

## *Negoziare un termsheet*

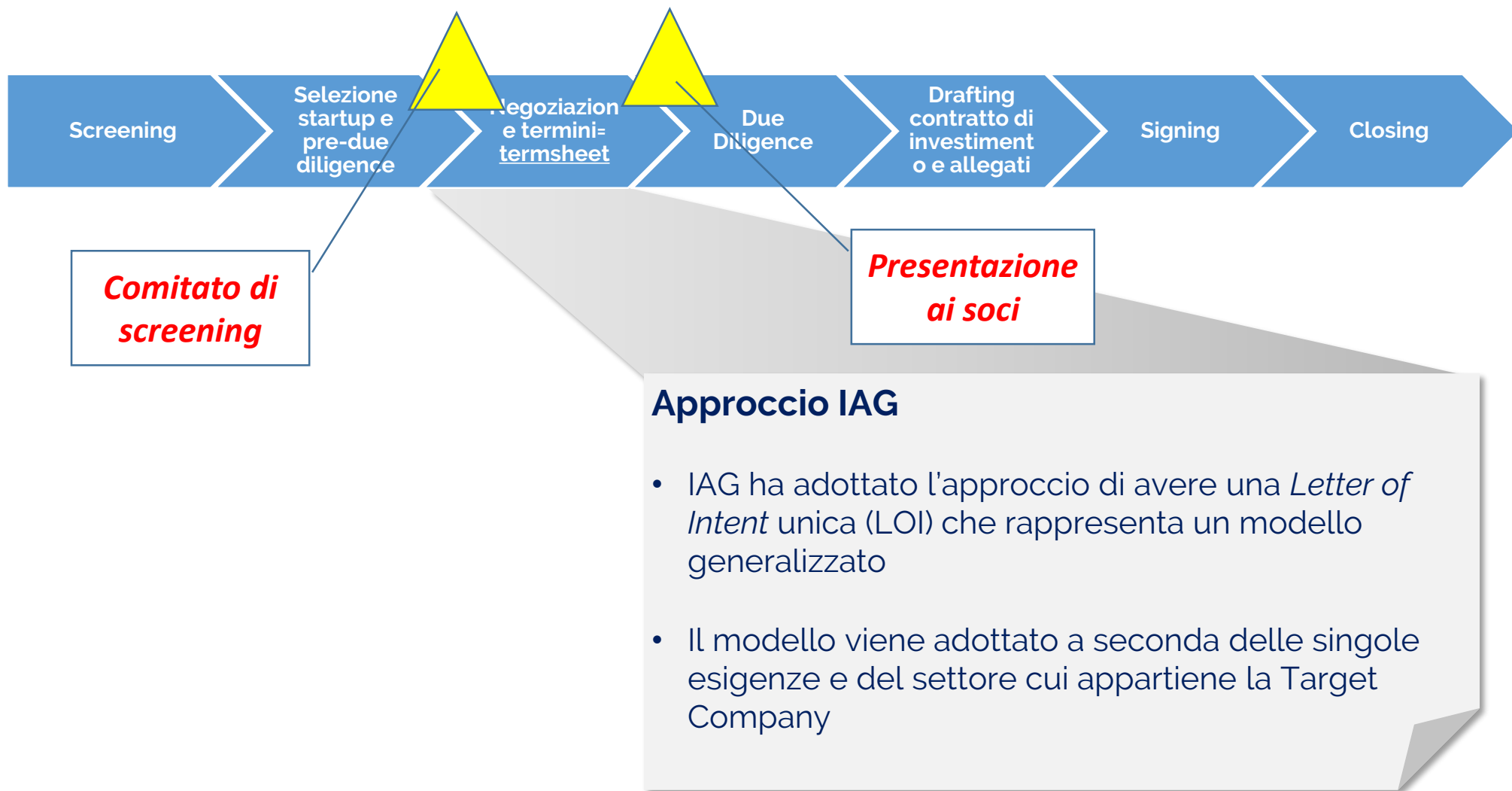
Milano, 18 luglio 2017

# Obiettivi dell'incontro

---

- 1. Condividere i contenuti essenziali di un termsheet**
- 2. Conoscere gli aspetti tecnici relativi ad alcune clausole**
- 3. Identificare un approccio alla negoziazione e gestire i momenti di difficoltà nella trattativa**

