



*Dipartimento di Economia e direzione d'impresa Cattedra Management
dell'innovazione*

**Metodi di valutazione di una start-up:
Scenari odierni e ripensamento dell'apparato valutativo.**

RELATORE

Chiar.ma Professoressa

Maria Isabella Leone

CANDIDATO

Giuseppe Mentasti

Matr. 674361

CORRELATORE

Chiar.mo Professor

Matteo De Angelis

Anno accademico 2016-2017

Indice

Introduzione	5
--------------------	---

Capitolo 1- Il mondo delle start-up

1.1 Caratteristiche delle start-up	
1.1.1 Definizione del termine “start-up”	7
1.1.2 Tipologie	8
1.1.3 Caratteristiche imprenditoriali.....	13
1.1.4 Caratteristiche finanziarie.....	15
1.1.5 Fonti di finanziamento.....	19
1.1.5.1 Fattori endogeni: vincoli finanziari.....	23
1.1.5.2 Fattori esogeni: il razionamento del credito.....	24
1.2 Fasi del processo evolutivo	
1.2.1 Come nasce una start-up: dall’idea all’azienda.....	26
1.2.2 Fasi di finanziamento	33
1.2.3 Business angel	35
1.2.4 Venture capitalist.....	38
1.2.5 Il ruolo degli incubatori nello sviluppo delle imprese start-up	41
1.3 L’apporto delle start-up allo sviluppo economico	
1.3.1 Ruolo della start-up nel tessuto economico italiano.....	44
1.3.2 Focus on: start-up innovative in Italia	47
1.3.3 Ruolo della start-up nel tema dell’occupazione	50
1.3.4 Ruolo della start-up nel tema dell’innovazione ed avanzamento tecnologico	52

Capitolo 2 - Metodologie di valutazione delle start-up

2.1 Metodologie tradizionali di valutazione di azienda	
2.1.1 Obiettivi della valutazione.....	57
2.1.2 Metodi indiretti.....	60
2.1.2.1 Il metodo patrimoniale	61
2.1.2.2 Il metodo economico o reddituale.....	63
2.1.2.3 Il metodo finanziario o Discounted Cash Flow (DCF)	65
2.1.3 Metodi diretti.....	74

2.1.3.1	Metodo diretto in senso stretto.....	75
2.1.3.2	Il metodo diretto fondato su moltiplicatori empirici di mercato.....	76
2.1.4	Limiti delle metodologie tradizionali.....	78
2.2	Caratteristiche delle valutazioni di start-up	
2.2.1	Finalità della valutazione.....	80
2.2.2	Il ruolo del tempo.....	81
2.2.3	L'idea e il bisogno sottostante.....	83
2.2.4	Il ruolo del capitale umano.....	85
2.2.5	Caratteristiche del servizio/prodotto.....	86
2.2.6	Modello di business.....	87
2.2.7	Il settore di riferimento.....	90
2.2.8	Il network.....	92
2.2.9	La comunicazione verso l'esterno.....	92
2.2.10	Posizione del soggetto valutatore.....	94
2.3	Metodologie alternative di valutazione delle start-up	
2.3.1	Venture capital method.....	96
2.3.2	First chicao model.....	99
2.3.3	Metodo opzioni reali.....	100
2.3.4	Metodo Economic Value Added (EVA).....	102
2.3.5	Berkus method.....	103
2.3.6	Risk factor summation model.....	104
2.3.7	Scorecard method.....	105
2.3.8	Limiti delle metodologie alternative.....	106

Capitolo 3 – Proposta di una nuova metodologia di valutazione delle start-up

Premessa:	ragioni e motivi per una nuova metodologia.....	107
3.1	Elementi necessari alla valutazione	
3.1.1	Business plan.....	109
3.2	Il metodo individuato: descrizione e accorgimenti del metodo quantitativo.....	114
3.2.1	Parametri necessari alla valutazione.....	117
3.2.2	Il tasso di sconto.....	118
3.2.2.1	RR&C model.....	120
3.2.2.2	Costo del debito.....	124

3.2.3	Cruscotto aziendale	125
3.3	Analisi delle componenti qualitative	130

Capitolo 4 – Valutazione della Start-up: JobTube

Premessa:	opportunità e scelta della start-up valutanda.....	135
4.1	Descrizione della start-up: Jobtube	135
4.2	Driver di valutazione	136
4.2.1	Assunzioni	139
4.2.2	Target di riferimento	140
4.2.3	Linee di ricavo.....	143
4.2.4	Linee di costo	144
4.2.5	Scalabilità del business.....	146
4.2.6	Bilancio previsionale.....	146
4.3	Applicazione della metodologia	149
4.4	Analisi di sensitività.....	154

Conclusioni

Segue:

Bibliografia

Introduzione

Diventare consapevoli di quanto accaduto, di come si è cambiati e di quale futuro si presenta davanti è un passo fondamentale nella direzione giusta. Tale affermazione dovrebbe accompagnare ogni scelta della nostra vita lavorativa e non. In psicologia, con il termine awareness si intende la percezione e la reazione cognitiva di un animale, e quindi di un uomo, al verificarsi di una certa condizione o di un evento. Per chi intraprende un percorso di lavoro autonomo, scegliendo di diventare imprenditore, la consapevolezza fornisce un utile strumento per non subire le situazioni che lo circondano ma affrontare e rielaborare problematiche ed opportunità. Per chi evita o non riesce ad affrontare un percorso di consapevolezza il presentarsi di un problema rischia di trasformarsi in un passato che non passa. Da questa assumption ha avuto origine il presente lavoro di ricerca che si pone come obiettivo quello di fornire all'imprenditore un nuovo strumento di valutazione della sua creatura al fine di compiere scelte più oculate e consapevoli. Per poter arrivare al nostro target si è cercato di fornire un quadro chiaro in cui si va ad inserire la figura dell'imprenditore e delle nuove start-up. Nella prima parte, si è voluta dare spiegazione di quello che è il fenomeno start-up nel mondo moderno e si è cercato di capire quali siano gli attori che intervengono nel processo di sviluppo di un'impresa durante la sua fase di start-up. Si è voluto analizzare quali siano i processi di investimento adottati e come venga ad instaurarsi una correlazione tra le figure individuate. Si è, poi, cercato di cogliere quali siano i drivers e i principali fattori di rischio presi in considerazione dai diversi attori che sostengono le imprese nelle loro prime fasi evolutive investendo nel loro capitale di rischio. La seconda parte del lavoro, invece, si rivolge al vero e proprio problema legato alla valutazione delle start-up, attraverso l'identificazione dei metodi di valutazione tradizionali ed alternativi proposti in letteratura e di riconoscere quelle che sono le problematiche ed i limiti di tali modelli in relazione alle caratteristiche delle start-up. Infine proporremo un metodo di valutazione, cercando di colmare i limiti delle metodologie analizzate, che per le sue caratteristiche consenta di risolvere problemi di ordine quantitativo e qualitativo. Il risultato porterà ad analizzare in maniera più completa una start-up concedendo uno strumento utile sia agli imprenditori che ai "decision maker", ossia incubatori di primo miglio, business angels, venture capital, supportandoli nelle loro scelte d'investimento in società in fase di start-up. Più nello specifico vedremo nel primo capitolo cosa si intende per start-up e qual è il legame esistente tra ricerca, innovazione ed imprenditorialità. Analizzeremo l'importanza delle start-up per lo sviluppo economico. Approfondiremo il tema della costituzione di nuove imprese e scorreremo le fasi attraverso cui si passa dalla business idea all'azienda vera e propria. Prenderemo in esame il ciclo di vita delle imprese focalizzando l'attenzione su quelle che saranno le fasi interessate dal presente lavoro. Inizieremo, così, a scoprire chi sono i diversi attori che intervengono

nel capitale di rischio delle start-up accelerandone lo sviluppo e capiremo in che modo durante l'Early stage financing di un'impresa le tre figure individuate come "decision-maker" rappresentino dei supporti importanti per colmare il così detto funding gap di fronte a cui spesso si trovano le start-up. Il capitolo si chiuderà con una breve, ma dovuta, divagazione sulla realtà italiana e sul fenomeno delle start-up innovative. Il secondo capitolo riassumerà quelle che sono le caratteristiche e le metodologie delle valutazioni delle start-up, partendo da quelli che sono definiti i metodi tradizionali di valutazione. Essi possono essere suddivisi in due classi: quella dei così detti metodi "indiretti" che si basano sui risultati economici e finanziari contabilmente rilevabili, ci riferiamo al metodo patrimoniale, metodo economico o reddituale, metodo finanziario meglio noto come metodo DCF discounted cash flow, e quella dei così detti metodi "diretti" che analizzano l'impresa attraverso valori di indici di mercato, metodo diretto in senso stretto, dei multipli di mercato o di reddito. Vedremo come ognuno di questi metodi abbia dei limiti se applicato ad aziende start-up. Valutare imprese in fase embrionale è infatti ben diverso dal valutare imprese che hanno alle spalle una storia consolidata. Le informazioni limitate sull'evoluzione prospettica delle performance economico-finanziarie e la difficoltà spesso di trovare aziende comparabili rendono difficile l'applicazione di questi modelli che se adottati in un contesto di forte cambiamento e sviluppo non sempre sono in grado di cogliere anche gli elementi di matrice più qualitativa ed intangibile che impattano sul valore finale del capitale economico di un'impresa in fase di start-up. Nel proseguo del capitolo si riassumeranno i così detti metodi di valutazione alternativi. Questi metodi sono in grado di cogliere anche gli elementi di matrice più qualitativa ed intangibile che impattano sul valore finale del capitale economico dell'impresa. Tra questi possiamo citare il Venture capital model / First Chicago model, il metodo delle opzioni reali, il metodo così detto EVA® (Economic Value Added), il Berkus method, il Risk factor summation model e lo scorecard method. Anche in questi casi vedremo che ci sono forti limiti di applicazione quando si parla di start-up. Permangono i problemi sul fronte della reperibilità delle variabili necessarie alla costruzione dei modelli oltre al problema della proiezione dei risultati nelle annate future. La difficoltà poi di individuare imprese che possano essere comparabili con la start-up creano il rischio di generare notevoli errori di valutazione al variare del campione di comparables adottati. Il cuore di questa trattazione troverà luogo nel terzo capitolo dove proporremo un possibile superamento dei modelli sopra descritti attraverso una valutazione basata sul discount cash flow, opportunamente corretto rispetto alle criticità delle start-up e controllato attraverso un cruscotto di indicatori rilevanti, e integrato da una valutazione degli aspetti qualitativi della start-up tramite una scorecard. Concluderemo applicando il modello ad un case study e ne analizzeremo i risultati.

Capitolo 1 – Il mondo delle Start-up

1.1 Caratteristiche delle start-up

1.1.1 Definizione del termine “Start-up”

In economia non esiste un’accezione univoca del termine start-up. Inizialmente il termine veniva usato unicamente per le aziende altamente tecnologiche attive nel web o nel digitale in senso lato. Solo successivamente, il termine è stato esteso anche alle nuove imprese innovative operanti nella manifattura. “Le chiamano start-up, ma sono aziende e così vogliono essere riconosciute. Start-up è una fase della vita di un’impresa, quel periodo di lancio, il momento iniziale, in cui si accende il fuoco e si continua ad aggiungere legna per far crescere la fiamma. In realtà sono creature imprenditoriali e idee diventate progetti concreti” (Malfatto, 2014)¹. Oggi, con la crescente esigenza di innovare, anche altri settori sono interessati dal fenomeno start-up assistendo alla nascita nelle più disparate industry, da quello alimentare a quello dell’abbigliamento. Si tratta di piccole realtà che nascono dai sempre più numerosi neo-imprenditori ossia i cosiddetti startupper, che decidono di investire il tutto per tutto per concretizzare la loro idea, spesso infatti tali realtà prendono vita grazie al finanziamento diretto dei loro fondatori. E così, in linea di massima, oggi qualsiasi neo-azienda nei suoi primi due/tre anni di vita viene definita genericamente una start-up. È di opinione contraria Paul Graham, imprenditore seriale e co-fondatore di Y Combinator, società specializzata nel lancio e nel supporto di start-up, per il quale c’è un aspetto imprescindibile che caratterizza in modo inequivocabile questa tipologia di azienda, vale a dire la sua capacità di crescere molto rapidamente: “Per svilupparsi velocemente è necessario produrre qualcosa che sia possibile vendere a un grande mercato. E proprio qui sta la differenza tra Google e un parrucchiere: un parrucchiere non punta a scalare il mercato, Google invece sì. Per poter crescere veramente tanto e in poco tempo, bisogna saper proporre qualcosa che il mercato vuole e che viene richiesto da un numero molto elevato di persone. E, cosa fondamentale, bisogna essere in grado di raggiungere tutte queste persone e di soddisfare le loro richieste.” (Paul Graham, 2015)². Della stessa opinione anche il pensiero e la definizione di Steve Blank, imprenditore seriale della Silicon Valley e autore tra gli altri del best-seller in tema “The Startup Owner's Manual” (2012)³. La start-up è universalmente riconosciuta e intesa come una nuova impresa nelle forme di un’organizzazione temporanea o una

¹ J. Malfatto, Viaggio nella nuova imprenditoria. Startup e innovazione in Italia, 2014

² www.paulgraham.com

³ www.steveblank.com

società di capitali che presenta una forte dose di innovazione e che è configurata per crescere in modo rapido secondo un business model scalabile e ripetibile. Nello specifico, la start-up può essere innovativa sia per quanto riguarda il modello di business in sé che per il livello di innovazione dei suoi prodotti o servizi. Con l'aggettivo "scalabile" si intende un business che possa aumentare le sue dimensioni e quindi i suoi clienti e il suo volume d'affari in modo anche esponenziale senza un impiego di risorse proporzionali. La start-up, per essere tale, deve essere quindi in grado di sfruttare le economie di scala. Per business model "replicabile" invece si intende un modello che può essere ripetuto in diversi luoghi e in diversi periodi senza essere rivoluzionato e solo apportando piccole modifiche. Il termine sottintende anche un'altra definizione, infatti quando si parla di investimenti, "con la fase di start-up di un'impresa, si indica la prima fase di vita dell'azienda, in cui l'imprenditore comincia a delineare i processi organizzativi e i fabbisogni finanziari necessari"⁴. La fase di start-up quindi è intesa come quella della nascita dell'azienda ma tenendo presente che tale momento spesso coincide con quello durante il quale il prodotto o servizio viene sviluppato, se possibile brevettato, e viene sviluppata la strategia di marketing. Durante tale periodo, generalmente, i finanziamenti provengono da investitori "specializzati" quali business angels o venture capitalist. Secondo il modello affine a Steve Blank ossia quello "californiano", una start-up può crescere rapidamente e "scalare" solo se riesce a ottenere subito grandi capitali. Per riceverli, spesso ha bisogno di ricorrere a risorse di terzi, definiti in precedenza investitori "specializzati", che accettano di partecipare al rischio d'impresa solo in cambio di quote della stessa. Trattandosi di investitori che necessitano di vedere remunerato il capitale investito, l'obiettivo naturale dell'investimento in start-up è l'exit, ossia la cessione della start-up a un'azienda più grande o la quotazione in Borsa. In senso lato, infine, il termine fare start-up coincide anche con l'attitudine a innovare e a rimettersi in gioco inventandosi un lavoro in proprio, fattore da non sottovalutare nell'epoca moderna dove l'offerta di lavoro è scarsa rispetto alla domanda e i livelli di disoccupazione sono tendenzialmente più alti rispetto al passato.

