l'aumento, si versa il denaro e si firmano i patti, e cosa accade se una condizione sospensiva non si verifica entro un termine ultimo.

04 Le clausole economiche

Sono le clausole che determinano come si divide il valore della società tra fondatori e investitori nei diversi scenari.

- **Valutazione pre-money e post-money**: la prima è il valore attribuito alla società prima dell'investimento, la seconda include il denaro versato. La percentuale dell'investitore si calcola sulla post-money;
- **Prelazione sul ricavato** (*liquidation preference*): in caso di vendita o liquidazione, l'investitore recupera per primo l'importo investito (o un multiplo), e solo dopo si divide il resto; può essere semplice o partecipante;
- **Anti-diluizione**: se in un round successivo la società emette quote a un prezzo più basso, l'investitore riceve un riallineamento con formule più o meno protettive;
- **Diritto di partecipare ai round successivi** (pro-rata), per mantenere la propria percentuale.

Nel diritto italiano queste clausole non sono semplici patti tra soci: per funzionare verso la società devono essere tradotte nello statuto. Nella srl lo strumento è l'attribuzione di **diritti particolari** a singoli soci riguardanti l'amministrazione o la distribuzione degli utili (art. 2468, comma 3, c.c.) e, nelle PMI costituite in forma di srl, la creazione di **categorie di quote** con diritti diversi, anche senza diritto di voto o con voto non proporzionale (art. 26, commi 2 e 3, D.L. 179/2012). Nella spa si usano categorie di azioni.

> **Attenzione.** Una prelazione sul ricavato scritta solo nel patto parasociale vincola i soci firmatari, non la società né i soci che entreranno dopo. Se l'obiettivo è che valga in ogni caso, va costruita a livello statutario.

05 Governance e informazione

Un investitore di minoranza chiede di solito tre cose: sapere, essere rappresentato, poter bloccare le decisioni che cambiano la natura dell'investimento.

- **Diritti di informazione**: reporting periodico, bilanci, budget, accesso ai documenti;
- **Nomina di un amministratore** o di un osservatore nel consiglio;
- **Materie riservate**: decisioni (aumenti di capitale, indebitamento rilevante, cessioni di asset strategici, modifica del business, compensi dei fondatori) che richiedono il voto favorevole dell'investitore o una maggioranza rafforzata.

Anche qui la differenza tra statuto e patto è decisiva. Il diritto di nominare un amministratore o di porre un veto, se attribuito come diritto particolare nello statuto della srl, opera direttamente sulle decisioni sociali; se scritto solo in un patto, obbliga gli altri soci a votare in un certo modo, ma una delibera adottata in violazione resta valida e lascia solo un'azione di risarcimento.

Per i fondatori il rischio è l'eccesso di veti: un elenco troppo lungo di materie riservate rende la società ingovernabile al primo disaccordo. Conviene limitarle alle decisioni realmente straordinarie e prevedere un meccanismo di soluzione dello stallo.

06 Circolazione delle quote e uscita

L'investitore entra per uscire, di solito con una vendita della società o una cessione della propria quota. Le clausole che regolano i trasferimenti sono quindi centrali.

CLAUSOLA	FUNZIONE	DOVE SI SCRIVE
Lock-up	Divieto temporaneo di vendere, soprattutto per i fondatori	Statuto o patto
Prelazione	Diritto dei soci di comprare per primi la quota messa in vendita	Statuto (per opporla anche ai terzi)
Gradimento	Gradimento degli organi sociali sull'acquirente	Statuto, con i limiti dell'art. 2469 c.c.
Co-vendita (tag-along)	Diritto della minoranza di vendere alle stesse condizioni se il socio di maggioranza vende	Statuto o patto
Trascinamento (drag-along)	Diritto di chi vende la maggioranza di obbligare gli altri a vendere, per offrire il 100%	Statuto, con tutele di prezzo per la minoranza
Opzioni put e call	Diritto di vendere (put) o di comprare (call) a condizioni predeterminate	Patto parasociale

Nella srl, se l'atto costitutivo rende le quote intrasferibili o subordina il trasferimento a un gradimento senza condizioni, al socio spetta il diritto di recesso (art. 2469, comma 2, c.c.). Le clausole di trascinamento incidono sulla posizione della minoranza e la prassi notarile ne richiede una formulazione attenta, in particolare sul prezzo.