# Sottoscrivere un termsheet è un processo essenziale nell'esecuzione di un'operazione di investimento



# Ruoli e responsabilità nella predisposizione della LOI

- 1. Nel nostro modello, la LOI è frutto del lavoro congiunto del team e dei champion**
- 2. Il timing di preparazione della LOI è posto fra il comitato di screening e la presentazione soci, per contemperare due esigenze contrapposte**
  1. Ingaggiarsi solo su progetti per i quali esiste una motivazione a concludere l'investimento (salvo due diligence)
  2. Evitare di mettere in moto la macchina in assenza di un accordo preliminare con la startup

# Funzioni di un termsheet



---

## **1. Contenuti essenziali di un termsheet**

2. Focus sulle principali clausole patrimoniali
3. Focus sulle principali clausole di governance
4. Approccio negoziale

# Contenuti base di una LOI IAG

Elementi descrittivi dell'operazione	Descrizione sommaria
<b>A1. Importo dell'investimento</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Per IAG è sempre opportuno indicare un range che verrà precisato con la comunicazione di un soft commitment</li></ul>
<b>A2. Pre-money valuation</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• È la valutazione dell'azienda al momento Dipende da diversi fattori. Potenziale competitivo, capitali investiti in precedenza, sweat equity, stock option pool*</li></ul>
<b>A3. Natura non vincolante</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Non crea obbligo di concludere l'operazione, ma di <u>negoziare</u> in buona fede!</li></ul>
<b>A4. Due Diligence</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Esplicitare durata, settori di analisi e «regole del gioco»</li></ul>
<b>A5. Dichiarazione e garanzie</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Sono le rappresentazioni sullo stato legale ed economico della target fatte dagli attuali rappresentati e che devono essere accurate, pena la possibilità di richiedere un indennizzo</li></ul>

\* Nella prassi americana le option stanno dentro la premoney, cioè l'effetto diluitivo è a carico dei founders. In Italia va specificato attentamente

# Contenuti base di una LOI IAG (segue)

Elementi descrittivi dell'operazione	Descrizione sommaria
<b>A6. Esclusiva (no-shop)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• È l'assicurazione che la target non escluda immotivatamente dal deal l'investitore</li></ul>
<b>A7. Confidenzialità</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Tutela l'interesse degli investitori di condurre trattative riservate</li></ul>
<b>A8. Firmatari</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Tutti i soci attuali devono firmare il termsheet</li></ul>
<b>A9. Tempistica e spese</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Definisce chi fa che cosa e chi copre le spese</li></ul>



Elementi descrittivi dell'operazione	Descrizione sommaria
<b>B1. Liquidation preference</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Definisce come vengono distribuite le prime risorse derivanti da un exit. E' il principale strumento di Downside protection</li></ul>
<b>B2. Tag along</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Permette all'investitore di beneficiare di un liquidity event procurato da un altro socio</li></ul>
<b>B3. Anti dilution</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Consente all'investitore di condividere coi founder l'impatto di necessità impreviste di aumenti di capitale diluitivi</li></ul>
<b>B4. Earn in</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Consente spesso di conciliare aspettative di ritorno molto diverse fra founder e investitori e di ottenere lo stesso impatto dell'antidilution ma a termine</li></ul>

Elementi descrittivi dell'operazione	Descrizione sommaria
<b>C1. Diritti di voto</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Permette di definire delle maggioranze «qualificate» in assemblea e in consiglio riguardanti materie rilevanti</li></ul>
<b>C2. Partecipazione agli organi sociali</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Definisce le modalità di rappresentazione dell'investitore nella governance della società</li></ul>
<b>C3. Diritti di informativa / reportistica</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Set minimo di informazione necessarie per gestire la partecipazione in itinere (e richieste dalla normativa in caso di investitore soggetto a vigilanza)</li></ul>
<b>C.4. Drag along</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Consente ad una maggioranza qualificata di investitori di concludere una exit anche se una piccola minoranza è contraria</li></ul>
<b>C5. Vendita congiunta</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Processo formale di messa in vendita della società (del 100% delle quote!)</li></ul>

Elementi descrittivi dell'operazione

Descrizione sommaria

## **Clausole Ibride: Controllo+benefici economici**

### **BC1. Lock up quote dei founder**

- Garantisce il legame fra le sorti dell'azienda e il patrimonio del founder

### **BC2. Patto di stabilità e non concorrenza (bad leaver)**

- Garantisce commitment continuativo dei founders

### **BC3. Disciplina del trasferimento delle quote**

- Definisce le procedure e gli adempimenti necessari prima di trasferire una quota