1.1.2 Tipologie

Scendendo più nel dettaglio nel mondo delle start-up la cosa che associa tutte le imprese nella loro fase iniziale è la presenza di un ideatore-imprenditore, ma le somiglianze tra l'una e l'altra si esauriscono immediatamente, mentre sono significative le differenze riscontrabili tra le persone coinvolte e da coinvolgere, gli strumenti di finanziamento e le strategie da mettere in pratica. "Se non si dovessero tener presenti le peculiarità di ogni business, e le motivazioni differenti legate alla nascita

⁴ www.economyup.it

di ogni nuova impresa, scrive Blank⁵, è probabile che si vadano ad abbassare le probabilità di successo della start-up”. Tra le tipologie di start-up rintracciabili nel mercato possiamo inizialmente classificarle rispetto alle caratteristiche che presentano al momento della loro nascita⁶:

- Newco, prende a prestito le prime lettere delle due parole inglesi “New Company”, nuova società, è utilizzato per identificare un’azienda che nasce dalla ristrutturazione di un’azienda cosiddetta “madre”. Tale processo di ristrutturazione è spesso legato al fatto che l’azienda “madre” sta attraversando un periodo di grave difficoltà finanziaria e si trova quindi nella necessità di ottimizzare il più possibile le proprie risorse. In un’operazione di questo tipo, si procede a scorporare dall’azienda preesistente alcuni dei suoi “rami” sani, che vengono fatti confluire nella Newco. Quest’ultima ha una totale autonomia gestionale e operativa. La denominazione di Newco ha un significato generico e viene assegnata solo temporaneamente alla neo-costituita società. Al termine dell’operazione, la NewCo verrà battezzata con il suo nome vero e proprio.
- Spin-off, con questo termine anglosassone si identifica un’operazione di scissione di una società in due o più parti. È ciò che in italiano può essere definito come la separazione di un ramo aziendale da una società “madre” più grande, che per motivi strategici sceglie di cedere alla start-up un proprio prodotto/servizio o un campo di attività. A volte la neo-costituita start-up rimane di proprietà dell’azienda “madre”, mentre altre volte il “ramo” viene ceduto ad altri imprenditori perché l’azienda “madre” ha la necessità di procurarsi, attraverso la vendita, nuove risorse da investire in settori che ritiene più strategici. L’azienda “figlia” inizia così a percorrere una strada autonoma che, con il trascorrere del tempo, potrà anche portarla a divenire un competitor diretto dell’azienda madre.
- Start-up autentiche, anche se oggi, come abbiamo visto, il termine start-up viene utilizzato per indicare genericamente qualsiasi società neo-costituita, in origine non era così. Il core business delle prime start-up era infatti esclusivamente rappresentato da attività fortemente innovative nell’ambito dei settori dell’elettronica e dell’informatica. Tali aziende erano caratterizzate da una fortissima propensione alla crescita e in breve tempo alcune di esse sono riuscite ad affermarsi a livello mondiale. Ne sono un esempio eccellente Facebook, Instagram e Snapchat anche se i “cases history” in questo scenario d’avanguardia sono davvero tanti. In un primo tempo, però, non era solo il settore a caratterizzare una start-up ma anche la necessità di attirare finanziamenti spesso di importo consistente. Queste società, infatti, non di rado

⁵ In un articolo comparso su “The Accelerators”, il blog sulle start-up del Wall Street Journal.

⁶ www.avviareunimpresa.com

erano frutto di un'idea brillante di giovani tecnici che, se da un lato vantavano una preparazione tecnica di tutto rispetto, dall'altra rivelavano di avere una limitata competenza finanziaria. Per questo motivo, cercavano di ottenere i capitali necessari all'avvio della loro azienda attraverso la cessione di una parte delle quote societarie attraverso fondi di private equity.

Per compiere un'analisi più esauriente vi sono altre forme di classificazione interessanti per la suddivisione delle start-up. In un articolo comparso su "The Accelerators", il blog sulle start-up del Wall Street Journal, Steve Blank spiega come non tutte le start-up siano uguali e ne distingue almeno sei tipologie differenti, ciascuna di esse con caratteristiche peculiari di cui tener conto. Secondo Blank, infatti, le tipologie di startup configurabili risultano essere:

- Lifestyle ["Lifestyle Startups: Work to Live Their Passion"]
- Di piccole dimensioni ["Small-Business Startups: Work to Feed the Family"]
- Scalabile ["Scalable Startups: Born to Be Big"]
- Acquisibile ["Buyable Startups: Acquisition Targets"]
- Sociale ["Social Startups: Driven to Make a Difference"]
- All'interno di una grande azienda ["Large-Company Startups: Innovate or Evaporate"]

Nel suo articolo, Blank analizza uno alla volta le sei tipologie, partendo con quella che definisce "Lifestyle Startups: Work to Live Their Passion". Gli imprenditori lifestyle sono paragonati ai surfisti californiani, che danno lezioni di surf per pagare le bollette in modo da poter stare un po' di più in acqua. Queste persone vivono la vita che amano, non lavorano per nessuno, ma per sè stessi per perseguire la loro passione personale. La seconda "categoria" è quella "Small-Business Startups: Work to Feed the Family". Si tratta della maggioranza delle start-up presenti attualmente negli Stati Uniti, nelle quali l'imprenditore è colui che gestisce direttamente l'attività. Si tratta di persone che investono il proprio capitale⁷ nel business, assumendo spesso familiari o persone del luogo come dipendenti. Spesso queste attività sono a malapena redditizie, ma nella maggior parte dei casi questi imprenditori sono quelli che Blank definisce più rappresentativi del concetto di "imprenditorialità", in quanto lavorano con passione e dedizione creando nuovi posti di lavoro a livello locale. L'elenco prosegue con le "Scalable Startups: Born to Be Big": è questo terzo tipo di startup quello che tutti gli imprenditori e venture capitalist della Silicon Valley sognano. Esempi di questo tipo di start-up sono

⁷ Per capitale proprio si intende quello preso in prestito da familiari e amici e il capitale di debito derivante dai rapporti con gli istituti bancari.

nomi come Google⁸, Twitter⁹, Skype¹⁰ e Facebook¹¹: start-up in cui i founders lavorano fin dal primo giorno con il desiderio di cambiare il mondo. Il loro scopo finale non è quello di guadagnarsi da vivere, bensì quello di scalare il proprio business e costruire un'azienda che verrà quotata in Borsa o acquisita con profitti di svariati milioni di dollari. Per funzionare davvero, le start-up scalabili necessitano di investitori terzi che siano “folli” almeno quanto i founders; questi ultimi hanno infatti bisogno di ingenti quantità di capitale di rischio per costruire il proprio modello di business ripetibile e scalabile. Dopo le start-up scalabili, Blank definisce le “Buyable Startups: Acquisition Targets”. L'evoluzione della tecnologia ha portato un decremento vertiginoso dei costi e dei tempi per avviare una produzione nel settore delle applicazioni web e mobile che ha comportato la possibilità per le start-up di rivolgersi a business angels o al crowdfunding per finanziare il proprio avvio bypassando i venture capitalist tradizionali. Il rischio implicito per questo tipo di startup è quello di vendere per cifre irrisorie delle imprese che in realtà potrebbero fruttare miliardi di dollari di profitti. Un'altra categoria di startup pone enfasi sulle “Social Startups: Driven to Make a Difference”. Le start-up definite “sociali”¹² sono guidate da imprenditori che non hanno nulla da invidiare ai loro colleghi di altri settori, in termini di ambizione, passione e voglia di raggiungere gli obiettivi prefissati. La differenza rispetto alle start-up scalabili sta nel fatto che il loro obiettivo è quello di rendere il mondo un posto migliore, non gli interessa prendere quote di mercato o creare ricchezza per i fondatori tant'è che appartengono a questa categoria sia startup a scopo di lucro che non o quelle definite in gergo “ibride”. Infine, Blank spiega quali sono le caratteristiche delle “Large-Company Startups: Innovate or Evaporate”: esse nascono dalla constatazione che il ciclo di vita di una grande azienda è finito e, negli ultimi anni, tale ciclo si indubbiamente ridotto in termini di tempo. Ormai è chiaro che l'approccio “Lean” non è più da riservare esclusivamente alle neo-imprese ma interessano e trattano regole e politiche che sono molto utili anche per le grandi aziende già consolidate. Non è più sufficiente, infatti, concentrarsi sull'esecuzione e il miglioramento del modello di business esistente per sopravvivere nel nuovo contesto economico, le grandi aziende devono puntare ad un approccio innovativo, che riesca a dar vita a nuovi modelli di business attraverso il ricorso a nuovi modelli organizzativi e nuove competenze. La classificazione di Blank è piuttosto soddisfacente, ma analizzando altre variabili troviamo ulteriori suddivisioni per le start-up. È il caso della fondazione

⁸ Per ulteriori approfondimenti si veda D. Vise, M. Malseed, Google story; e anche www.google.com.

⁹ Per ulteriori approfondimenti si veda M. Arcangeli, Breve storia di Twitter, 2016.

¹⁰ Per ulteriori approfondimenti si veda un articolo pubblicato su www.millionaire.it, “Storia di skype: uno svedese, un danese e milioni di telefonate online”, di A. Corbo, 2011.

¹¹ Per ulteriori approfondimenti si veda D. Kirkpatrick, Facebook, la storia; e la pellicola cinematografica di D. Fincher, The Social Network, 2010.

¹² Le start-up a vocazione sociale vengono riconosciute e protette dall'ordinamento giuridico italiano, tema che verrà approfondito in seguito nel Focus on: Startup innovative

Mind The bridge¹³ che ha suddiviso in tre tipi le start-up nostrane, ricavandone un'interessante analisi effettuata su dati raccolti durante la Mind The Bridge Seed Quest 2012, su un campione di 108 startup e 254 imprenditori. La ricerca individua tre profili, piuttosto precisi, ognuno dei quali possiede determinate caratteristiche che influiranno a loro volta sul futuro stesso della neonata impresa.

- Il 20% delle start-up prese in considerazione, viene definita di prima generazione e si parla di Techno startupper, ovvero di giovani imprenditori con un background prevalentemente tecnico e senza una pregressa esperienza significativa. Ci troviamo di fronte per lo più a giovani alla prima esperienza lavorativa o ricercatori provenienti da facoltà scientifiche¹⁴. I fondi necessari vengono raccolti principalmente tra i co-founder¹⁵ e i capitali sono modesti. Stiamo parlando in questo caso, di start-up come modalità di ingresso nel mondo del lavoro e di una nuova generazione imprenditoriale che non possiede ancora capacità, tipiche di un manager comprovato, di attrarre capitali e lanciare una nuova idea di business.
- Il secondo profilo emerso è quello delle start-up nate dalla crisi, ossia da ex impiegati che si sono trasformati in startupper e sono ben il 50%. In questa categoria sono presenti soggetti con lunghe esperienze lavorative ma scarsa o comunque non accertata attitudine imprenditoriale. È più che altro la realizzazione individuale che spinge queste persone a diventare dei lavoratori autonomi. Questa tipologia mostra dunque elevati casi di mortalità dell'impresa e una scarsa capacità di raccolta fondi. Ciò non significa che chi si decida a tentare la strada del lavoro autonomo perché rimasto senza un impiego sia destinato necessariamente a fallire. I dubbi però, ovviamente ci sono ed infatti l'analisi mette sull'attenti chi vuole provarci, avvertendolo che l'improvvisazione, anche se dettata dalla necessità, spesso non porta a nulla.
- Il terzo profilo, in cui rientra il 30% dei casi analizzati, è definito come startup scalabile guidato da imprenditori provetti. I punti forti di questa tipologia si fondano sull'elevato livello di istruzione dei founder, un solido background manageriale, un ambiente lavorativo internazionale e stimolante, capacità di attrarre ingenti capitali. Ma l'elemento chiave individuato è l'eterogeneità dei co-founder, che danno vita ad un buon bilanciamento tra competenze tecniche e manageriali, indispensabili per lo sviluppo positivo dell'idea di business. Questo, secondo la fondazione, è l'unico profilo in grado di avere successo nell'immediato, perché i fondatori sono avvantaggiati da esperienza, istruzione, competenza di settore, conoscenze.

In conclusione tra tutte queste tipologie di start-up differenti in termini di obiettivi di mercato, team

¹³ acceleratore e fondo di investimento con sede in California

¹⁴ possibile provenienza da spin-off universitari.

¹⁵ anche se nella maggioranza dei casi si riscontra un solo founder.

di lavoro e strumenti di finanziamento, c'è un altro punto in comune: bisogna cambiare il punto di vista "classico" secondo cui le start-up vanno trattate come versioni "in piccolo" delle aziende consolidate e prevedere approcci e strategie innovative che si adattino al nuovo contesto economico e siano il più possibile ripetibili e scalabili.

1.1.3 Caratteristiche imprenditoriali

Dal punto di vista imprenditoriale con il termine start-up si identifica l'operazione e il periodo durante il quale si avvia un'impresa. Si tratta di solito di imprese di neo costituzione, nelle quali non si sono ancora consolidati processi organizzativi stabili e sebbene esista un business di riferimento esso non sia stato ancora esclusivamente definito. Nello start-up possono avvenire operazioni di acquisizione delle risorse tecniche correnti, di definizione delle gerarchie e dei metodi di produzione, di ricerca di personale, ma anche studi di mercato con i quali si cerca di definire le attività e gli indirizzi aziendali. Le start-up company, solitamente, presentano un alto rischio finanziario, compensato da un rendimento affine in caso di successo. Per founder di start-up si può fare riferimento alle modalità classiche di assunzione di un soggetto privato dello status di imprenditore. Il concetto di imprenditore, dal quale emerge come concetto derivato quello di impresa, è introdotto nel sistema del diritto privato dall'art.2082 c.c., il quale dispone che: "è imprenditore chi esercita professionalmente una attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi". La definizione generale dell'imprenditore di cui all'art. 2082, coincide quindi con la definizione generale di impresa. La norma in parola delinea, inoltre, diverse categorie di imprenditore, sia individuale che collettivo, sia privato che pubblico definendo specificamente i tre elementi della fattispecie-imprenditore:

- L'esercizio di un'attività economica;
- L'esercizio a titolo professionale di essa;
- L'organizzazione della stessa.

La definizione civilistica d'imprenditore non è l'unica ad interessare, infatti partendo dal concetto che l'imprenditore è, prima che un concetto del diritto, un concetto dell'economia, possiamo definirlo come "vero attivatore del sistema economico" (M. Talani, 2014)¹⁶, senza cui non avrebbe ragion d'essere:

¹⁶ M. Talani, La nozione di imprenditore nel codice civile, 2014

“L’imprenditore svolge una funzione intermediatrice tra quanti, da un lato, offrono capitale o domandano lavoro e quanti, dall’altro, richiedono beni e servizi. Egli trasforma o combina i fattori della produzione, ossia il capitale e il lavoro, in un prodotto idoneo a soddisfare i bisogni dei consumatori, e quindi del mercato in generale, e, pertanto si presenta come colui che svolge una funzione creativa di ricchezza” (A. Galgano, 1992)¹⁷. Per poter interpretare a pieno la figura e il ruolo dell’imprenditore all’interno del sistema economico, bisogna riflettere su due concetti chiave dell’economia e dell’imprenditoria: rischio e profitto. Esercitando l’attività economica, l’imprenditore pone a rischio il capitale investito, sia esso capitale proprio o capitale di terzi, al fine di riuscire ad ottenere un compenso adeguato per questo, chiamato appunto profitto. “Egli nello specifico si obbliga a corrispondere un compenso fisso ai capitalisti e ai lavoratori prendendosi appunto in carico il rischio di non riuscire a coprire, con il ricavo dei beni o servizi prodotti, il costo dei fattori di produzione utilizzati e mettendo in tal caso a repentaglio il capitale investito” (G. Bonfante, G. Cottino, 2001)¹⁸.

È quindi tale rischio a giustificare il potere dell’imprenditore di:

- dirigere la produzione e deciderne la politica economica (cosa, dove e quanto produrre);
- determinare le basi strutturali dell’impresa e l’indirizzo della sua attività;
- scegliere i suoi collaboratori di cui si avvale per lo svolgimento dei suoi compiti.

Nelle fasi di start-up vengono quindi calcati i primi passi di un soggetto che si affaccia all’imprenditoria di tipo scalabile e replicabile, ormai non solo legata al settore tecnologico, ma riferibile ad una pluralità di settori e ambiti differenti. Per avviare un’impresa non occorre quindi solo disporre di progetti innovativi ma sono necessarie soprattutto persone capaci di portare avanti il progetto imprenditoriale. Si può affermare che il successo di un’impresa dipenda in larga misura dalle capacità dell’imprenditore e del management che gli fa seguito. Alcune delle caratteristiche che contraddistinguono un imprenditore sono: la propensione al rischio, la creatività, la rapidità decisionale, la capacità di problem solving, la tenacia, la passione, l’ambizione. L’attitudine al rischio¹⁹ che contraddistingue tale soggetto deve essere interpretata come percezione di poter influenzare positivamente ed a proprio favore eventi ed accadimenti. Accanto ad abilità tecniche l’imprenditore deve avere la capacità di coordinare i vari fattori produttivi, disponendo di una visione d’insieme dell’impresa. Gli imprenditori sono persone che:

¹⁷ A. Galgano con R. Comai, L’imprenditore italiano e la delega, Milano, 1992.

¹⁸ G. Bonfante, G. Cottino, Trattato di diritto commerciale - Vol. I: L’imprenditore, 2001.

¹⁹ La propensione o l’avversione al rischio è alla base di una scelta imprenditoriale. Il sole 24 Ore mette a disposizione sul proprio sito la possibilità di testare la propria propensione al rischio, il test in parola è effettuabile su, www.ilsole24ore.com

- preferiscono essere personalmente responsabili della definizione degli obiettivi e tendono a porsi continuamente traguardi sfidanti, dove la sfida, in particolare, avviene nel confronto con se stessi e con gli obiettivi che ci si è autonomamente dati, piuttosto che con obiettivi assegnati dall'esterno. I loro standard d'eccellenza sono autonomamente definiti e si elevano di continuo;
- sono coinvolte in prima persona nella soluzione di problemi e nel raggiungimento degli obiettivi stessi;
- hanno un forte desiderio di feedback e cercano di conoscere concretamente i risultati delle proprie azioni.

Al buon esito di un'operazione di start-up concorrono diversi elementi che costituiscono e caratterizzano la formula imprenditoriale della neo-impresa:

- innovazione del prodotto/servizio,
- capacità dell'imprenditore,
- strategia competitiva.