Le opzioni put a prezzo predeterminato, spesso chieste dall'investitore come via d'uscita minima, sono state a lungo discusse alla luce del divieto di patto leonino (art. 2265 c.c.). La Corte di cassazione (ordinanza n. 17498 del 4 luglio 2018) ha ritenuto lecito l'accordo tra soci con cui un socio finanziatore ottiene il diritto di vendere la partecipazione a un prezzo predeterminato: il divieto riguarda il rapporto tra socio e società, non un accordo interno tra soci che non altera la causa del contratto sociale. Resta però necessario scrivere la clausola con cura (termini di esercizio, prezzo, collegamento con il finanziamento dell'impresa).

07 Gli impegni dei fondatori

L'investitore investe nelle persone almeno quanto nel progetto. Per questo i patti contengono quasi sempre impegni specifici dei fondatori:

- **vesting**: le quote dei fondatori «maturano» nel tempo, e chi lascia la società prima di un termine perde in tutto o in parte il diritto a mantenerle;
- **clausole good leaver / bad leaver**: opzioni di acquisto sulle quote del fondatore che esce, a prezzo diverso secondo la causa dell'uscita;
- **esclusiva e non concorrenza**, con limiti di durata, territorio e oggetto per essere valide;
- **proprietà intellettuale**: trasferimento alla società di codice, marchi e brevetti sviluppati dai fondatori prima della costituzione.

Nelle PMI in forma di srl il divieto per la società di compiere operazioni sulle proprie partecipazioni (art. 2474 c.c.) non si applica alle operazioni in attuazione di piani di incentivazione che prevedono l'assegnazione di quote a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo (art. 26, comma 6, D.L. 179/2012). È lo strumento che permette di costruire piani di incentivazione accanto al vesting dei fondatori (ne parliamo in stock option e work for equity).

08 Statuto o patto parasociale: dove scrivere cosa

La regola pratica è semplice: ciò che deve valere verso la società e verso chiunque diventi socio va nello **statuto**; ciò che riguarda impegni personali tra alcuni soci, o che conviene mantenere riservato, va nel **patto parasociale**. Lo statuto è pubblico e modificabile a maggioranza; il patto è riservato, ma vincola solo chi lo firma.

Nella spa (e nelle società che controllano una spa) i patti parasociali che hanno lo scopo di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società non possono avere durata superiore a cinque anni e, se le parti hanno previsto un termine maggiore, si intendono stipulati per cinque anni, rinnovabili alla scadenza; se non prevedono un termine, ciascun contraente può recedere con un preavviso di centottanta giorni (art. 2341-bis c.c.). La norma è dettata per le spa e non è richiamata nella disciplina della srl: la sua applicazione per analogia ai patti relativi a una srl è discussa. È comunque buona prassi prevedere una durata definita e un meccanismo di rinnovo espresso.

> **Da sapere.** Statuto, accordo di investimento e patto devono essere scritti insieme e usare le stesse definizioni. Un round in cui il patto prevede un trascinamento che lo statuto non conosce, o una prelazione con prezzi diversi nei due documenti, è una lite già scritta.

Prima di firmare, ogni fondatore dovrebbe saper rispondere a tre domande: quanto riceverei in caso di vendita a un prezzo basso, medio e alto; quali decisioni non posso più prendere senza l'investitore; cosa succede alle mie quote se lascio la società. Se le risposte non sono chiare, il testo non è pronto.

RIFERIMENTI NORMATIVI E DI PRASSI

Artt. 1337, 2265, 2341-bis, 2468, 2469, 2474 c.c.

D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, art. 26, commi 2, 3 e 6

Cass. civ., sez. I, ordinanza 4 luglio 2018, n. 17498

Vuoi applicarla *al tuo caso*?

Partiamo dai tuoi numeri e dai tuoi documenti e verifichiamo insieme cosa serve davvero.

Tentori TLS · www.tentoritls.it/prenota · info@tentoritls.it · +39 031 547 8406

Documento informativo di carattere generale, aggiornato alla data indicata. Non costituisce parere professionale e non sostituisce l'esame del caso concreto: norme, prassi e scadenze possono cambiare dopo la data di aggiornamento.