- 
1. Contenuti essenziali di un termsheet
  - 2. Focus sulle principali clausole patrimoniali**
  3. Focus sulle principali clausole di governance
  4. Approccio negoziale

# B1 - Liquidation Preference

## Partecipativa:

- Attribuisce all'investitore il diritto di ricevere prima degli altri soci una quota del ricavato dall'Evento di Liquidazione che sia pari all'investimento eseguito o – molto più spesso pari ad un suo multiplo – e, nel caso di un ammontare residuo, una distribuzione pro-rata con gli altri soci
- È molto gravosa per i soci fondatori e molto remunerativa per gli investitori che possono ricevere proventi in percentuale superiore alla loro partecipazione (c.d. double dip).
- È spesso pattuita in scenari a breve e di «medio-successo», cioè quando si prevede una Exit non a lungo che non consentirebbe alla start up di generare valore fra il momento dell'investimento e la vendita in quantità tale che remunererà il rischio corso

## Non partecipativa:

L'investitore avrà diritto di ricevere, sempre in via preferenziale rispetto agli altri soci, una parte dei proventi derivanti dall'Evento di Liquidazione corrispondente al maggiore valore tra:

- l'importo pari all'ammontare del capitale investito (1x o superiore)
- l'ammontare dei proventi derivanti da un Evento di Liquidazione che gli spetterebbero in virtù della propria percentuale di capitale sociale della società

# Esempio

- I soci IAG investono nel 2017 €1.000.000 per il 33,3% di equity in Startup J
- Nel 2022 ricevono un'offerta d'acquisto di Startup J di €15M da parte del gruppo industriale Y

## Partecipativa:

Step	Importo da distribuire	Beneficiario	Payout IAG	Payout altri
1.	€ 1 M	€100% Soci IAG	€1M	0
2.	€ 14 M	Tutti Pro Rata (incluso IAG)	(€14M x 0,333)=€4,66M	(€14M x 0,66) = €9.33M
totale	€ 15 M		€ 5,66 (37% del totale)	9,33

# Esempio (segue)

- I soci IAG investono nel 2017 €1.000.000 per il 33,3% di equity in Startup J
- Nel 2022 ricevono un'offerta d'acquisto di Startup J di €15M da parte del gruppo industriale Y

## Non Partecipativa:

Step	Importo da distribuire	Beneficiario	Payout IAG	Payout altri
1.	€ 1 M	€100% Soci IAG	€1M	0
2.	$= (\text{€}1\text{M} / 0,33) - 1 = \text{€} 2\text{M}$	100% tutti gli altri	0	€ 2 M
3.	€ 12 M	Tutti Pro Rata	$(\text{€}12\text{M} \times 0,333) = 4 \text{ ML}$	$(\text{€}12\text{M} \times 0,66) = \text{€} 8 \text{ M}$
totale	€ 15 M		€ 5 M	€ 10 M

Catch up

# La LP è un meccanismo di downside protection

- I soci IAG investono nel 2017 €1.000.000 per il 33,3% di equity in Startup J
- La società ha un andamento mediocre ma sopravvive negli anni. Nel 2022 i soci un'offerta d'acquisto per 2 milioni di euro. Nello statuto di J esiste una *clausola di LP a 1x non partecipativa con catch up*

Step	Importo da distribuire	Beneficiario	Payout IAG	Payout altri
1.	€ 1 M	€100% Soci IAG	€1M	0
2.	€ 1 M	100% tutti gli altri	0	€ 1 M
totale	€ 2 M		€ 1 M (50%)	€ 1 M (50%)

**Catch up  
insufficiente**

*In caso di exit di insuccesso, gli investitori grazie alla LP hanno diritto a una quota dei ricavi superiore alla loro partecipazione*



# B2- Tag Along

- **Il diritto di seguito (tag along o co sale agreement), garantisce gli investitori che i founder non possano cedere le proprie quote o azioni a meno che non propongano agli investitori di partecipare all'operazione di vendita**
- **Può riguardare una vendita parziale di quote o l'intera quota dei founder.**
- **In caso di vendita parziale, o, più correttamente, di cessione che non causa un cambio di controllo nella società (ex art 2359 cc), il tag along si applica proporzionalmente**
  - Es. Startup x: Quota del founder 80%; quote inv. Finanziario 20%. se il founder cede il 20% delle sue quote (cioè il 16% del capitale) anche l'investitore finanziario potrà cedere il 20% della sua partecipazione al soggetto acquirente (cioè il 4%). Il soggetto acquirente dovrà acquistare il 20% (16%+4%)
- **In caso di vendita totale o cambio di controllo, l'investitore finanziario ha il diritto di cedere il 100% delle sue quote**
  - Es. Startup x: Quota del founder 80%; quote inv. Finanziario 20%. se il founder cede il 51% del capitale) l'investitore finanziario potrà cedere tutta la sua partecipazione al soggetto acquirente (cioè il 20%). Il soggetto acquirente dovrà acquistare il 71% (51%+20%)