L'imprenditore deve essere in grado di concepire una formula competitiva vincente ed adattarla alle nuove condizioni del mercato e della tecnologia avendo come obiettivo principale sia la crescita duratura del valore dell'impresa che la redditività a breve. Molti sono stati i flop nei primi anni di vita a causa di neo-imprenditori non capaci di gestire un'attività imprenditoriale, numerosi sono stati i business plan scartati da venture capitalist perché gli aspiranti imprenditori non sono stati ritenuti "affidabili". Per un'impresa in fase d'avvio, senza una storia, la figura dell'imprenditore diviene il perno d'ogni valutazione del progetto d'investimento in quanto si può sostenere che per un investitore l'unica certezza risieda proprio nella storia personale dell'imprenditore.

1.1.4 Caratteristiche finanziarie

Dal punto di vista finanziario una start-up presenta ovviamente delle peculiarità ben precise e sin dalla fase di avvio va ricercato l'equilibrio finanziario della nuova impresa per garantire la solvibilità aziendale e la continuazione del progetto imprenditoriale. Le nuove imprese sono caratterizzate dal conseguimento di risultati economici negativi a causa del mancato raggiungimento dei volumi di vendita necessari a coprire i costi fissi aziendali. Questo si verifica perché l'impresa non ha ancora acquisito il proprio target di mercato non essendo ancora nota ai potenziali clienti o

perché le funzioni d'uso dei suoi prodotti sono ancora in gran parte ignote o inesplorate. L'obiettivo dell'impresa è quello di raggiungere il break-even nel più breve tempo possibile per garantirsi la sopravvivenza nel business. Tale fenomeno si combina con gli iniziali impieghi in circolante e in capacità produttiva dando luogo a flussi di cassa negativi, obbligando l'impresa a reperire fonti di finanziamento dall'esterno. In maggiore dettaglio, il fabbisogno finanziario nella fase di start-up si origina per le seguenti ragioni:

- investimenti finalizzati al concepimento e sviluppo del progetto;
- investimenti finalizzati alla predisposizione della capacità produttiva;
- investimenti in capitale circolante.

Il primo tipo d'investimento, riguarda l'attività di ricerca e sviluppo, studi di marketing, selezione del personale ed altre attività di carattere immateriale. Normalmente tali investimenti non sono ingenti. L'investimento per acquisire capacità produttiva (impianti, macchinari, attrezzature etc.) richiede invece risorse non indifferenti mentre quello nel circolante (scorte, credito concesso ai clienti al netto dei debiti contratti con i fornitori) varia in relazione alla durata del ciclo operativo ed alle politiche di vendita, produzione ed approvvigionamento adottate o adottabili. Seguendo un'ottica evolutiva del fabbisogno finanziario di una nuova impresa, poniamo in risalto come il cash flow periodale peggiori sino al momento in cui iniziano le vendite, per poi assumere segno positivo. Il cash flow cumulato, pari alla sommatoria dei cash flow periodali, è negativo e può anche assumere dimensioni notevoli. Perfino dopo che l'impresa ha superato il break-even, il recupero totale dell'investimento può richiedere tempi lunghi in funzione del tasso di sviluppo del fatturato, della sua redditività e della durata del ciclo del circolante. L'intensità del capitale investito, elevata nelle prime fasi di vita dell'impresa, tende comunque a decrescere ed a stabilizzarsi con il passare del tempo a causa di un più efficiente utilizzo della capacità produttiva e degli effetti della curva d'esperienza (A. Dessy e J. Vender, 2001)²⁰. Dal punto di vista evolutivo del profilo finanziario della nuova impresa possiamo distinguere diverse fasi:

- Concepimento della business idea
- Sviluppo e studio del progetto
- Lancio dell'iniziativa

²⁰ A. Dessy e J. Vender, Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa, Egea, 2001.

- Fase di primo assestamento
- Consolidamento dell'attività

Mentre i parametri a cui riferiamo la nostra analisi finanziaria risulteranno essere:

- Vendite, che si palesano solo dopo il lancio dell'iniziativa e scontano la poca familiarità con il nuovo prodotto e tendono a crescere solo una volta passata la fase di primo assestamento
- Cash flow periodale, che è negativo in maniera crescente per ogni fase e vede una crescita positiva solo dopo il lancio dell'iniziativa e incrocia il break-even point solo tra la fase di primo assestamento e il consolidamento delle attività
- Intensità del capitale risulta con pendenza negativa a ritmo decrescente a partire dal momento della sua calcolabilità posto nel momento di lancio dell'iniziativa
- Cash flow cumulato vede una fase netta di crescita negativa che tocca il massimo intorno alla fase di assestamento per poi recuperare nel corso dei successivi anni.

Non esiste una struttura finanziaria ottimale per la nuova impresa ma varie strutture pro-tempore più o meno adeguate. Le scelte finanziarie devono essere orientate alla ricerca di un continuo e mutevole equilibrio tra le fonti di finanziamento. Risulta fondamentale tenere in considerazione alcune linee guida, prima delle quali la compatibilità tra rischio operativo e rischio finanziario. La miscela tra debito e capitale proprio dev'essere dosata in relazione al profilo strategico dell'impresa. In altre parole, l'assetto finanziario obiettivo dev'essere coerente con il grado di rischio che l'impresa si trova a subire per effetto della strategia prescelta (G. Donna, 1996)²¹. Così l'impresa che si appresti ad operare in un settore in forte evoluzione adottando ambiziose strategie di crescita e quindi alto rischio operativo, non potrà optare che per una struttura finanziaria con elevata presenza di equity assumendo un basso rischio finanziario. Una struttura sbilanciata verso il debito, che comporti un alto rischio finanziario, può essere impiegata, con le dovute cautele, solo nel caso in cui la nuova impresa si trovi ad operare in settori maturi, con basso rischio operativo. Le caratteristiche del capitale di debito lo portano a definirlo come tipologia di capitale "impaziente" nelle scadenze (P. Chinetti, 2001)²² e tale caratteristica può contribuire a mantenere il necessario rigore gestionale anche in situazioni di stabilità competitiva. Nella fase d'avvio di un'impresa è comunque importante mantenere un elevato grado di elasticità finanziaria, creandosi delle giacenze di credito nel caso in cui si manifestassero

²¹ G. Donna, Uno strumento al servizio della competitività, ne L'impresa 7/1996.

²² P. Chinetti, Come finanziare l'azienda, Edizioni FAG, Milano 2001.

scostamenti rispetto a quanto previsto nei piani finanziari, avvenimento che risulta facilmente verificabile, visto l'assenza di un passato aziendale quale elemento di guida nel processo di pianificazione, in particolare in settori in forte crescita, fortemente dipendenti da variabili esogene rispetto alla sfera di controllo dei founder o del management. Una corretta combinazione delle fonti può servire anche a ridurre il costo del capitale. In situazioni di forte sviluppo, la presenza di equity può consentire una crescita equilibrata evitando che il rischio finanziario aumenti troppo e che provochi conseguenze indesiderate sotto forma d'innalzamento delle aspettative di premio e quindi del costo del capitale. La presenza di equity favorirebbe tra l'altro l'impresa nella ricerca di capitale di debito, accrescendo le sue possibilità d'indebitamento. Il capitale proprio pretende molto rispetto a quello di debito, in termini di controllo e di remunerazione, ma è più flessibile nelle scadenze e non implica esborsi periodici. In sintesi, si può sostenere che, pur non essendo consigliabile avviare un'impresa esclusivamente con capitale di rischio, nelle prime fasi del ciclo di vita tale fonte di finanziamento è fondamentale. Per sostenere in maniera sana il processo di crescita, l'impresa in start-up necessita quindi di impiegare risorse in via stabile e pertanto in tali situazioni la creazione di valore tramite l'indebitamento²³ perde gran parte della sua rilevanza. La forte presenza di capitale proprio non è solo una scelta obbligata conseguente alla difficoltà di accedere al finanziamento bancario, causato principalmente da un'insufficiente presenza di garanzie, scarsa liquidità, così come dall'esistenza di una significativa asimmetria informativa tra investitori ed imprenditori (A. Cosh, D. Cumming, A. Hughes, 2009)²⁴, ma alla luce dei risultati economici negativi che abitualmente le start-up conseguono, un marcato livello di patrimonializzazione è, in effetti, auspicabile anche in quanto consente di assorbire tali perdite, evitando situazioni di dissesto²⁵. Le imprese il cui valore dell'attivo è costituito da opzioni di sviluppo, e cioè dalla possibilità di futuri investimenti, non sono poi in grado di utilizzare gli strumenti di debito classici. Il ricorso all'indebitamento, se da un lato contribuisce allo sviluppo immediato di un'impresa, dall'altro ne limita quello futuro, poiché al crescere del rapporto di leva, l'autofinanziamento futuro non potrà essere utilizzato per sostenere lo sviluppo in quanto sarà assorbito dal servizio del debito pregresso²⁶. Esiste un limite invalicabile

²³ Il principio della leva finanziaria stabilisce che un incremento del debito aumenta, tramite l'effetto leva e lo scudo fiscale sugli interessi passivi, il valore dell'impresa; condizione fondamentale è che il rendimento dell'investimento (ROI) sia maggiore del costo del capitale di terzi. Di solito nelle imprese in start-up il costo del capitale supera il tasso di ritorno del capitale investito, poiché l'impresa non ha ancora raggiunto quella condizione ottimale per massimizzare la propria redditività. Si noti inoltre che in presenza di perdite può venire meno il vantaggio fiscale del debito (la possibilità di dedurre gli interessi passivi) e, in tali situazioni, l'effetto leva legato all'indebitamento non fa altro che amplificare le perdite.

²⁴A. Cosh, D. Cumming, A. Hughes, *Outside Entrepreneurial Capital*, su *The economic journal*, 2009.

²⁵ Si rammenta che il nostro Codice Civile fissa limiti minimi per il capitale sociale delle persone giuridiche e che quest'ultimo, in determinate condizioni, deve essere ripristinato in presenza di perdite rilevanti.

²⁶ Si sta ovviamente trattando del debito finanziario puro, a breve o lungo termine, in quanto diverso discorso vale per il ricorso pro-tempore ad affidamenti che consentano lo smobilizzo del circolante o il ripianamento di momentanei deficit di cassa.

all'indebitamento ed il voler sfruttare rapporti di indebitamento elevati, congiuntamente alla quasi assenza di equity può portare a cadere nella “trappola del debito” (F. Perrini, 1998)²⁷.

1.1.5 Fonti di finanziamento

Dando per assodata la validità strategica del progetto imprenditoriale, la nuova impresa, in aggiunta al capitale di rischio eventualmente apportato dai suoi soci fondatori, indeterminate nei risparmi personali dell'imprenditore, amici e parenti (concetto delle “3F”, segnatamente Family, Friends and Fools, Larralde & Schwienbacher, 2010)²⁸, può reperire risorse dall'esterno attraverso diversi canali:

- venture capital;
- crowdfunding;
- altre imprese industriali;
- mercati del capitale di rischio;
- credito bancario e parabancario;
- finanziamenti pubblici.

Il canale più adatto a finanziare le start-up è quello del venture capital²⁹, cioè del capitale di rischio messo a disposizione di imprese innovative da parte di investitori istituzionali. Si fa notare che gli investitori sono specializzati per stadio o valore dell'investimento, settore del target o area geografica e, conseguentemente, l'imprenditore o aspirante tale deve indirizzare la scelta verso il potenziale partner che presenti preferenze e caratteristiche d'investimento compatibili con le proprie necessità finanziarie. In altri termini, l'imprenditore deve valutare se il venture capitalist abbia esperienza in investimenti simili, se abbia nel proprio portafoglio società concorrenti, se vanti un'immagine di successo sul mercato e quale network di relazioni possa fornire. La scelta del “giusto” investitore istituzionale costituisce quindi un aspetto fondamentale in gran parte delle decisioni d'avvio di nuove

²⁷ F. Perrini, *Economia e gestione delle imprese industriali*, Milano 1998.

²⁸ B. Larralde, A. Schwienbacher, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, 2010.

²⁹ Ingloba nella sua accezione Business angels, incubatori di primo miglio, incubatori, venture capitalist e fondi di private equity.

imprese (G. Rana e G. Gagliardi, 2001)³⁰. Per chi si presenta da un venture capitalist alla ricerca di capitale, il business plan rappresenta lo strumento fondamentale per dimostrare la realizzabilità e profittabilità del proprio progetto imprenditoriale. Esso è il documento dal quale l'investitore avvia tutte le valutazioni in merito all'opportunità di investire ed al potenziale ritorno. Si noti che le ricerche sulle opportunità d'investimento esaminate dagli investitori istituzionali indicano che solo 10 progetti su 1000 ottengono effettivamente dei finanziamenti³¹: tra quelli scartati ci sono diversi progetti che avrebbero potuto funzionare ma che non sono stati presentati adeguatamente. Tra le possibili fonti di capitale di rischio si segnalano anche gli apporti che possono provenire da altri operatori industriali, mentre la raccolta diretta del capitale iniziale presso soggetti inizialmente non definiti, si sostanzia nell'utilizzo di una metodologia di fundraising definita crowdfunding³². La parola crowdfunding è la composizione della parola crowd, tradotta in italiano con folla e funding, ovvero finanziamento. Dal punto di vista della dizione il vocabolo sta ad indicare la pratica attraverso la quale le organizzazioni richiedono finanziamenti ad un grande numero di persone. Questo approccio alternativo nel risolvere problemi di natura finanziaria non è un fenomeno recente, tuttavia deve gran parte del suo successo ad Internet (P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, 2012)³³. Ne esistono diverse tipologie, per la quale forniremo una breve elencazione:

- Finanziamento collettivo per ricompensa (Reward Crowdfunding). Questa tipologia di finanziamento collettivo, chiamata anche reward-based, è la più diffusa per numero di piattaforme e prevede per l'investitore una ricompensa commisurata al suo contributo. La piattaforma è solita dare due o più scelte di contributo ordinate per entità e per ognuna associa la ricompensa. Le piattaforme di questo tipo a seconda se l'obiettivo di finanziamento è stato raggiunto o meno seguono due dei seguenti schemi: Keep-it-all (tieni tutto) oppure All-or-nothing (tutto o niente).
- Finanziamento collettivo per donazione (Donation Crowdfunding). Il finanziamento collettivo per donazione è quel modello di crowdfunding in cui i sostenitori del progetto contribuiscono al medesimo finanziandolo senza aspettarsi un beneficio tangibile dalla donazione. Sono spinti cioè dalla dedizione-attaccamento alla «causa» e dall'emotività che la campagna è riuscita a suscitare. Per questo motivo, il modello donation-based è particolarmente sinergico con le organizzazioni no-profit o con quelle impegnate nel sociale.

³⁰ G. Rana e G. Gagliardi, Capitale di rischio: la scelta del partner e la redazione del business plan, in Amministrazione & Finanza n. 18/2001.

³¹ Per ulteriori informazioni si può consultare il sito www.pwcmoneytree.com.

³² I. Pais, P. Peretti, C. Spinelli, CROWDFUNDING, 2014

³³ P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, Crowdfunding: Tapping the Right Crowd, 2012.

- Finanziamento collettivo civico (Civic Crowdfunding). Il finanziamento collettivo civico è una delle tipologie di raccolta fondi dal basso che sta riscuotendo maggior successo. Un numero crescente di soggetti istituzionali come comuni, enti provinciali, municipalità ecc. se ne sta servendo per finanziare opere pubbliche e attività di restauro del tessuto urbano. Il finanziamento civico favorisce il superamento della separazione concettuale tra le sfere del privato, del pubblico e dell'impresa in vista di un bene e di un benessere comune³⁴.
- Finanziamento sotto forma di capitale di rischio (Equity Crowdfunding). L'equity crowdfunding è una modalità di finanziamento che consente a società non quotate di raccogliere risorse finanziarie dal pubblico a fronte di quote azionarie. Secondo la definizione adottata da Consob: «Si parla di equity-based crowdfunding quando tramite l'investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società: in tal caso, la “ricompensa” per il finanziamento è rappresentata dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa».³⁵ Tipicamente, la presentazione delle richieste di finanziamento è effettuata attraverso piattaforme web che promuovono le iniziative presso i propri utenti e consentono loro di investire importi anche minimi. L'attività delle piattaforme, proprio perché rivolta ad un pubblico di potenziali investitori non necessariamente qualificati, assume i contorni della sollecitazione del pubblico risparmio e, dunque, si presta ad essere regolamentata nell'ambito MiFID. In Italia, Consob ha emanato un apposito regolamento³⁶ nel giugno 2013 che consente a chi ne abbia i requisiti e previa autorizzazione dello stesso organo di vigilanza, di gestire piattaforme di Equity Crowdfunding. Tali piattaforme possono pubblicare le offerte di sottoscrizione dell'investimento, a condizione che gli offerenti³⁷ rientrino nelle seguenti categorie: start-up innovative, PMI innovative, OICR e società che investono prevalentemente in start-up o PMI innovative³⁸.

³⁴ In Italia un primo interessante esempio di finanziamento civico è quello lanciato dal Comune di Bologna per il restauro del Portico di San Luca, uno dei monumenti simbolo del capoluogo emiliano. L. Bandera, Un passo per San Luca, un passo per il welfare culturale, Percorsi di secondo welfare, 2014.

