

Il prezzo della crescita: come orientarsi nell'economia delle startup tra le regole della Silicon Valley e quelle italiane

2026-09-04 12:00:56 di Forbes.it

URL:<https://forbes.it/2026/09/04/il-prezzo-della-crescita-come-orientarsi-nell-economia-delle-startup-tra-le-regole-della-silicon-valley-e-quelle-italiane/>

Contenuto tratto dal numero di agosto 2026 di Forbes Italia. [Abbonati!](#) A cura di Vittorio Occorsio, notaio e professore ordinario di diritto privato all'Università Mercatorum Ogni round di finanziamento fa diminuire le quote dei soci. Le clausole di anti-diluizione proteggono l'investitore quando le valutazioni scendono. Ma tra i term sheet della Silicon Valley e gli statuti delle srl italiane la traduzione non è mai letterale. Ogni fondatore di startup conosce la parabola. Al momento della costituzione detiene il 100%. Dopo il round seed scende all'80. Dopo la serie A al 60. Dopo la serie B, se tutto va bene, governa la società con poco più di un terzo del capitale. **È il prezzo fisiologico della crescita: ogni aumento di capitale riservato a nuovi investitori diluisce chi c'era prima.** Il capitale di rischio funziona così, e non è un difetto del sistema — è il sistema. Il problema nasce quando le cose non vanno secondo i piani. Se la società raccoglie un nuovo round a una valutazione inferiore a quella precedente — il temuto 'down round' — l'investitore che era entrato a valori più alti si trova doppiamente penalizzato: diluito nella percentuale e svalutato nell'investimento. È per proteggersi da questo scenario che nella prassi internazionale sono nate le clausole di anti-diluizione. Per capire il meccanismo occorre partire dalla grammatica dei round. **Ogni aumento di capitale si negozia su una valutazione 'pre-money': quanto vale la società prima dell'ingresso dei nuovi capitali.** Sommando l'investimento si ottiene la valutazione 'post-money', e da quel rapporto discende la percentuale che spetta al nuovo investitore. Un fondo che investe due milioni su una pre-money di otto ottiene il 20%. Ogni round riscrive il 'cap table' — la tabella che fotografa chi possiede cosa — e ogni valutazione è una scommessa sul futuro. Nel venture capital americano la protezione contro le scommesse sbagliate è collaudata. L'investitore sottoscrive 'preferred stock' convertibili in azioni ordinarie a un prezzo di conversione prestabilito. Se un round successivo avviene a un prezzo inferiore, il prezzo di conversione si aggiusta automaticamente al ribasso: l'investitore riceverà, al momento della conversione, più azioni di quante ne avrebbe ricevute in origine. La diluizione viene così compensata a spese dei fondatori e dei soci non protetti. Le varianti sono due. **La 'full ratchet' è la più aggressiva:** il prezzo di conversione si riallinea integralmente al prezzo del nuovo round, anche se il round è di importo minimo. **La 'weighted average',** oggi largamente prevalente, pondera invece l'aggiustamento in base alla dimensione del nuovo round rispetto al capitale esistente: è più equilibrata, ed è lo standard dei term sheet della Silicon Valley. Trapiantare questi meccanismi nell'ordinamento italiano richiede un lavoro di adattamento non banale. La srl — veste giuridica della quasi totalità delle startup italiane — non conosce azioni convertibili, né prezzi di conversione. Ma il diritto societario italiano offre materiali propri che la prassi ha imparato a comporre. Il punto di partenza è la possibilità, per le startup innovative e le pmi, di creare categorie di quote fornite di diritti diversi. Su questa base gli statuti costruiscono quote di categoria A per i fondatori e di categoria B per gli investitori, dotando le seconde di protezioni specifiche. **L'anti-diluizione italiana assume tipicamente la forma di un diritto di mantenimento della percentuale:** in caso di down round, l'investitore protetto ha diritto di sottoscrivere una quota dell'aumento a valore nominale, o di ricevere una riallocazione compensativa, in misura tale da riportare la sua partecipazione al livello che avrebbe avuto se fosse entrato al prezzo più basso. L'effetto economico è analogo alla weighted average americana. La tecnica giuridica è però tutta interna: si fonda sull'art. 2481-bis del codice civile, che consente aumenti di capitale con esclusione o limitazione del diritto di sottoscrizione, e sull'autonomia statutaria nella configurazione delle categorie di quote. Uno strumento molto utile, ma da valutare anche dal punto di vista fiscale, è quello della

sottoscrizione non proporzionale di partecipazione (io sottoscrivo 100 e pago 200, tu sottoscrivi 100 e paghi 0, perché la tua quota è coperta dai 100 in più messi dall'altro socio: fattispecie valida ai sensi del codice civile). Un'ultima scelta riguarda **la collocazione della clausola**. Inserita nello statuto, l'anti-diluizione ha efficacia reale e vincola anche i soci futuri; relegata in un patto parasociale, ha efficacia solo obbligatoria e la violazione genera un diritto al risarcimento, non l'invalidità dell'aumento. La differenza, nel contenzioso, è tutto. Quanto più la protezione dell'investitore è assoluta, tanto più la sua partecipazione rischia di perdere la natura di capitale di rischio. Una clausola full ratchet illimitata nel tempo, combinata con liquidation preference e put option a prezzo garantito, può avvicinare pericolosamente la posizione del socio-investitore a quella del finanziatore mascherato — con i rischi di invalidità che il divieto di patto leonino comporta. La prassi più accorta adotta quindi alcune cautele: limitare temporalmente la protezione anti-diluizione, o circoscriverla ai round entro una certa soglia; preferire meccanismi weighted average a quelli full ratchet; assicurare che l'investitore protetto conservi comunque un'esposizione effettiva al rischio d'impresa; documentare l'interesse meritevole della clausola, che è l'afflusso di capitale in imprese ad alta incertezza. C'è infine un profilo che i term sheet di derivazione americana tendono a ignorare: **la parità di trattamento tra soci e la posizione dei fondatori**. Un'anti-diluizione mal calibrata può azzerare l'incentivo di chi l'impresa la fa funzionare ogni giorno. E un fondatore demotivato è il peggior down round possibile.