# B3- anti-dilution

- **Si tratta di una clausola che garantisce agli investitori che il prezzo pagato a pronti venga abbassato in caso di «down-round» futuro**
- **La clausola mette al riparo l'investitore dall'impatto di aumenti di capitale non previsti e serve anche per avvicinare le parti alla negoziazione della pre-money valuation (cfr. punto 8 del decalogo in sezione 3 «usare la dimensione-tempo»)**
- **Tecnicamente la si ottiene in diversi modi:**
  - Nei contratti americani, spesso le target emettono azioni privilegiate per gli investitori (preferred stock) che hanno un rapporto di conversione standard in azioni ordinarie di 1:1. Pertanto, la clausola anti-dilution si attua andando a variare il conversion price
  - Nei contratti di diritto italiano, generalmente gli investitori detengono azioni o quote ordinarie, per quanto dotate di diritti patrimoniali o di governance speciali. In questo caso non è possibile usare il prezzo di conversione come meccanismo per realizzare l'anti-dilution ma bisogna utilizzare altri sistemi come i warrants

# Tre diversi tipi di anti-dilution

## • Come funziona

**Broad base  
Weighted average**

**Narrow base  
Weighted average**

**Full ratchet**



**Favorevoli ai  
founders**

**Favorevoli  
all'investitore**

Il prezzo iniziale viene allineato al nuovo prezzo medio.  
Nel calcolo del prezzo medio si considerano **tutte le azioni** emesse, vecchie e nuove

Il prezzo iniziale viene allineato al nuovo prezzo medio.  
Nel calcolo del prezzo medio si considerano solo **alcune classi di azioni**

Il prezzo iniziale viene allineato direttamente al nuovo prezzo

# Esempio

- Una azienda ha **100.000** azioni in circolazione, di cui **70.000** ordinarie (founders) e **30.000** sottoscritte nel round seed dai soci IAG al prezzo di **10 €** una
- Nei mesi dopo l'investimento, il progetto brucia più risorse del previsto e la società è costretta a fare un fund raising straordinario, accettando un ulteriore investimento Round A da **500.000** euro a **8** euro per azione (pre-money di **800.000** euro)
- I soci IAG hanno una anti-dilution protection inclusa nell'accordo di investimento e nello statuto
- Quota di partenza IAG=**18,5%**

# Calcolo dell'anti dilution

Broad base Weighted Average	Narrow base Weighted average	Full ratchet
<p>Nuovo Prezzo per azione rettificato:  <math display="block">\frac{(\text{Num az old} + \text{round A} / \text{p. az old})}{(\text{num az. old} + \text{num azioni round A})}</math></p>	<p>Uguale a prima ma si considerano solo le azioni OLD ordinarie</p>	<p>Si applica il Prezzo Nuovo per azioni anche al round Seed</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Num az old= 100.000</li> <li>• RoundA/p.az old= 500.000/10=50.000</li> <li>• <b>Numeratore= 150.000</b></li> <li>• Num az round A= 62.500</li> <li>• <b>Denominatore= 162.500</b></li> <li>• Nuovo Prezzo per azione: <math>\frac{150.000}{162.500} \times 10\text{€} = 9,23\text{€}</math> per az.</li> <li>• Extra azioni=2502</li> <li>• <u>Quota rettificata: 19,7%</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Num az. Old=70.000</li> <li>• RoundA/p.az old= 500.000/10=50.000</li> <li>• <b>Numeratore: 120.000</b></li> <li>• Num az round A= 62.500</li> <li>• <b>Denominatore= 132.500</b></li> <li>• Nuovo Prezzo per azione: <math>\frac{1200.000}{9132.500} \times 10\text{€} = 9,0\text{€}</math> per az.</li> <li>• Extra azioni=3125</li> <li>• <u>Quota rettificata: 20%</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Num az. Old=30.000</li> <li>• Nuovo Prezzo per azione: = 8,0€ per az</li> <li>• Extra azioni=7500</li> <li>• <u>Quota rettificata: 22,1%</u></li> </ul>