³⁵ Consob, equity crowdfunding: cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una "start-up innovativa" tramite portali on-line, consob.it.

³⁶ CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Delibera n. 18592 -Adozione del "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line" ai sensi dell'articolo 50-quinquies e dell'articolo 100-ter del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, consob.it.

³⁷ Consob, Consultazione pubblica revisione regolamento 18592, consob.it.

³⁸ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3 cosiddetto Investment Compact, gazzettaufficiale.it.

- Finanziamento collettivo per prestito (Lending Crowdfunding). Il modello per prestito è un modello di finanziamento collettivo attraverso il quale persone fisiche e giuridiche possono decidere di prestarsi fondi reciprocamente, ad un tasso di interesse, più o meno alto, con il fine di realizzare un progetto. In questo caso è definito anche "Peer to peer lending" (P2P). Esiste anche una forma di lending crowdfunding, definita "Invoice trading", nella quale il prestito è garantito da fatture emesse da chi richiede i fondi. Questo settore risulta più maturo rispetto ad altre tipologie di crowdfunding e in forte crescita.
- Modelli ibridi di finanziamento collettivo. I modelli ibridi prevedono una commistione tra più modelli, esistono ad esempio modelli ibridi di ricompensa e donazione che costituiscono il cosiddetto modello chiamato per ricompensa/donazione. I modelli ibridi di finanziamento collettivo hanno il pregio di lasciare maggiore libertà ai sostenitori e la possibilità di intercettare il maggior numero di donatori al progettista. Difatti possono verificarsi casi in cui un sostenitore sia molto coinvolto emotivamente da un progetto, a tal punto, da non essere interessato a una ricompensa concreta ma solamente alla finalità del progetto; in questi casi il progettista solitamente decide di sostenere il progetto tramite una donazione tout court, di importo più o meno consistente, senza la richiesta di una ricompensa.

Le numerose tecniche di crowdfunding sono solo una possibilità nel panorama dei finanziamenti alle start-up; con riferimento alle primissime fasi del progetto imprenditoriale, quelle nelle quali è ancora da dimostrare la validità tecnica del nuovo prodotto/servizio, è molto presente anche l'attività dei cosiddetti Business Angel e degli "incubatori", questi ultimi costituiti da investitori privati o, sotto forma di BIC, da enti pubblici territoriali ed associazioni di categoria. Le start-up, in particolare modo quelle innovative, sono soggette ad un elevato grado d'incertezza circa i risultati tecnici, legati all'innovazione di processo o di prodotto/servizio, di mercato ed i tempi di recupero. Per tali ragioni, l'idea imprenditoriale trova sul cammino evolutivo vari ostacoli che possono minare la possibilità di realizzazione, tra cui quelli di natura finanziaria³⁹. I vincoli finanziari alla nascita e allo sviluppo dell'impresa non paiono correlati direttamente ed immediatamente con il settore nel quale l'impresa opera. Non è, infatti, sicuro che un'impresa che si vada ad inserire in un settore ad elevata intensità di capitale si presenti per i terzi in assoluto più rischiosa di un'altra di un settore in cui tali investimenti risultano limitati. Si può notare, anzi, che l'imprenditore intenzionato ad avviare un'iniziativa capital

³⁹ Per barriera finanziaria alla nascita e allo sviluppo di nuove imprese, s'intende l'impossibilità di approvvigionarsi di mezzi finanziari o l'eccessivo costo di tale provvista.

intensive è per lo più disposto a rischiare un capitale relativamente elevato e ciò può costituire una sorta di garanzia per gli altri possibili finanziatori (A. Carlesi, 1990)⁴⁰.

1.1.5.1 Fattori endogeni: i vincoli finanziari

Per vincoli endogeni si sottintende la scarsa cultura finanziaria dei founders, spesso alla prima esperienza imprenditoriale, che fa sì che la nuova impresa spesso nasca privilegiando le forme di finanziamento più a portata di mano, anziché quelle più idonee secondo le regole della “buona finanza”. Spesso i neo-imprenditori, nello scegliere le forme tecniche di finanziamento, non effettuano alcun calcolo sulla convenienza economica delle stesse, non rapportando il costo del capitale con il tasso di remunerazione dell’investimento e non soffermandosi nell’analisi della compatibilità temporale tra finanziamenti ed investimenti. È pur vero che è così arduo per la neonata impresa ottenere capitale di debito che l’imprenditore mira più a reperire mezzi finanziari che alla convenienza economica e alla compatibilità temporale del finanziamento rispetto all’investimento. Molti imprenditori, poi, non sono a conoscenza della gamma di strumenti finanziari esistenti, per quanto per le imprese in fase di start-up non vi sia in genere molta possibilità d’arbitraggio tra differenti forme tecniche di finanziamento. Le caratteristiche finanziarie di una start-up, viste in precedenza, contribuiscono all’incertezza circa i risultati tecnici e di mercato rendendo anche difficile prevedere i futuri flussi di cassa futuri. Tale fenomeno può essere in parte mitigato attraverso un efficace processo di pianificazione, utile anche per dimostrare ai possibili finanziatori la realizzabilità e la profittabilità del progetto e per conferire al neo-imprenditore una maggiore credibilità nei confronti del sistema finanziario. L’attività di pianificazione dovrebbe iniziare con un’analisi di fattibilità dell’iniziativa che includa l’esame delle variabili chiave e la verifica della convenienza economica del progetto. Nell’ambito di tale analisi di fattibilità preliminare è normale considerare neutrale la variabile finanziaria. È importante considerare scenari alternativi e proiettare gli stessi su di un arco temporale sufficientemente lungo, fino a quando non si prevede di raggiungere uno status competitivo ottimale. Nella fase di pianificazione vera e propria è invece opportuno evidenziare i fabbisogni finanziari e le possibili modalità di copertura, tenendo presente le peculiarità delle imprese in fase d’avvio. La difficoltà insita nel processo di pianificazione finanziaria delle nuove imprese può essere lenita utilizzando la logica del flow building (A. Carlesi, 1990). Essa consiste nel pianificare l’immissione in azienda solo delle risorse via via strettamente necessarie alla vita aziendale, rinunciando ad effettuare investimenti non fondamentali, fino a quando l’impresa non sarà in grado

⁴⁰ A. Carlesi, Il problema finanziario nell’economia della nuova impresa, Torino, 1990.

di generare flussi di cassa sufficienti a coprirne i relativi fabbisogni. Con tale logica, la crescita dell'impresa è cadenzata dalla capacità di generare cassa e si evita d'impiegare risorse che non possano fornire un immediato ritorno economico. Anche tale logica di pianificazione presenta dei limiti. Essa, infatti, richiede al nuovo imprenditore una conoscenza della dinamica economica della propria azienda, che non è sempre facilmente deducibile e preventivabile nella fase d'avvio. C'è poi da aggiungere che in alcuni settori il contenimento degli investimenti iniziali non è consigliabile in quanto potrebbe penalizzare la redditività futura. L'impresa in fase di start-up, inoltre, non sempre può contenere agevolmente il capitale circolante, infatti la minimizzazione del livello di scorte può difatti comportare rotture di stock, date le difficoltà nel prevedere l'andamento della domanda, mentre la gestione restrittiva del credito commerciale potrebbe frenare la penetrazione nel mercato. Il dibattito teorico in merito al sistema di pianificazione più efficace e gestibile da parte delle nuove imprese è purtroppo in larga misura superato nei fatti in quanto il neo-imprenditore generalmente si preoccupa della fattibilità dell'iniziativa più in termini tecnici che finanziari. La frequente assenza di un, sia pur embrionale, sistema di pianificazione finanziaria costituisce quindi un ulteriore vincolo di natura endogena.

1.1.5.2 Fattori esogeni: il razionamento del credito

Nella fase d'avvio, l'impresa, si confronta sovente anche con vincoli finanziari di natura esogena, quale l'inaccessibilità o la difficoltà nell'accedere a fonti di finanziamento in conseguenza delle scelte degli intermediari o delle caratteristiche strutturali del sistema finanziario. Il razionamento del credito si manifesta quando una parte della domanda di prestiti non è soddisfatta dagli istituti di credito anche se esistono imprese disposte a pagare "qualunque" tasso d'interesse. La curva d'offerta diviene inelastica oltre un certo tasso d'interesse ripiegandosi all'indietro (M. Onado, 1993)⁴¹, in quanto le banche, gli istituti preposti a fornire il credito, ragionano sul concetto che l'unico modo per ridurre il rischio consista nel limitare il credito erogato. La probabilità d'insolvenza del cliente affidato a tassi d'interessi troppo elevati, diviene talmente alta da indurre la banca dapprima a rinunciare ad espandere il credito e successivamente a ridurlo al crescere del tasso nonostante nessun aumento di tasso potrebbe compensare oltre quel punto l'aumento del rischio. Nella finanza di debito quindi è sempre presente un "cap" al profitto poiché, anche se il rischio insito nell'operazione lo giustificerebbe, non è possibile chiedere un interesse superiore alla media di mercato⁴². Le banche,

⁴¹ M. Onado, *Economia degli intermediari finanziari*, Bologna, 1992

⁴² La Legge contro l'usura, tra l'altro, può costituire un limite agli impieghi delle banche in società neonate.

attraverso un “floor” alle perdite, compensano l’assenza del possibile guadagno che potrebbero ottenere dalle imprese in start-up (C. Zara, 1996)⁴³. Come fattore alla base del razionamento del credito la teoria introduce il concetto d’asimmetrie informative tra finanziatore e impresa. Secondo tale approccio, le informazioni relative al valore dell’impresa e ai rendimenti dei nuovi progetti d’investimento sarebbero note all’imprenditore ma potrebbero non essere accessibili ai finanziatori esterni. Questo divario informativo dipenderebbe da limitazioni d’accesso alle informazioni aziendali, un atteggiamento di “chiusura” comune tra gli imprenditori, ma anche dalla scarsa qualità dei dati contabili. In passato l’azione delle banche non è stata tra l’altro lungimirante ed il sistema creditizio e ha preferito ripiegare sulla logica dei “fidi multipli” e sulla richiesta di garanzie reali⁴⁴. Tale fenomeno ha avuto conseguenze soprattutto sulle imprese in fase di start-up e su quelle ad elevato contenuto innovativo le quali, pur disponendo talvolta di valide prospettive di crescita e di reddito, sono caratterizzate da un alto rischio operativo, da scarsità di beni tangibili da costituire in garanzia, dall’assenza di un passato aziendale e da una bassa qualità dei dati contabili. Occorre sottolineare che la concessione di credito sulla base di dati previsionali comporta un’attività d’analisi ex ante e di controllo ex post che a sua volta genera costi, in gran parte fissi, che possono essere particolarmente onerosi quando gli affidamenti richiesti non sono d’entità rilevante. Questo ha delle ripercussioni sulla scelta dei progetti finanziati dalle banche che troveranno conveniente farsi carico di tali costi solo se il rapporto con il neo-imprenditore ha prospettive di lunga durata. Una delle vie per minimizzare tali costi passa attraverso la costruzione di un più stretto e duraturo rapporto banca-impresa, nell’ambito del quale la banca mette a disposizione del cliente un’ampia gamma di servizi finanziari che, oltre a consentire di accrescere la qualità e quantità delle informazioni relative al cliente, permette di suddividere i costi di produzione di tali informazioni su un maggior numero di tipologie di offerte finanziarie. Le istituzioni finanziarie, in genere, non sono interessate a finanziare start-up perché considerano tali imprese più una scommessa che un investimento e preferiscono quindi intervenire soprattutto a supporto di realtà più sviluppate. Il mercato richiede abitualmente alle imprese nascenti o neonate tassi più elevati rispetto a quelli richiesti ad imprese già consolidate (A. Carlesi, 1990). Alcuni segnali positivi⁴⁵ inducono peraltro ad affermare che l’accennata logica di gestione del rischio di credito potrebbe essere in corso di superamento anche per effetto di una serie di modifiche normative e culturali. In un contesto di maggiore concorrenza e di margini sulle attività

⁴³ C. Zara, Il finanziamento alla nascita e allo sviluppo delle imprese indipendenti a base tecnologica, Working paper Università Bocconi, Milano n. 13/1996.

⁴⁴ Le garanzie reali, d’altronde, possono solo offrire alle banche una protezione parziale in caso di dissesto finanziario del cliente affidato, ma non garantiscono la profittabilità del business del cliente e neppure la presenza di cash flow sufficienti per il servizio del debito.

⁴⁵ creazione di divisioni specializzate nel Corporate Finance per le PMI, filiazione di strutture dedicate all’attività di private equity, assunzione diretta o indiretta di partecipazioni, inserimento di risorse fresche nelle direzioni crediti, diffusione d’articolati sistemi di credit scoring, sviluppo dei sistemi di gestione delle banche ecc.

tradizionali decrescenti, alcuni istituti di credito si sono, infatti, resi conto che il finanziamento d'impresa che si apprestano ad operare in settori a rapido sviluppo può fornire interessanti benefici soprattutto in termini di diversificazione del rischio, di "fidelizzazione" dei clienti e di ritorno sugli impieghi ma in relazione al maggiore rischio sopportato la banca può chiedere tassi più elevati ed opportuni equity-kicker⁴⁶. L'assistenza alle nuove imprese permette inoltre alle banche d'ampliare la propria offerta e le proprie competenze in risposta ai più sofisticati bisogni finanziari di tali imprese e quindi di ricavare commissioni dalla vendita di servizi a maggior valore aggiunto. Un punto d'incontro definitivo e duraturo non si è ancora trovato e i passi avanti da fare sono e devono essere ancora molteplici. Il sistema creditizio dovrebbe inizialmente poter pensare di attrezzarsi, sul lato delle logiche e degli strumenti d'impiego ma anche su quello della raccolta e dell'intermediazione, per passare dal finanziamento del capitale al finanziamento del progetto-idea. Le nuove aziende, con rapidi ritmi di sviluppo e con necessità d'investimenti in asset immateriali, richiedono, infatti, sia strumenti di finanza innovativa sia di poter essere apprezzate per le prospettive future di reddito, più che per la propria consistenza patrimoniale. Ciò implica da un lato una modifica nelle logiche e negli strumenti per la concessione dei fidi, un allargamento della gamma di strumenti finanziari offerti, una disponibilità interna o in outsourcing di capacità di strutturazione e di collocamento, una predisposizione, normativa e asset liability management permettendo, di strumenti di raccolta adeguati a fronteggiare i finanziamenti ai progetti. Dall'altro occorrerebbe anche un maggior flusso informativo da parte delle imprese per consentire agli istituti bancari di valutare in modo adeguato le reali potenzialità del cliente affidato.

1.2 Fasi del processo evolutivo

1.2.1 Come nasce una start-up: dall'idea all'azienda.

Se da una parte l'aspetto finanziario caratterizza, in termini di bisogni, la nascita di una start-up, la business idea è la "scintilla" che ne avvia il processo. La business idea rappresenta il punto di partenza di ogni nuova attività imprenditoriale (L. Peters, M. Rice, M. Sundararajan, 2004)⁴⁷. Volendo generalizzare, è possibile affermare che essa è il riflesso dell'imprenditorialità stessa, in

⁴⁶ «Per assicurarsi una determinata redditività del portafoglio prestiti la banca deve accertarsi che, a livello aggregato, i premi per il rischio d'insolvenza applicati sulle singole posizioni siano sufficienti a compensare le eventuali insolvenze che si potrebbero verificare nel corso dell'esercizio, consentendo il raggiungimento degli obiettivi di remunerazione prefissati», M. Brogi, L'evoluzione del rapporto banca-impresa in Italia, Milano, 1997.

⁴⁷ L. Peters, M. Rice, M. Sundararajan, The role of incubators in the entrepreneurial process, «Journal of Technology Transfer», 2004.

quanto è la realizzazione della volontà di creazione dell'imprenditore. Secondo uno studio di Scheinberg e MacMillan (1988)⁴⁸, esistono circa 38 motivazioni che spingono una persona ad avviare un'attività economica autonoma. Ricerche successive hanno cercato di riassumere gli elementi individuati da Scheinberg e MacMillan identificando 6 macro-gruppi di elementi non correlati tra loro che fanno luce sull'argomento relativo alle motivazioni che caratterizzano il profilo imprenditoriale. Questi gruppi sono (J. Dahlvist, P. Davidsson, 2000)⁴⁹:

- Need for approval.
- Perceived instrumentality of wealth.
- Degree of comunitarism.
- Need for personal development.
- Need for independence.
- Need for escape (principalmente disoccupazione).