# L'anti-dilution nella pratica

- Il full ratchet si usa raramente perché fortemente penalizzante per i founder perché, se preso alla lettera, può essere attivato anche dall'emissione di una sola azione a prezzo ribassato
- I meccanismi weighted average tengono conto dei valori relativi del nuovo aumento rispetto allo stock di capitale già in essere, e quindi sono più accettabili per tutte le parti
- Tuttavia a volte può essere il nuovo investitore che impone alle parti di resettare gli accordi, perché l'applicazione dell' antidilution porterebbe i founder a diluirsi troppo a loro volta
  - *«Non comprendo perché in Europa perdiate tempo a negoziare clausole di antidilution: se la società va bene ci sarà un upround e quindi la clausola non si applicherà; se la società andrà male avrà bisogno di soldi e il nuovo investitore obbligherà i soci a cancellare l'antidilution per investire e quindi la clausola non darà alcuna protezione...»*

# Anti-dilution e pay-to-play

- Nella prassi del VC USA, le clausole di anti-dilution, molto onerose per i founder, sono «mitigate» dalle clausole «pay-to-play»
- Si tratta di una clausola che impegna l'investitore a seguire i successivi round di investimento per il suo «pro-quota». In mancanza, l'investitore può perdere in tutto o in parte la sua anti-dilution protection, così come anche altri diritti come il diritto di opzione sugli aumenti di capitale

# B4 - Earn-in

- **Si tratta di un meccanismo di aggiustamento prezzo a favore degli investitori**
- **Normalmente serve a bilanciare l'accordo preso sulla pre-money valuation. Se l'investitore ritiene che la pre-money sia stata «generosa» nei confronti della target, può proporre un meccanismo di earn-in**

## *Come funziona*

- **Si determina un aggiustamento prezzo ex-post, legato al raggiungimento o meno di un determinato IRR da parte dell'investitore**
  - Es. se all'exit l'investitore realizza un IRR del 40%, non ci sarà nessun aggiustamento prezzo
  - Se all'exit l'investitore realizza un IRR inferiore al 40%, avrà diritto ad esercitare tanti warrants per sottoscrivere gratuitamente azioni della target quanti sono necessari per consentirgli di aumentare la sua quota e di conseguenza il suo IRR
  - Tale incremento di quota di solito ha un floor corrispondente a un livello di pre-money concordato

*Lo stesso meccanismo può essere utilizzato a parti invertite, andando ad aumentare la quota dei founder al raggiungimento di un IRR prestabilito per gli investitori («Earn-out»)*



# Esempio numerico di Earn-in

## 2017 (t=0)

- I soci IAG investono €500.000 a €4.500.000 di valutazione pre-money (quota del 10% equity post) in Startup J
- I soci negoziano la seguente clausola Earn-in, inserita nel patto parasociale:  
*«in caso di liquidation event, se IRR dei soci IAG è inferiore al 30%, verranno retrocesse ulteriori quote azionarie ai soci IAG fino a che la nuova quota non consenta di raggiungere un IRR=30%. Tale incremento di quota può spingersi al massimo fino alla situazione corrispondente ad una pre-money originaria di € 3.000.000 (Floor)»*

# Esempio numerico di Earn-in

**2022 (t=5)**

- Offerta d'acquisto di Startup J di €15M da parte del gruppo industriale Y
- Proceeds soci IAG:  $10\% \times €15M = €1,5M$
- IRR a 5 anni:  $24,56\% < 30\%$



Ai soci IAG vengono retrocesse quote attraverso una riduzione ex-post della premoney da €4.500,000 milioni a 3.537.000 (che eleva la quota da 10% a 12,40% equity), in corrispondenza della quale si realizza un IRR=30%

- Proceed soci IAG dopo earn-in:  $12,4\% \times €15M = €1,86M$



**IRR: 30%**

- 
1. Contenuti essenziali di un termsheet
  2. Focus sulle principali clausole patrimoniali
  - 3. Focus sulle principali clausole di governance**
  4. Approccio negoziale



Gli aspetti contrattuali di un'operazione di investimento **& Bird & Bird**

Milano, 18 Luglio 2017

# Cenni sugli investimenti all'estero

---

## 1. Cercare counsel legale in loco

## 2. Fare attenzione al foro competente, perché l'interpretazione e la portata di molte clausole sono diverse dall'Italia