Ma una business idea che non trova riscontro in un'opportunità di business è destinata a rimanere uno schema su un foglio di carta. Idee creative e originalità da sole non assicurano certo risultati finanziari apprezzabili (Olson, Bosserman, 1984)⁵⁰. Una buona idea è quindi il nucleo centrale della start-up mentre la sua caratteristica distintiva è la capacità di identificare un bisogno non soddisfatto e nel proporre una soluzione funzionante (D. Prandina, 2001)⁵¹. L'idea di business è quindi il presupposto alle scelte strategiche fondamentali che andranno a descrivere il progetto imprenditoriale. Che si abbia intenzione di avviare una nuova attività imprenditoriale o creare un nuovo business nell'ambito di una realtà già avviata, occorre prendere delle decisioni riconducibili a tre macro-aree:

- Cosa si intende offrire
- A chi ci si rivolge
- Come si intende realizzare il prodotto/servizio

Nel primo punto non ricadono solo aspetti relativi al bene/servizio, ma si intende l'offerta come un sistema di più elementi che vanno dal prezzo alla gamma di servizi complementari, dai canali di distribuzione ai tempi di consegna. L'identificazione di questo sistema viene sviluppato sulla base dei bisogni che il segmento prescelto esprime e per questo motivo l'offerta deve essere formulata con riferimento ai desideri del cliente/consumatore (D. Prandina, 2001). Contemporaneamente all'analisi

⁴⁸ S. Scheinberg, I. MacMillan, An eleven country study of the motivations to start a business, 1988.

⁴⁹ J. Dahlvist, P. Davidsson, Business start-up reasons and firm performance, 2000.

⁵⁰ P.D. Olsson, D.A. Bosserman, Attributes of the entrepreneurial type, 1984.

⁵¹ D. Prandina, Start up. Il manuale di riferimento per iniziare un nuovo business, 2001.

del segmento obiettivo, va svolta l'analisi della concorrenza, infatti, il successo di un'iniziativa commerciale non si basa esclusivamente sulla novità che esso rappresenta agli occhi del mercato, quanto alla superiorità⁵² nei confronti dei competitors. Spesso una start-up di successo non è tale in quanto altamente innovativa, ma poiché è in grado di creare valore agli occhi dell'utente/cliente rielaborando tecnologie e servizi già disponibili in modo originale ed efficace. La terza macro-area riguarda la struttura aziendale, che viene implicitamente definita dalle scelte viste precedentemente. Anche in questo caso, la soluzione migliore è quella che incontra il maggior grado di congruenza con le scelte strategiche (D. Prandina, 2001). L'idea quindi occupa una posizione di rilievo nel processo che porta alla costituzione della start-up, ma come si avrà modo di approfondire in seguito l'idea o il business model non sono gli unici argomenti importanti. Un ruolo fondamentale lo rivestono le persone coinvolte nel progetto. Il singolo, o, molto più spesso, il team che ha sviluppato l'idea di business e si appresta a fondare la start-up, ricoprono un ruolo di pari se non maggiore importanza rispetto agli aspetti trattati finora. Affinché il processo di creazione di una start-up si risolva in modo efficace è necessario che il team rispecchi le qualità che tradizionalmente il senso comune associa all'imprenditorialità come lo spirito di iniziativa, intraprendenza, capacità organizzative e decisionali, predisposizione al rischio, doti di leadership (D. Prandina, 2001). Il processo di sviluppo di un'impresa, anche se visto come una funzione lineare e semplicistica, è influenzato da fattori individuali⁵³, di gruppo⁵⁴ e fattori sociali⁵⁵(L. Peters, 2004)⁵⁶. Il fenomeno imprenditoriale, poi, è stato largamente studiato nel corso della storia del pensiero economico. Concettualmente distante dai contributi dogmatici della teoria neoclassica, accademici e ricercatori hanno cercato di analizzare tale processo attraverso una molteplicità di punti di vista. Nel tentativo di fare chiarezza e volendo riassumere posizioni e sostenitori, è possibile identificare due principali impostazioni teoriche cui corrispondono altrettante scuole di pensiero (S.A. Alvarez, J. B. Barney, 2007)⁵⁷. Entrambe le impostazioni ambiscono alla spiegazione dello stesso fenomeno, ossia le azioni intraprese dall'imprenditore nello sfruttare le opportunità. Il primo punto di vista, detto Discovery Approach, suggerisce che le opportunità imprenditoriali siano dei fenomeni oggettivi che esistono indipendentemente dall'azione dell'imprenditore, il quale da inizio al processo economico in quanto "scopritore" di tale opportunità. Tale impostazione è sintetizzabile attraverso la metafora dello scalatore (S.A. Alvarez, J.B. Barney, 2007) dove le opportunità economiche vengono intese come

⁵² in termini di convenienza, funzionalità, o altro.

⁵³ abilità, motivazioni, caratteristiche dell'imprenditore.

⁵⁴ idee e consigli generati dall'interazione con clienti, investitori, dipendenti.

⁵⁵ tecnologia, le condizioni economiche attuali e la politica.

⁵⁶ L. Peters, M. Rice, M. Sundararajan, The role of incubators in the entrepreneurial process, «Journal of Technology Transfer», 2004.

⁵⁷ S.A. Alvarez e J. B. Barney, Discovery and creation: alternative theories of entrepreneurial action, 2007.

delle entità esistenti in sé, così come le montagne; l'imprenditore è una persona dotata di capacità particolari che gli permettono di individuare tali opportunità e sfruttarle in termini economici, così come uno scalatore, che è dotato di particolari capacità, scala una montagna. Di conseguenza l'aspetto fondamentale è la velocità con la quale l'imprenditore individua l'opportunità e la sfrutta, e attraverso lo sfruttamento ottiene profitto o in alcuni casi fama; lo stesso avviene per lo scalatore che per primo conquista la vetta di una montagna, con la conseguenza che molti ricorderanno il suo nome e pochi il nome di chi arriverà dopo di lui. Contrapposta a questa impostazione vi è la cosiddetta Creation Approach, secondo la quale le opportunità economiche esistono in quanto frutto dell'attività dell'imprenditore, il quale anziché essere un semplice scopritore, è artefice della creazione dell'opportunità stessa. La figura dell'imprenditore è quindi l'agente che dà inizio al processo imprenditoriale (S. Sarasvathy, 2010)⁵⁸. Entrambe le impostazioni tuttavia condividono la medesima definizione di azione imprenditoriale, spiegata come l'azione attraverso la quale l'imprenditore sfrutta economicamente un'opportunità. L'individuazione di un ciclo di vita di una start-up permette di soppesare meglio gli obiettivi, tracciare le eventuali difficoltà future e mettere a fuoco ulteriormente le energie da impiegare verso il successo per l'opportunità "scoperta", limitando il rischio connesso all'eventualità del fallimento. Analizzando la vita di una start-up, le fasi relative alla sua maturazione possono essere aggregate essenzialmente in 4 stadi⁵⁹:

- Seed e addirittura pre-seed. Consistente nello stadio iniziale, ossia una volta che la concezione dell'idea ha già preso forma. In questa fase l'azienda ancora non costituita o costituenda esamina la fattibilità del progetto, inoltre inizia a valutare le opportunità di mercato e le competenze di cui dispone al fine di eventualmente cercare risorse che completino il quadro delle skills necessarie. La condivisione dell'idea in questa fase avviene solamente tra i soci e gli eventuali consulenti scelti a supporto del progetto mentre non vi sono ancora previsioni puntuali riguardo a investimenti ed entrate.
- Start-up. Corrisponde alla fase esecutiva di start-up, in cui l'impresa si "lancia" sul mercato. In questa determinata fase si lascia ampio spazio alla pianificazione⁶⁰, che dovrà concentrarsi in particolar modo sulla scelta della tipologia di società⁶¹, sulla pianificazione economica finanziaria e sulle operations da mettere in atto al fine di rendere operativa l'idea. La fase di start-up comprende, quindi, il periodo di tempo necessario affinché il progetto imprenditoriale si sviluppi

⁵⁸ S. Sarasvathy, *Entrepreneurship as Method: Open Questions for an Entrepreneurial Future*, Baylor University, 2010.

⁵⁹ www.vz19.it

⁶⁰ Si veda la guida alla relazione di un Business Plan, www.bnl.it e la guida su come descrivere la propria startup, www.siamosoci.com

⁶¹ Per una completa descrizione delle tipologie di società si veda www.it.wikipedia.org

sia da un punto di vista tecnico e quindi con l'inizio della produzione vera e propria sia in termini monetari con le prime entrate.

- **Growth.** Tale fase si ha quando l'attività inizia ad ampliarsi e aumenta il fatturato per via dell'accrescimento del numero dei clienti e delle vendite. In questo stadio potrebbero servire ulteriori risorse opportune ad espandere l'attività e a soddisfare la crescita della domanda. Dal punto di vista operativo è richiesta l'evoluzione della struttura organizzativa e della definizione di ruoli e procedure ai fini dell'ottimizzazione del prodotto/ servizio offerto.
- **Exit.** È la fase di passaggio dallo stato di start-up ad altra fase, connesso ad una delle seguenti tipologie di exit:
 - IPO (Initial Public Offering): l'impresa viene quotata in borsa diventando pubblica;
 - Acquisizione dell'azienda da parte di terzi;
 - Buyback: l'imprenditore riacquista le quote della start-up eventualmente cedute durante la fase di raccolta degli investimenti, rimanendo l'unico proprietario dell'impresa;
 - Secondary Sale: l'imprenditore vende delle quote della società a terzi, mantenendone una parte;
 - Write-off: accade quando l'azienda è prossima al fallimento e quindi gli investitori decidono di ritirarsi dall'investimento.

Riprendendo invece lo schema fornitoci da R. Del Giudice e A. Gervasoni nel 2002⁶² e focalizzandoci non solo sulla vita delle start-up ma bensì ampliandone il respiro anche oltre la loro fase iniziale possiamo riprendere lo studio da loro effettuato sugli stadi del ciclo di vita dell'impresa.

Tabella 1: Ciclo di vita impresa

Stadi del ciclo di vita dell'impresa	Stadio iniziale		Sviluppo	Espansione
	Seed financing	Start-up financing		
Elementi caratterizzanti	Elaborazione del prodotto	Costituzione dell'azienda	Inizio della produzione	Costituzione e ampliamento dei canali di vendita
	Analisi e valutazione dell'idea	Sviluppo del prodotto	Introduzione sul mercato	
	Piano aziendale	Industrializzazione		

⁶² R. Del Giudice, A. Gervasoni, Finanziarsi con il venture capital, Milano, 2002.

	Analisi di mercato	Piano di marketing dettagliato	Penetrazione e affermazione presso i clienti	
Problemi ricorrenti	Difficoltà nella valutazione dell'idea	Ricerca del management adatto	Ricerca del personale adatto	Competizione più accesa e difficoltà di affermare un'immagine propria presso il pubblico

Fonte: R. Del Giudice, A. Gervasoni, "Finanziarsi con il venture capital", ETAS, 2002

Le fasi dello sviluppo aziendale devono inoltre necessariamente tenere conto dei mutamenti dell'ambiente. In questo contesto si utilizza il termine «fitness aziendale» (Urs Frey, 2009)⁶³. Ogni azienda presenta traiettorie di sviluppo differenti in quanto la propria evoluzione dipende fortemente dalla tipologia di prodotto e servizio offerto e dall'imprenditore che può porsi obiettivi diversi per quanto riguarda lo sviluppo della propria azienda (L.M. Cabral, 2002)⁶⁴. Fattori imprescindibili si riscontrano, infatti, nelle motivazioni e aspirazioni personali dell'imprenditore e alla sua propensione al rischio che porteranno non tutte le start-up a diventare, attraverso un costante sviluppo, grandi gruppi internazionali. Le dinamiche quotidiane di tutte le imprese presuppongono uno sviluppo costante delle strutture, dei processi e delle attività di gestione. Spesso i processi di cambiamento si inseriscono in maniera inaspettata nell'ordinario e largamente prevedibile sviluppo di un'azienda⁶⁵. La gestione aziendale deve poter garantire il giusto equilibrio tra stabilità e cambiamento attraverso adeguate attività gestionali. Allargando il contesto all'impresa in generale, vista come evoluzione del processo di start-up, il modello del ciclo di vita descrive il cambiamento all'interno di un'azienda come il susseguirsi di fasi di sviluppo (F. Giunta, 1993; M. Confalonieri, 1998)⁶⁶. Di regola, lo sviluppo non viene considerato unicamente come un fenomeno di tipo quantitativo⁶⁷, ma anche qualitativo⁶⁸. La seguente elencazione di fasi contribuisce ad esplicitare il pensiero del Giunta e del Confalonieri:

- Fase di formazione. E' la prima fase di un'impresa e va ad abbracciare tutte le attività necessarie per creare un'entità performante dal punto di vista formale. Durante la fase di

⁶³ Frey, Urs, Le fasi dello sviluppo aziendale, 2009

⁶⁴ Per approfondimento sulle dinamiche industriali si veda L.M. Cabral, Economia Industriale, 2002.

⁶⁵ Esempi in tal senso sono la perdita di un cliente importante, le oscillazioni dei prezzi d'acquisto o un crollo dell'economia globale. Ma tali eventi possono anche essere prevedibili e riguardare ad esempio finanziamenti, internazionalizzazione o successione.

⁶⁶ F. Giunta, la creazione di nuove imprese, 1993; M. Confalonieri, Lo sviluppo e la dimensione di impresa, 1998.

⁶⁷ maggior fatturato, più clienti, più prodotti

⁶⁸ fatturato costante, clienti soddisfatti, prodotti affermati

creazione viene redatto un business plan e vengono presentati i potenziali investitori e partner. La neo-impresa reperisce le diverse risorse a livello finanziario, informativo e del personale. Spesso, in questa fase, i founders dell'azienda si concentrano sugli aspetti tecnici o sui prodotti e investono molte energie sulla produzione e sulla vendita, trascurando i compiti di gestione. Tra le altre caratteristiche di questa fase vi è un'intensità lavorativa molto alta, nonché uno "sfruttamento" del capitale umano molto intenso, a fronte di salari modesti. Le reazioni del mercato costituiscono il fattore che maggiormente influenza la motivazione e le decisioni dei fondatori. I responsabili della gestione agiscono in base al comportamento dei clienti.

- Fase di Crescita. Nella fase iniziale, la maggior parte delle imprese non evidenzia una forte crescita, ma attraversa una fase dinamica del proprio sviluppo. Tale fase ha inizio con la partenza dell'attività aziendale vera e propria e termina con l'inizio di uno sviluppo costante, solitamente tra il terzo e il quinto anno d'esercizio. Questo periodo è caratterizzato da un impegno volto al raggiungimento dell'efficienza tecnica e all'affermazione sui mercati concorrenziali. In questa fase gli imprenditori si concentrano fortemente sulle problematiche tecniche e tendono a trascurare la penetrazione sui mercati esistenti o la ricerca di nuovi mercati. Questa fase, che si contraddistingue per l'aumento della domanda e delle vendite, nonché per l'aumento dell'organico, può essere ulteriormente accelerata da improvvisi miglioramenti tecnologici, da un marketing innovativo, da una forte domanda di mercato o da concorrenti poco attenti e competitivi.
- Fase di Maturazione. A questo punto l'azienda è in piena attività, dove le esigenze dei clienti, in costante evoluzione, tendono ad essere soddisfatte a pieno, dove la cultura organizzativa interna è efficace e la produzione efficiente. Questa situazione favorisce una determinata tranquillità nell'attività quotidiana. La continua spinta al miglioramento rallenta, mentre i processi sono ormai consolidati e l'attenzione viene rivolta sempre più alle sfide interne. La fase di maturazione è caratterizzata da una forte competitività sul mercato, dall'indifferenza dei clienti verso i servizi offerti dall'azienda e spesso da una saturazione del mercato stesso. L'entusiasmo della fase iniziale è diminuito. I responsabili finanziari concentrano la propria attività di controllo sul raggiungimento dei risultati a breve termine. Gli aspetti su cui ci si era inizialmente concentrati nei settori del marketing, della ricerca e dello sviluppo passano in secondo piano.
- Fase di Cambiamento. L'imminente declino può essere affrontato attraverso una «rinascita», una rivitalizzazione che darà nuovi impulsi all'impresa. Attraverso una delle seguenti tre possibilità l'impresa potrà infatti tornare ad una precedente fase di sviluppo:
 - Lo sviluppo di nuovi prodotti o servizi potendo contare su una base stabile di clienti

con cui si hanno buone relazioni, vanno ricercate delle soluzioni strategiche.

- Ingresso su nuovi mercati che comporta l'individuazione di nuovi mercati o segmenti di clientela per i prodotti e i servizi esistenti, con l'obiettivo di aumentare la propria quota di mercato oppure di occupare una nicchia di mercato. Fondamentalmente l'offerta di prodotti resterà invariata ed eventualmente dovrà solamente essere adeguata alle caratteristiche del mercato locale⁶⁹.
- Una strategia di diversificazione attraverso l'ingresso in altri settori di attività con prodotti e servizi nuovi destinati a nuovi clienti. Risulta essere una valida soluzione particolarmente adatta se l'attuale attività ha permesso di conseguire i sufficienti mezzi finanziari. Tuttavia questa alternativa va considerata solamente se è presente, o può essere acquisito attraverso nuovi collaboratori, un adeguato know-how per lo sviluppo e la commercializzazione dei prodotti. Un'ulteriore possibilità in questo caso è costituita dalle collaborazioni⁷⁰.

Se l'adozione di una di queste strategie non porta alcun risultato, l'azienda dovrà mettere in conto delle perdite. In questa fase di trasformazione, il comportamento delle persone coinvolte può essere molto diverso. In caso di errori si è portati a individuare i responsabili piuttosto che le cause il che può portare ulteriori complicazioni all'azienda. In ogni caso bisogna tenere presente che il declino di un'azienda fino alla liquidazione ordinaria e al raggiungimento di un determinato grado di maturazione non è un destino inevitabile.

1.2.2 Fasi di finanziamento

Tornando a parlare degli sviluppi iniziali di un'impresa, le fasi o stage di una start-up hanno differenti conseguenze anche nell'ambito dei finanziamenti e dell'entrata di potenziali investitori. In questo paragrafo verranno osservate le varie fasi di finanziamento legate al susseguirsi dell'evoluzione della start-up (Capizzi, Giovannini, 2009)⁷¹.

- **Seed financing:** finanziamento dell'idea, qualora l'investitore in capitale di rischio intervenga già nella fase di sperimentazione, quando ancora non esiste un prodotto, bensì solo un'idea o

⁶⁹ Per i processi di internazionalizzazione si veda M. Caroli, Gestione delle imprese internazionali, materiale didattico, 2017.

⁷⁰ Per le tipologie di accordi strategici si veda M. Caroli, Gestione delle imprese internazionali, materiale didattico, 2017.

⁷¹ V. Capizzi, R. Giovannini, Business Angels e Informal Venture Capital in Italia, 2009.

un'invenzione. La validità tecnica del prodotto/servizio che si finanzia è ancora da dimostrare e quasi mai l'investitore ha a che fare con un imprenditore già formato. Generalmente non esiste un business plan adeguatamente strutturato e tali operazioni vengono effettuate, nella maggior parte dei casi, da operatori altamente specializzati nei vari settori industriali in questione. Le competenze necessarie sono quindi, oltre che manageriali, soprattutto tecniche e scientifiche.

- **Start-up financing Round A (First stage financing):** intervento nella fase di avvio dell'attività produttiva, quando ancora deve essere dimostrata l'utilità commerciale del prodotto/servizio. Anche in questo caso, le problematiche sono essenzialmente di natura tecnica, mentre le caratteristiche degli operatori non si discostano sostanzialmente da quelle del caso precedente. Rispetto al seed financing, tuttavia, è stata superata la fase di sperimentazione e il prodotto è già stato sviluppato, seppure a livello di prototipo, e spesso sono state completate le fasi relative ad eventuali brevetti ed ingegnerizzazione. Esistono quindi già le premesse per avviare un'impresa, in quanto formalmente spesso la società già esiste, il management è già stato costituito, e sono stati avviati test sul prodotto e le opportune ricerche di mercato. In questa fase sono richieste anche le risorse finanziarie utili per supportare lo sviluppo dell'attività produttiva e delle diverse funzioni aziendali. Come nel caso di interventi di seed capital, anche le operazioni di start-up sono particolarmente delicate per le future possibilità di sviluppo dell'impresa, in quanto saranno necessarie operazioni come, per esempio, il lancio di nuovi prodotti e attività di marketing utili per farsi conoscere sui mercati dai consumatori.
- **Expansion financing Round B:** operazione volta allo sviluppo di start-up che hanno già raggiunto un certo grado di maturità operativa e con la produzione già avviata. La fase di sviluppo si attuerà attraverso l'aumento o la diversificazione diretta della capacità produttiva.

I finanziamenti subiscono oltre che una distinzione temporale anche un altro tipo di ripartizione, infatti, si potranno realizzare internamente o esternamente. Il finanziamento interno consiste nell'apporto di risorse economiche da parte dei soci o del titolare. Esso può assumere le forme di versamento in conto capitale o finanziamento dei soci. I finanziamenti esterni rappresentano, invece, mezzi apportati a titolo temporale da soggetti che non fanno parte della società e alla quale ci riferiamo nella descrizione degli stage di finanziamento precedentemente elencati. Si distinguono in finanziamenti a breve termine, come lo scoperto di conto corrente ed il factoring, e a medio/lungo termine, come, invece, il mutuo e il leasing finanziario. Le tipologie di finanziamento⁷², inoltre, si

⁷² Fonte EmiliaRomagnaSTARTUP, Finanziare una Start Up, www.emiliaromagnastartup.it. Si nota inoltre allo scopo di ridurre il costo di finanziamento associato ai finanziamenti ordinari provenienti da banche, istituti di credito e società finanziarie ed il rischio di impresa dovuto all'utilizzo di capitale proprio, numerose leggi nazionali e regionali hanno oggi introdotto agevolazioni finanziarie pubbliche per supportare le nuove attività e la loro realizzazione.

dividono in:

- capitale di debito: indebitamento a breve, medio e lungo termine con soggetti terzi, con obbligo di rimborso e remunerazione basata su un tasso di interesse stabilito contrattualmente.
- capitale di rischio: risorsa stabile nell'impresa, per cui soggetta al suo rischio e vincolata a quest'ultima a tempo illimitato. Non prevede vincolo di restituzione per gli investitori.

Tra i finanziatori esterni con capitale di rischio risaltano le figure dei Business angel e Incubatori di primo miglio in una prima fase e Venture capitalist in una fase di business leggermente più matura. “Sulla base di una definizione condivisa dai più, il private equity viene inteso come l’apporto istituzionale di capitale di rischio effettuato con l’obiettivo di creare valore in un determinato arco di tempo, con lo scopo finale di cedere le quote di capitale e realizzare un capital gain. Pertanto il private equity coincide con il concetto di investimento istituzionale nel capitale di rischio nella sua globalità; questo viene poi distinto, in funzione della tipologia di operatore che pone in essere il finanziamento, tra venture capital e buy out” (E. Gualandri, V. Venturelli, 2011)⁷³.

1.2.3 Business Angels

Secondo la definizione offerta dall’IBAN (Italian Business Angels Network, Associazione italiana investitori informali in capitale di rischio), i business angels, termine coniato negli Stati Uniti agli inizi del Novecento, “sono ex titolari di impresa, managers in attività o in pensione, che dispongono di mezzi finanziari, di una buona rete di conoscenze, di una solida capacità gestionale e di un buon bagaglio di esperienze”⁷⁴. I Business angels quindi sono società ad alto valore netto che di solito forniscono somme minori di finanziamenti, da € 25.000 a € 500.000, in una fase seed o addirittura pre-seed della start-up. Spesso, in maniera sempre più usuale, vengono affiancati anche da venture capitalist, entità che, come specificheremo in seguito, si inseriscono in una fase più avanzata del business. Gli angels soddisfano il fabbisogno finanziario delle imprese nelle prime fasi di vita, investono denaro in cambio di una partecipazione al capitale sociale, sono propensi al rischio e partecipano alla stessa gestione dell’impresa. Inoltre, l’intervento dei business angels risulta appropriato per colmare il fabbisogno di competenze, oltre che quello finanziario, caratterizzante per l’impresa in fase di start-up, al fine di contribuire alla riuscita economica del progetto. A causa dell’informalità di tali soggetti, è difficile delineare un profilo unico degli stessi. Sulla base della

⁷³ E. Gualandri e V. Venturelli, Nasce l’impresa, Business Angels: investitori a valore aggiunto, 2011.

⁷⁴ IBAN, Italian Business Angels Network, Chi sono i Business Angels?

tipologia dell'apporto, distinguiamo tra:

- Business angels finanziari: investono nel capitale di rischio, senza partecipare attivamente alla gestione d'impresa, ma limitandosi a svolgere una funzione di controllo e monitoraggio.
- Business angels industriali: non solo investono nel capitale di rischio, bensì svolgono attività gestionale dell'impresa e incrementano la probabilità di successo del progetto grazie alle proprie capacità professionali e manageriali.

Gli angels solitamente riescono a contribuire in maniera più intensa al business rispetto ad altre tipologie di investitori, in quanto ad un apporto di liquidità spesso associano anche un contributo in termini di conoscenze del settore e di network di relazioni e contatti, molto utili ai neo-imprenditori. La partecipazione dei business angels non consiste quindi in un prestito, con quel che ne deriva rispetto alla restituzione del capitale immesso, ma bensì si struttura al pari di un investimento. L'investitore acquista azioni della società in cambio di un apporto di denaro. L'investitore condivide i rischi e le ricompense con il business individuato. La crescita di capitale azionario accelera e aggiunge, inoltre, credibilità e genera fiducia tra clienti, fornitori, personale e altri finanziatori. L'investimento si sostanzia in un apporto di equity capital nel sistema start-up e si focalizza su partecipazioni in società private non quotate e solitamente, ma non esclusivamente, a responsabilità limitata. L'importanza dei business angels è aumentata notevolmente negli ultimi anni. Con la recente formazione e crescita degli angels syndicates⁷⁵, il valore dell'equity di molti business angels sta diventando sempre più importante e sta entrando prepotentemente nell'area degli investimenti in capitale proprio. Il metodo di investimento tipico di un business angel si configura in tale maniera (OECD (2011a), summarised from ACA, EBAN and Tech Coast Angel materials):

- Ricerca o reperimento della start-up (Deal sourcing). Potrà essere proattivo o reattivo. La maggior parte dei business identificati viene scovata attraverso i membri della società o tramite le loro reti di relazioni oppure attraverso le interazioni con gli altri players dell'ecosistema.
- Selezione dei business potenzialmente assistibili (Deal screening). Normalmente è un processo centralizzato e gestito con un pacchetto software. Lo screening iniziale può essere informale o formale in base alla volontà degli investitori di apparire già come interlocutore ufficiale o meno.
- Feedback/coaching iniziale. Fase in cui il business angel contatta le aziende individuate grazie allo screening iniziale le quali riceveranno consigli riguardo alle aspettative degli investitori

⁷⁵ Per angels syndicates si intende un gruppo di investitori privati che investono all'unisono nella start-up.

e come meglio presentare la società.

- Presentazione della società selezionate. Potranno essere invitate a presentare agli investitori la propria business idea coadiuvati da piani economici finanziari e business plan.
- Due diligence. Normalmente effettuata sulla base di un accordo formale e comprende: un'analisi competitiva, una convalida e test del prodotto/servizio offerto e della presenza di IP (Intellectual properties), valutazione della struttura aziendale, dei finanziamenti e contratti in essere, controllo dei problemi di conformità e sulla configurazione e struttura del team.
- Negoziazione e condizioni d'investimento. Fase in cui viene a strutturarsi il rapporto con il business angel e si definiscono condizioni e termini dell'investimento, in termini di capitale investito, quota societaria, exit, etc.
- Investimento. Tale fase sarà la risultante delle negoziazioni precedenti e potrà prevedere diversi soggetti attivi nell'investimento. In quest'occasione il supporto dovrà essere fornito anche dal punto di vista legale e procedurale da esperti nel settore⁷⁶.
- Supporto post-investimento. Dopo l'avvenuta unione di intenti il rapporto si struttura nel controllo, tutela e aiuto alle aziende con competenze e condivisione di reti di contatti. Inoltre, spesso gli investitori lavoreranno a stretto contatto con l'azienda per facilitare l'uscita nel momento opportuno e massimizzare il loro guadagno.

Altro aspetto fondamentale risulta essere la tempistica legata a questo tipo di processo lungo e delicato. Tendenzialmente la definizione di un tempo per la pianificazione dell'investimento porta alla sottrazione di tempo utile da dedicare tecnicamente e operativamente al business e può portare inoltre la perdita di vantaggio competitivo dovuto al timing di entrata nel settore. Si è soliti definire un tempo di un anno al fine di una pianificazione dell'investimento corretta e oculata, ma nella realtà operativa la valutazione dell'investimento non supera i sei mesi. Dal punto di vista della start-up forzare la mano risulta molto difficile mentre per l'investitore risulta fondamentale raggiungere un trade-off tra pianificazione degli investimenti dell'intero portafoglio e l'equity capital da poter investire, così da non trovarsi senza liquidità per aziende molto interessanti e non essere costretti a "scommettere" su società invece non convincenti. Per quanto attiene i tratti tipici degli investimenti effettuati dai business angels, dai sondaggi effettuati da IBAN, emerge:

- Che le imprese target sono solitamente operanti in settori innovativi, poiché in tal caso maggiore è il ritorno sull'investimento. Dal sondaggio effettuato da IBAN nel 2010 emerge che gli investimenti in settori ad alto contenuto tecnologico è stato così suddiviso: a ICT 20%,

⁷⁶ Ci riferiamo a avvocati, notai etc.

servizi alle imprese 16%, Internet 5%, Biotecnologie e Med-Tech 10%. Anche la Survey del 2012 riconferma al primo posto i settori di “Energia e Ambiente”, “ICT” e “Med- Tech”.

- Durata investimento: 4 anni.
- Quota azionaria posseduta: partecipazione di minoranza.
- Fase del ciclo di vita: seed e start up.
- Aspettativa di rendimento sul capitale investito: in media il 20%.

1.2.4 Venture Capitalists

Il venture capital appartiene alla categoria del private equity (A. Gervasoni, F.L. Sattin, 2015)⁷⁷ ed è adatto al finanziamento di imprese che si trovano nelle fasi di start-up e early growth, mentre è meno indicato nel caso in cui si debbano finanziare progetti in fase embrionale, ovvero seed. “È stato sottolineato come tale forma di finanziamento riduca il problema delle asimmetrie informative e della adverse selection che derivano dalla circostanza che mentre gli imprenditori hanno una perfetta conoscenza del proprio progetto, gli investitori hanno solo informazioni incomplete” (A. Dringoli, P. Boccardelli, p.91, 2004)⁷⁸. L’EVCA (European Venture Capital Association) definisce il venture capitalist come “un intermediario che raccoglie fondi da un gruppo di investitori, come banche, fondi pensioni, compagnie di assicurazioni e fondazioni, e li investe nel capitale azionario di società di nuova istituzione e fortemente innovative” (L. Sau, p.10, 2013)⁷⁹. Generalmente un Venture Capital si configura come un’iniziativa economica a tempo limitato generalmente 5 o 8 anni. Il fondo dispone di denaro reperito dalle fonti di cui sopra e che deve restituire prima dello “scadere”⁸⁰, con il più alto rendimento possibile. Il rendimento deve essere il più alto possibile al fine remunerare adeguatamente gli investitori e accrescere la propria “credibilità” al fine di reperire nuovi fondi ed iniziare un nuovo ciclo d’investimenti. Essendo un impiego di denaro ad alto rischio, il rendimento atteso del Venture Capital è intorno a 30%-35%. Il 70%-80% del profitto sull’operazione d’investimento serve a remunerare gli investitori mentre il 30%-20% opererà al fine di remunerare il

⁷⁷ Per ulteriori approfondimenti sul Private Equity A. Gervasoni, F.L. Sattin, Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio, 2015.

⁷⁸ A. Dringoli, P. Boccardelli, Le imprese start-up nei business ad alta innovazione: caratteristiche e fattori di successo, 2004, p. 91.

⁷⁹ L. Sau, Gli effetti del venture capital sulle gerarchie di finanziamento delle Imprese innovative, 2013, p. 10.

⁸⁰ Il tempo è concordato dall’agreement sottoscritto dagli investitori del fondo al momento dell’iniziale apporto di capitale.

fondo che ha sua volta presenterà costi, indentificati in stipendi, uffici e altre spese varie, generalmente stimati intorno al 20%-25% del capitale iniziale⁸¹. Un fondo di venture capital potrà avere diverse partecipazioni al suo interno:

- private
- pubbliche
- miste

Si differenziano anche per la possibilità di essere fondi cosiddetti aperti o chiusi⁸² e dal punto di vista degli investitori potranno differenziarsi in:

- tradizionali, in cui tutti gli investitori possono investire con un piano di parità
- asimmetrici, dove diversi investitori hanno termini diversi.

Il venture capitalist affianca, quindi, sia il management che la proprietà nelle decisioni più delicate che caratterizzano le prime fasi di vita dell'impresa aiutando la start-up anche a livello operativo, mettendo a disposizione competenze manageriali, tecniche, relazioni che la portino a migliorare. Esso possiede competenze tecniche specifiche che gli permettono di effettuare un'attività di screening delle imprese innovative ed una più accorta selezione dei progetti rispetto ad una banca o ad un generico finanziatore outsider. Nella scelta di un investimento i tre aspetti che possono incidere maggiormente sono:

- un team solido e competente.
- un mercato di riferimento molto ampio.
- un prodotto/servizio che abbia già vantaggio competitivo.

Il conferimento di capitale di rischio implica un maggiore coinvolgimento dei venture capitalists nella gestione dell'azienda finanziata, attraverso l'offerta di servizi non strettamente finanziari che vanno dalla consulenza manageriale, strategica, di marketing o finanziaria, monitoraggio, fino al controllo dell'impresa venture-backed.

L'investimento di venture capital si caratterizza per i seguenti elementi:

- fase di sviluppo, si investe in idee imprenditoriali particolarmente promettenti e società in start-

⁸¹ www.finanziamentiprestititutui.com

⁸² www.borsaitaliana.it

up fin dalle fasi pre-revenues.