- Esempio: natura non impegnativa del termsheet
- Diritto di opzione
- Leggi sulla tutela del risparmio (qualified investor, normativa blue sky)

## 3. In USA la prassi può includere clausole di tenore diverso dal nostro mercato

- Pay-to-play
- Liquidation preference

- 
1. Contenuti essenziali di un termsheet
  2. Focus sulle principali clausole patrimoniali
  3. Focus sulle principali clausole di governance
  4. **Approccio negoziale**

# Commenti sugli approcci negoziali

- **Impostare una negoziazione produttiva significa saper classificare con chiarezza il proprio obiettivo negoziale, attribuendo un peso specifico a tutti i possibili outcome**
  - Obiettivo «Must Have» – corrisponde ai deal-breaker
  - Obiettivi «Nice to Have» si tratta di elementi ancillari del contratto oppure di elementi che, oltrepassata una certa soglia, diventano deal-breaker

*Definire sempre le proprie soglie di deal break.  
Andare preparati alle riunioni*

# Alcune proposte di «decalogo negoziale», basate sull'esperienza

- 1. Non «fare giochetti» sui deal breaker.** Bluffare su un punto negoziale «non deal breaker» minacciando di lasciare il tavolo se non viene concesso è un atteggiamento rischioso se il bluff viene visto, può minare la credibilità dell'investitore
- 2. Non sminuire le potenzialità della target.** Alcuni negoziatori, per convincere i founder ad accettare una pre-money più bassa, ne enfatizzano i punti deboli. Si tratta di una posizione alquanto irrazionale e per questo «poco credibile», al di là del saggio detto popolare «chi disprezza compra». Se la target avesse prospettive mediocri perché mostrare interesse tanto da voler firmare un termsheet? Un approccio più credibile può essere quello di enfatizzare il fit tra investitore e target, sottolineando che IAG è l'investitore più idoneo per quella società, in virtù del suo network, della sua expertise, ecc.



# Alcune proposte di «decalogo negoziale», basato sull'esperienza (segue)

- 3. Non ricorrere a «suggestioni e approcci emotivi per ottenere i propri punti negoziali».** I benefici legati al «carisma», «autorevolezza» oppure la capacità di ottenere i propri obiettivi tramite «sfuriate» o giochi psicologici sono grandemente sovrastimati. Ci sono infatti così tanti spunti di tipo razionale e oggettivi per risolvere una negoziazione che non c'è bisogno spesso di ricorrere a stratagemmi psicologici
- 4. Mettersi in ascolto.** Sforzarsi sempre di ascoltare attentamente le richieste della controparte, per trovare possibilità che allarghino il campo negoziale e cogliere segnali deboli che aiutino a ridisegnare i confini della deal zone
- 5. Aprire il campo negoziale.** Quando una negoziazione è in stallo, spesso si può ricorrere ad una mossa negoziale molto efficace: invitare la controparte a esprimere ulteriori richieste

# Alcune proposte di «decalogo negoziale», basato sull'esperienza (segue)

6. **Concedere a rate.** Quando si fanno concessioni, farle gradualmente e per importi sempre più piccoli
7. **Diffidare di una controparte** molto propensa alle concessioni facili
8. **Usare la dimensione tempo.** Quando un problema è insormontabile, provare rimandarlo nel futuro (es. earn-in / earn-out per risolvere uno stallo sulla valutazione)
9. **Non fare mai concessioni gratuite**
10. **Inserire sempre richieste multiple di cui alcune «sacrificali»**

---

# 1. Appendice

# Definizione di IRR (TIR)

- Il tasso di rendimento interno (TIR) – Internal Rate of Return (IRR) - eguaglia il valore attuale dei flussi di cassa in uscita al valore dei flussi di cassa attesi in ingresso
- Esso è pertanto quel tasso che rende il valore attuale netto (VAN) - Net Present Value (NPV) - uguale a 0

$$VAN = CF_0 + \frac{CF_1}{1+i} + \frac{CF_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+i)^n} = 0 \quad \Rightarrow \quad \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} = 0$$

- $t$ : scadenze temporali;
- $CF_t$ : flusso finanziario (positivo o negativo) al tempo  $t$ ;

## *Italian Angels For Growth*

Via Copernico 38  
20125 - Milano - Italy  
+39 02 76022952

[info@italianangels.net](mailto:info@italianangels.net)

<http://www.italianangels.net/>

*Seguici su*