- ambiti tecnologici, investimenti in aree ad alto contenuto di innovazione.
- componente di rischio alta, in quanto le venture capital investono per lo più in società che sono caratterizzate dalla presenza di un rischio elevato sia a livello operativo che finanziario. Ciò presume che non si ha la certezza di avere un mercato per i propri prodotti/servizi e che è molto alta la possibilità di non riuscire a recuperare il capitale investito.

L'investitore di venture capital nel capitale di rischio rappresenta un socio temporaneo dell'imprenditore, interessato a monetizzare il proprio investimento e a realizzare un guadagno di capitale attraverso la vendita della partecipazione, una volta raggiunti gli obiettivi prefissati. Il disinvestimento consiste, dunque, nella cessione, totale o parziale, della partecipazione detenuta dall'investitore, che, in alcuni casi, può anche decidere di conservare una minima quota di capitale nell'impresa in via più duratura. Dato che è proprio nella fase di smobilizzo che si realizza il guadagno di capitale, il disinvestimento rappresenta una fase estremamente delicata per l'investitore istituzionale. Gli aspetti di maggiore rilevanza su cui l'investitore e gli eventuali altri azionisti devono essere in accordo sono:

- l'individuazione del momento più opportuno in cui realizzare il disinvestimento. Il momento dell'uscita dell'investitore dal capitale dell'impresa non è quasi mai predeterminato, ma è funzione dello sviluppo della società. Sempre più spesso, tuttavia, gli investitori cercano di prevedere, al momento dell'acquisto della partecipazione, gli eventuali canali di uscita ed i tempi di realizzo, al fine di pianificare al meglio anche questa fase finale dell'operazione. Nei casi di successo, si disinveste quando l'azienda ha raggiunto il livello di sviluppo previsto ed il valore della società, e quindi della partecipazione, si è conseguentemente incrementato. Nell'eventualità in cui l'iniziativa fallisca si disinveste quando matura la convinzione che non è più possibile risolvere la situazione di crisi che si è creata. In entrambe le situazioni, i tempi e le modalità del disinvestimento sono definiti, di norma, con l'accordo di tutti i soci.
- la definizione del canale più adeguato esistendo diverse modalità di disinvestimento, subordinate alla tipologia di impresa e di operazione precedentemente posta in essere, dai risultati raggiunti, da elementi congiunturali e da specifiche preferenze di tutti gli azionisti.

I tipici canali utilizzati dagli investitori per cedere le azioni in loro possesso sono:

- La vendita dei titoli ad un'altra impresa industriale. Il caso di cessione della partecipazione a un'altra azienda è una delle vie maggiormente seguite. L'offerta di acquisto può presentarsi in

modo spontaneo, oppure viene attentamente costruita, cercando potenziali imprese interessate, dall'investitore di comune accordo con l'imprenditore. Sotto il profilo tecnico, in particolare, la cessione della partecipazione tramite trade-sale può avvenire sia a seguito di una trattativa privata che, prassi sempre più diffusa nei mercati più evoluti, tramite un processo di asta. Questo canale apre una prospettiva di sviluppo per l'impresa, dal momento che l'acquirente può essere un altro gruppo imprenditoriale interessato a sviluppare la propria area di business realizzando sinergie operative e strategiche. Uno degli svantaggi più rilevanti del trade-sale può essere l'opposizione del management, che teme di perdere la propria indipendenza a seguito del cambiamento dei vertici della società.

- La vendita dei titoli ad un altro investitore istituzionale. In alcuni casi il processo di disinvestimento può essere realizzato attraverso il “passaggio del testimone” da un investitore ad un altro. Ciò si verifica soprattutto quando l'impresa non è ancora pronta ad essere affidata al mercato, ma necessita di ulteriori capitali e conoscenze per proseguire il suo processo di crescita.
- Il riacquisto delle quote da parte del gruppo imprenditoriale originario. L'imprenditore può riacquistare la quota ceduta originariamente all'investitore istituzionale nel capitale di rischio. Tale eventualità può essere prevista contrattualmente fin dall'inizio dell'intervento. I casi più frequenti di riacquisto sono riconducibili ad operazioni di sviluppo e riguardano partecipazioni di minoranza.
- La quotazione in borsa. Nella maggior parte dei casi la quotazione su un mercato regolamentato rappresenta la più ambita via di dismissione delle partecipazioni. Tale strada consente all'operatore di collocare una minoranza del capitale dell'impresa, mentre l'imprenditore mantiene il controllo della società. Avere come socio un investitore istituzionale, inoltre, vuol dire avere già compiuto un percorso importante di tipo organizzativo e manageriale e quindi limitare di molto gli oneri associati alla quotazione.

È ovviamente da mettere in previsione anche l'ipotesi che l'operazione non vada a buon fine e che, quindi, non si verifichi un vero e proprio disinvestimento, ma un azzeramento parziale o totale del valore della partecipazione, con conseguente riduzione della quota detenuta o uscita definitiva dalla compagine azionaria, il c.d. write off.

1.2.5 Il ruolo degli incubatori nello sviluppo delle imprese start-up

Oltre alle figure precedentemente analizzate dei business angels e dei venture capitalists, contribuiscono allo sviluppo e all'incoraggiamento di nuove proposte imprenditoriali gli incubatori e

gli acceleratori di impresa. La NBIA (National Business Incubation association) afferma che l'incubatore è "uno strumento di sviluppo economico con l'obiettivo di accelerare la crescita e il successo delle nuove imprese attraverso un supporto fornito sia in termini di risorse che di servizi". Tale periodo di incubazione varia solitamente da 3 mesi a 3 anni ed ha l'obiettivo di sviluppare l'idea imprenditoriale. Gli incubatori collaborano con la start-up nella fase precedente al finanziamento, dal periodo in cui essa non ha ancora portato i propri prodotti sul mercato e dallo sviluppo del business plan, fino al momento dell'effettivo inizio dello svolgimento dell'attività. La differenza tra incubatori e altri investitori sta nel fatto che quest'ultimi normalmente non entrano nel merito della gestione strategica e si limitano a selezionare gli investimenti nei quali intravedono opportunità. Nell'ambito degli incubatori invece si sviluppa un rapporto di mentoring (D. Clutterbuck, 2008)⁸³ tra il management della struttura e i fondatori della start-up. Possiamo distinguere quattro principali tipologie di incubatori:

- Non profit-oriented, i quali non sono mossi da fini economici, ma si tratta di operatori pubblici o istituzioni che offrono un supporto generico e incoraggiano le start-up con obiettivi generali di sviluppo economico. Gli incubatori pubblici possono assumere la forma di BIC (Business innovation centre) e di Parchi Scientifici e Tecnologici;
- Profit-oriented, ossia volti al profitto e guidati da un'ottica economica. Operatori del mercato dei capitali di rischio che finanziano le imprese nella primissima fase attraverso capitali seed, con l'obiettivo che il loro supporto possa incrementare la probabilità di successo dell'impresa stessa. Consistono prevalentemente in operatori privati che richiedono, corrispondentemente ai servizi da loro offerti, una fee o una partecipazione azionaria (F. Lazzeri, p.6. 2010,)⁸⁴;
- Incubatori universitari, i quali lavorano in stretta cooperazione con gli istituti di ricerca, si focalizzano sulle discipline universitarie e la ricerca universitaria, si rivolgono in genere ai laureati o ai laureandi degli atenei.

⁸³ Occorre fare una breve precisazione in merito ai due termini citati in precedenza e a volte (erroneamente) utilizzati come sinonimi: mentoring e coaching. Le due tecniche educative condividono aspetti comuni: infatti sia il coaching che il mentoring possono avere uno stile diretto o indiretto e una durata concentrata o più estesa; entrambe dipendono in modo fondamentale dall'esperienza dell'educatore e dalla sua capacità di assistere e guidare; ed infine entrambe possono puntare ad affrontare temi di crescita personale ampi (D. Clutterbuck, 2008). Con il termine coaching si indica un'attività maggiormente focalizzata sullo sviluppo delle skills dell'individuo e il relativo impatto in termini di performance, specialmente in un contesto organizzativo. Il coaching è quindi una forma di consulenza finalizzata all'autosviluppo dell'individuo e una parte fondamentale di questo processo è influenzata dalla motivazione. Il termine mentoring invece è caratterizzato da un ambito di applicazione più ampio che coinvolge aspetti organizzativi e al tempo stesso personali dell'individuo. Il mentoring inoltre è uno strumento dotato di maggiore profondità e comporta la creazione di un'interazione più profonda tra mentor e mentee, il quale ricorre a questa tecnica in quanto impegnato in un'importante momento di transizione della sua vita (D. Clutterbuck, 2008).

⁸⁴ F. Lazzeri, Il ruolo degli incubatori d'impresa, 2010, p.6.

- Gli incubatori Internet-oriented, detti anche Incubatori di primo miglio o Seed incubators, si rivolgono espressamente a interlocutori che basano la loro idea di business entro le piattaforme messe a disposizione dalla Rete.

Secondo i dati riportati dall'AIFI⁸⁵ (Associazione italiana del private equity e del venture capital), il tasso di sopravvivenza delle start-up incubator-backed raggiunge livelli compresi tra il 65% e l'80% dopo cinque anni di attività, grazie ai servizi di supporto erogati dall'incubatore. I servizi e le funzionalità di supporto offerte dagli incubatori possono essere così sintetizzati ed elencati:

- Valutazione idea imprenditoriale.
- Definizione del progetto dell'attività di impresa e redazione business plan.
- Quantificazione delle risorse necessarie e accesso alle risorse finanziarie.
- Accesso alle risorse fisiche, quali spazi o infrastrutture.
- Accesso ai networks.
- Supporto ad attività di consulenza amministrativa, finanziaria e di marketing.

Il processo di incubazione delle neo-imprese può essere suddiviso in diverse fasi, che si caratterizzano per i diversi e specifici servizi offerte alle imprese stesse. L'obiettivo è quello di valutare dapprima la business idea e la sua fattibilità e di fornire servizi di sostegno che accompagnino la start-up sino a che essa non sia in grado di operare autonomamente sul mercato. Gli incubatori si configurano come sviluppatori di talento, fondamentali nell'aiuto ai giovani imprenditori che lanciano la propria idea nel mondo del business infatti essi non solo ne valutano la fattibilità economica, ma consentono alla nuova impresa di sviluppare al meglio la propria crescita e di affrontare prontamente gli ostacoli tipici delle sue prime fasi di vita, avvicinandole anche ai loro potenziali finanziatori. Per tali ragioni la collaborazione tra incubator e impresa in fase di start-up produce un effetto positivo sulla performance di mercato e sulla crescita interna dell'impresa.

1.3 L'apporto delle Start-up allo sviluppo economico

1.3.1 Ruolo della Start-up innovativa nel tessuto economico italiano

⁸⁵ www.aifi.it

Il punto di partenza della nostra analisi è il paradigma "nuova impresa/nuovo imprenditore" che vede il fulcro dell'attività nell'innovazione spesso, appunto, collegata a nuovi progetti e nuove imprese. L'attenzione portata dagli stati nei confronti delle start-up e dell'imprenditorialità in generale è giustificata dalla capacità di queste entità di attrarre investimenti e di contribuire allo sviluppo economico di un paese. In Italia nel 2016 sono 6.745 le start-up innovative, in crescita del 31% rispetto a un anno prima, +12% rispetto a sei mesi prima, +112% rispetto a due anni prima. È quanto emerge dalla Relazione annuale delle start-up e delle PMI del 2016⁸⁶ sullo stato di attuazione e sull'impatto delle policy per le start-up e le pmi innovative presentata dal direttore generale per la Politica industriale, la competitività e le pmi del ministero dello Sviluppo economico, Stefano Firpo. Solo lo 0,42% delle società di capitali italiane è una start-up innovativa ma in alcuni settori economici queste rappresentano una quota molto elevata. Per esempio nel settore Ricerca e sviluppo il 25,6% sono aziende innovative o nel settore di produzione di software l'8% mentre nel manifatturiero la percentuale scende allo 0,6%. Secondo il rapporto gran parte delle start-up opera nei servizi 75%, il 18% nell'industria. Secondo Firpo un'importanza notevole l'ha avuta la legge di Bilancio 2017 che potenzia il credito di imposta in Ricerca e sviluppo: "L'aliquota dell'incentivo passa dal 25% al 50% con estensione fino al 2020 con il beneficio fiscale massimo innalzato da 5 a 20 milioni di euro", ha spiegato. I bilanci del 2015 hanno registrato un forte incremento nel valore complessivo della produzione, che passa da 320 milioni a 600 milioni, determinato non solo dalle start-up iscritte ma anche dal valore medio della produzione delle imprese dotate di almeno un bilancio depositato. Il rapporto mostra inoltre che al loro avvio le start-up ricorrono in via prevalente a risorse proprie per finanziarsi. Pur restando la fonte principale, tale forma di approvvigionamento tende a diminuire la propria incidenza sul capitale. Anche se notevolmente distanziato, il credito bancario si posiziona al secondo posto tra le fonti di finanziamento più diffuse, molto più di quanto sia ad esempio il capitale di rischio. Da notare che un numero significativo di start-up si dice soddisfatto (34,1%) o parzialmente soddisfatto (44,2%) della propria condizione finanziaria. Il tasso di innovatività/rischio, sottolinea infatti il rapporto, "dovrebbe tradursi in un alto tasso di mortalità", invece "le evidenze registrate nei primi anni della policy dicono il contrario": il tasso di sopravvivenza a tre anni supera infatti il 95%. Molto più bassa è invece la percentuale di aziende in utile, che sono solo il 42,8% del totale. Il giro d'affari complessivo, ma qui i dati sono riferiti però al 60% del totale, è di 584 milioni di euro, con un valore medio di 144mila euro. "Questa nuova generazione di imprese - scrive il ministro Carlo Calenda nel rapporto - può lasciare il segno da un punto di vista non solo culturale, ma anche, e soprattutto, economico perché, grazie alla sua attitudine all'innovazione tecnologica e alla sperimentazione di nuovi modelli di business, nel lungo periodo stimolerà un incremento nei

⁸⁶ www.mise.gov.it

livelli di produttività, di competitività ed efficienza dell'intero tessuto produttivo". Anche vista la particolare composizione del tessuto economico italiano, un ruolo fondamentale nella digitalizzazione dei settori manifatturieri, la c.d. Industria 4.0, è rivestito dalle start-up e dalle piccole medie imprese innovative. Questa la tesi di un articolo scritto da Enrico Martini, membro della Segreteria Tecnica del Ministro dello Sviluppo Economico, per Agenda digitale nel 2016. L'importanza delle start-up nel tessuto economico italiano risalta anche per via delle numerose policy⁸⁷ in atto al fine di agevolare la nascita, la crescita e la sostenibilità di questi nuovi progetti.

Tabella 2: Sviluppi della policy per le start-up e le PMI innovative

TIPOLOGIA	MATERIA	DATA
Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, di concerto con il Ministro dello Sviluppo Economico	Credito d'Imposta R&S	27 maggio 2015
Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico, di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze	Patent Box	30 luglio 2015
Delibera dell'Agenzia ICE	Carta Servizi PMI innovative	22 settembre 2015
Azione di promozione	#ItalyFrontiers	13 novembre 2015
Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri (Decreto Flussi 2016)	Determinazione dei flussi d'ingresso per cittadini non UE, con previsione delle fattispecie Italia Startup Visa e Hub	14 dicembre 2015
Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico	Nuova procedura online per la costituzione di startup innovative in forma di s.r.l.	17 febbraio 2016
Delibera Consob	Aggiornamento del regolamento sull'equity crowdfunding	24 febbraio 2016
Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, di concerto con il Ministro dello Sviluppo Economico	Potenziamento ed estensione al 2016 degli incentivi fiscali per gli investimenti in startup innovative	25 febbraio 2016
Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico, di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze	Accesso gratuito e preferenziale delle PMI innovative al Fondo di Garanzia per le PMI	23 marzo 2016

Fonte: Relazione Annuale al Parlamento sullo stato d'attuazione e l'impatto delle policy a sostegno di startup e PMI innovative

Dopo un periodo di incertezza e confusione per le start-up innovative, a regolamentarne requisiti, vantaggi e agevolazioni è intervenuto il decreto legge n.179 del 18 ottobre nel 2012, detto anche "decreto crescita 2.0" destinato a favorire la crescita di questo 'ecosistema'. Inoltre sono numerose anche le tipologie di finanziamento a livello regionale, nazionale ed europeo che si sono diffuse in questi anni e a cui i neo imprenditori possono appoggiarsi per muovere i primi passi verso la propria nuova impresa. Lo stesso vale per i cosiddetti 'incubatori' o 'acceleratori d'impresa', società di capitali o cooperative che, come abbiamo visto in precedenza, accompagnano la neonata impresa nel

⁸⁷www.mise.gov.it

processo di avvio fino alla realizzazione vera e propria dell'idea imprenditoriale, sempre più diffusi a vari livelli. Anche dal punto di vista normativo e fiscale, gli interventi sono stati numerosi:

- disciplina specifica sulle assunzioni.
- esonero dei costi camerali.
- esonero dei crediti d'imposta.
- fondo di garanzia.
- incentivi fiscali.

Sono allo studio anche incentivi alle aziende per l'Open Innovation (S. Durmusoglu, A. Griffin, C. Noble, 2011)⁸⁸, a vantaggio di imprese che individuano canali esterni di integrazione dell'innovazione, per esempio attingendo all'attività svolta da start-up, spin-off e team innovativi. «L'ecosistema dell'innovazione si trova alla vigilia di un anno di svolta - conclude Martini nel 2016 -. Affinché il salto di qualità abbia luogo occorre il contributo di una vasta schiera di attori, pubblici, ma soprattutto, in modo più continuo e convinto rispetto a quanto fatto finora, privati». Ma il grande “congegno” dell'economia italiana fatica ancora a correre sulle sue gambe (Confimprenditori, 2016)⁸⁹. Questo perché le start-up se da una parte faticano ancora molto ad intercettare la domanda di innovazione del nostro tessuto economico, dall'altra stentano a trovare capitali che le sostengano, soprattutto nel momento in cui raggiungono il successo, ragione per cui sono molte le imprese che arrivate ad una fase post-start-up chiudono i battenti in Italia per riaprire all'estero. Rispetto ai principali Paesi europei, infatti, resta ancora basso in Italia il capitale di rischio investito a favore delle start-up che nel 2016 è stato di circa 180 milioni di euro (in Inghilterra nello stesso anno sono stati investiti 7,8 miliardi, 2,7 in Francia e 1,6 in Germania)⁹⁰. “Perché in Italia la realtà delle start-up possa diventare davvero un nuovo modo di fare impresa, c'è bisogno di stringere un legame più forte tra aziende e chi la ricerca e l'innovazione la fa di mestiere, ossia le università e i centri di ricerca. A questi laboratori di idee, le nostre imprese devono saper attingere per poter trasformare progetti in veri e propri business anche attraverso gli incubatori o acceleratori d'impresa” spiega Fabrizio Dughiero, prorettore al trasferimento tecnologico ed ai rapporti con le imprese dell'università di Padova oltre che fondatore di spin-off a latere di un'intervista rilasciata per il Giornale dell'università degli studi di Padova nel giugno del 2017.

⁸⁸ Per approfondimenti S. Durmusoglu, A. Griffin, C. Noble, Open Innovation; H. Chesbrough, Open services innovation. Competere in una nuova era, 2011

⁸⁹ www.confimprenditori.it

⁹⁰ www.confimprenditori.it

1.3.2 Focus on: Startup innovative in Italia

Il decreto legge n. 179 del 2012 ha introdotto la nozione di “impresa start-up innovativa” definendola quale “società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europaea, residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione”.

Il Decreto-Legge 179/2012, convertito con Legge 221/2012, traccia i dettami identificativi di questa tipologia aziendale e ha disposto a suo favore una vasta gamma di misure di agevolazione, che si articolano in vantaggi di natura fiscale, in una disciplina flessibile per la gestione societaria e dei rapporti di lavoro, strumenti su misura volti a favorire l'accesso al credito e la raccolta di capitali. La definizione di start-up innovativa non prevede vincoli di natura anagrafica in capo alla compagine societaria, né limitazioni legate al settore di attività, perché l'obiettivo ultimo del provvedimento è la promozione dell'innovazione tecnologica in ogni ramo economico. Un'impresa, per potersi qualificare come “Startup Innovativa”⁹¹, deve possedere una serie di requisiti formali e sostanziali:

- deve assumere la forma della società di capitali: vale a dire che è possibile costituire una “Startup Innovativa” nella forma di Srl, Spa, Sapa, oppure di società cooperativa.
- deve avere oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico.
- deve avere sede principale in Italia o in uno Stato Ue o Eea (spazio economico europeo), purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia.
- deve essere stata costituita da non più di 60 mesi.
- il totale del valore della produzione annua della società, a partire dal secondo anno, non deve essere superiore a 5 milioni di euro.
- non deve distribuire utili per tutta la durata del regime agevolativo.
- non nascere da fusione, scissione o da cessione azienda/ di ramo di azienda.

La società deve inoltre sostenere spese in ricerca e sviluppo sostenute in misura superiore al 15% del maggiore valore tra costo e valore totale della produzione, deve impiegare come dipendenti o collaboratori, a qualsiasi titolo, alternativamente o personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca, in misura pari o superiore ad 1/3 della propria forza lavoro, o personale in possesso di laurea magistrale in misura pari o superiore a 2/3 della propria

⁹¹ www.ilsole24ore.com

forza lavoro. Le agevolazioni in materia di quote di srl riguardano benefici che le start-up possono ottenere attraverso la redazione di un atto costitutivo che può prevedere:

- la creazione di categorie di quote di partecipazione fornite di diritti specifici, con la possibilità di determinare liberamente, nei limiti imposti dalla legge, il contenuto delle differenti categorie;
- la creazione di categorie di quote di partecipazione prive di diritti di voto oppure che attribuiscono diritti di voto non proporzionali alla partecipazione detenuta dai soci oppure che attribuiscono diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni.
- le quote di partecipazione detenute nella start-up innovativa costituita sotto forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche mediante i portali per la raccolta dei capitali, il c.d. “crowdfunding”.
- la start-up innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata può, in deroga al divieto di compiere operazioni sulle proprie partecipazioni realizzare operazioni in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote a dipendenti, collaboratori, amministratori e professionisti.
- l'atto costitutivo della start-up innovativa può prevedere l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali od anche di diritti amministrativi con esclusione del diritto di voto a fronte di un apporto prestato da parte di soci o terzi anche d'opera o servizi.

Le agevolazioni in materia di copertura perdite sono ulteriore incentivo all'apertura di questa determinata tipologia di start-up. Esse riguardano la fattispecie di perdite superiori a 1/3 del capitale sociale per la quale sarà possibile riportare la perdita entro tale limite entro il secondo esercizio successivo, anziché entro l'esercizio successivo come qualsiasi altra impresa. Inoltre in caso di riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale, è possibile attendere la chiusura dell'esercizio successivo per deliberare la riduzione del capitale ed il contemporaneo aumento dello stesso ad una cifra non inferiore al minimo legale. La start-up innovativa non è soggetta alle ordinarie procedure concorsuali previste dalla legge fallimentare e si applica la disciplina relativa al “sovraindebitamento” (legge n°3 del 2012). All'interno di questa “categoria” l'ordinamento prevede l'affermazione di una fattispecie particolare che riguarda le start-up innovative “a vocazione sociale” (“SIAVS”). Secondo l'art. 25, comma 4, le SIAVS possiedono gli stessi requisiti posti in capo alle altre startup innovative⁹², ma operano in alcuni settori specifici che l'articolo 2, comma 1, del Decreto

⁹² La normativa si riferisce esplicitamente alle start-up innovative per mettere in evidenza che il target è costituito dalle imprese il cui business è chiaramente legato all'innovazione, all'utilizzo della conoscenza e della tecnologia. Per beneficiare delle misure di sostegno, la start-up innovativa deve configurarsi come una società di capitali non quotata in possesso dei requisiti precedentemente elencati:

Legislativo 155/2006 sull'impresa sociale, considera di particolare valore sociale. I settori individuati da tale provvedimento sono:

- assistenza sociale.
- assistenza sanitaria.
- educazione, istruzione e formazione.
- tutela dell'ambiente e dell'ecosistema.
- valorizzazione del patrimonio culturale.
- turismo sociale.
- formazione universitaria e post-universitaria.
- ricerca ed erogazione di servizi culturali.
- formazione extra-scolastica, finalizzata alla prevenzione della dispersione scolastica e al successo scolastico e formativo.
- servizi strumentali alle imprese sociali, resi da enti composti in misura superiore al settanta per cento da organizzazioni che esercitano un'impresa sociale⁹³.

Perseguendo in misura significativa, accanto a una logica di business, finalità legate al benessere della collettività, le SIAVS possono risultare meno “attraenti” sul mercato, determinando un ritorno sugli investimenti inferiore rispetto a quello generato da altre imprese. Per correggere questa asimmetria, l'art. 29 del Decreto-Legge 179/2012 ha assegnato dei benefici fiscali maggiorati a favore degli operatori che investono in questa particolare tipologia di start-up innovativa. In particolare, alle persone fisiche e giuridiche che investono in SIAVS sono riconosciute rispettivamente detrazioni IRPEF del 25% e deduzioni IRES del 27%, mentre queste aliquote si attestano al 19% e al 20% per gli investimenti nelle altre start-up innovative. Accanto alle start-up innovative a vocazione sociale, anche un'altra sotto-tipologia di start-up innovativa gode di questo trattamento fiscale di particolare vantaggio, si tratta dell'impresa che sviluppa e commercializza esclusivamente prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico in ambito energetico. Ma mentre il meccanismo di identificazione di quest'ultima tipologia ha ricevuto una codificazione normativa rigida che contempla una lista di codici Ateco di riferimento⁹⁴, il riconoscimento delle SIAVS richiede una

La normativa si rivolge anche alle imprese costituite da meno di 4 anni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione, vale a dire il 18 dicembre 2014. Per approfondimenti, si rimanda a pagina 13 e 14 della Circolare 16/E sugli incentivi fiscali in favore di startup innovative e incubatori certificati emessa l'11 giugno 2014 dall'Agenzia delle Entrate.

⁹³ Per approfondimenti, si rimanda al testo della norma.

⁹⁴ Dando concreta attuazione alla previsione sui benefici fiscali all'investimento in startup innovative previsti al citato art. 29 del Decreto-Legge 179/2012, il decreto emesso il 30 gennaio 2014 dal Ministero dell'economia e delle finanze di concerto con il Ministero dello sviluppo economico ha provveduto a delimitare l'ambito d'applicazione delle maggiorazioni a favore delle start-up innovative che operano in ambito energetico tracciando una lista di codici Ateco. Tale lista è disponibile nell'allegato al decreto.

procedura più flessibile, ritagliata sulle esigenze di imprese che assumono una doppia connotazione legata alla realizzazione di attività che, pur facendo ricorso ad innovazioni di tipo tecnologico, perseguono finalità sociali. Per poter beneficiare della disciplina agevolativa le start-up innovative devono procedere con l'iscrizione al registro delle imprese e più precisamente nella sezione speciale prevista per le start-up innovative. L'analisi quantitativa in tema è stata già affrontata precedentemente e si rimanda al paragrafo 1.3.1⁹⁵

1.3.3 Ruolo della start-up nel tema dell'occupazione

Altro punto fondamentale teso a giustificarne l'attenzione è rappresentato dalle prospettive occupazionali che questa tipologia d'imprese costituiscono. Prendendo come riferimento il Rapporto "The Importance of Startups in Job Creation and Job Destruction" pubblicato dalla Kauffman Foundation nel 2010⁹⁶, si nota come, nel contesto del mercato del lavoro americano, le start-up giochino un ruolo fondamentale. I dati presentati nel rapporto si basano su un dataset sviluppato dal governo Usa che abbraccia un arco temporale che va dal 1977 al 2005. Tali dati dimostrano come, in media, le aziende neo-fondate siano in grado di creare circa 3 milioni di posti di lavoro durante il loro primo anno di vita, anche nei periodi segnati da congiuntura negativa. Nella rielaborazione effettuata sempre da T. Kane (2012)⁹⁷ tuttavia appare evidente l'effetto della crisi finanziaria tra il 2007 e il 2008, periodo in cui il trend di crescita si inverte per arrivare al valore di soli 2,5 milioni di posti creati nel 2010, il dato più basso dal 1983. Altrettanto evidente è la distruzione di posti di lavoro a cavallo del periodo 2009-2011. Tim Kane, nel suddetto studio sulla creazione di posti di lavoro si focalizza sul periodo citato e parla addirittura di collasso se si considerano le attività e le agevolazioni governative che dovrebbero facilitare la creazione di start-up e in maniera indiretta di posti di lavoro. Tuttavia tali misure, oltre a scontare una recente applicazione, non apportano sostanziali miglioramenti all'area relativa ai contratti di lavoro utilizzati, che lo stesso Kane individua come una delle possibili cause della debole risposta in termini di posti creati in corrispondenza alla ripresa economica. Nel ciclo di vita dell'azienda la creazione e distruzione di posti di lavoro è un fenomeno fisiologico che segue le dinamiche di crescita e consolidamento dell'azienda stessa. Attraverso i dati elaborati dalla Kauffman Foundation è possibile affermare che, in mancanza dell'effetto di creazione di posti di lavoro ad opera delle start-up, il mercato del lavoro Usa non avrebbe raggiunto il pareggio nella comparazione tra il numero di posti creati e posti distrutti negli anni precedenti alla crisi economica. Nello scenario occupazionale odierno in cui si inseriscono le dinamiche industriali delle

⁹⁵ "Ruolo della start-up innovativa nel tessuto economico italiano".

⁹⁶ T. Kane, The Importance of Startups in Job Creation and Job Destruction, Kauffman Foundation, 2010.

⁹⁷ T. Kane, The Collapse of Startups in Job Creation, 2012.

neo-imprese vi è un rinnovato interesse nel comprendere come funzionino oggi i meccanismi della distruzione creatrice teorizzati da Joseph Schumpeter, attraverso i quali nuove imprese, più produttive e innovative, rimpiazzano quelle mature, meno dinamiche e competitive. Poter distinguere, da un lato, le scelte di assorbimento e dismissione di occupati da parte delle imprese e, dall'altro, i processi di nascita e crescita delle imprese stesse è dunque cruciale per dare fondamenta solide alle politiche per l'occupazione e per la promozione industriale⁹⁸. Proprio con questo obiettivo, l'Ocse ha avviato nel 2012 il progetto DynEmp, che integra e confronta dati d'impresa relativi a diciassette paesi aderenti all'organizzazione più il Brasile. La semplice analisi strutturale rivela che in quasi tutti i paesi domina la piccola dimensione, ma l'Italia si segnala per la concentrazione sulla fascia più ridotta, dove le imprese con meno di dieci addetti sono il 95% e occupano il 46% degli addetti complessivi⁹⁹. Il peso delle imprese di minore dimensione nel mercato del lavoro può essere tuttavia sintomo di due fenomeni con implicazioni molto differenti, infatti potrà derivare da un'ampia presenza di start-up conseguente ad un accentuato dinamismo nella natalità delle imprese, che tipicamente sono piccole, o potranno trarsi da un'ampia quota di imprese mature che non sono cresciute. Per questo, al dato sulla dimensione va associato quello dell'età. Un primo risultato fondamentale del progetto DynEmp è incentrato sul fatto che non tutte le piccole imprese sono le maggiori generatrici di posti di lavoro, ma le piccole imprese giovani, e se si considera anche la natalità, l'apporto maggiore alla creazione di lavoro si deve alle imprese nuove¹⁰⁰. Inoltre, l'Italia si segnala per la numerosità di piccole imprese "vecchie"¹⁰¹ e con Finlandia e Giappone condivide il primato della quota più elevata di microimprese "vecchie" (C. Criscuolo, P. Gal e C. Menon, 2014)¹⁰². Questo risultato può derivare da differenze rispetto a tre fattori:

- i tassi di natalità delle imprese.
- la dimensione e la velocità di crescita di quelle nuove.
- i tassi di sopravvivenza delle imprese giovani.

La quota di imprese start-up è da anni in costante diminuzione in tutti i paesi, la crisi ha prodotto solo un'accelerazione nella flessione, ma sono diverse le prospettive di crescita. Alla nascita, le start-up hanno ovunque dimensioni simili¹⁰³ mentre sono le aziende più anziane ad avere dimensioni molto

⁹⁸ Per ulteriori approfondimenti si veda la sezione IX del decreto legge "Crescita 2.0", dedicata alla promozione delle "start-up innovative".

⁹⁹ Ciò si riflette anche in un alto grado di imprenditorialità, con quasi 64 imprese ogni mille abitanti (sono circa 39 in Francia, 27 nel Regno Unito, 26 in Germania).

¹⁰⁰ imprese attive da meno di tre anni.

¹⁰¹ Imprese con oltre dieci anni di età.

¹⁰² C. Criscuolo, P. Gal e C. Menon, "The dynamics of employment growth: new evidence from 18 countries", 2014.

¹⁰³ Startup di dimensioni più grandi si riscontrano solo in Francia e Paesi Bassi, meno in Giappone e Spagna.

diverse nei vari paesi e ciò suggerisce che in alcuni, in particolare gli Stati Uniti, si registrino opportunità di crescita superiori a quelle prevalenti in molte realtà europee. In molti paesi gran parte del contributo delle giovani imprese alla crescita dell'occupazione tra il 2000 e il 2010 si deve alla nascita di nuove unità. In Italia, però, avviene il contrario, ossia il contributo delle giovani imprese in crescita è maggiore di quello delle nuove mentre, in ogni caso, il contributo delle imprese "anziane" è negativo. Il fatto che le imprese giovani contribuiscano più delle nuove alla creazione di occupazione non è privo di conseguenze per il dibattito sulla questione dimensionale del nostro sistema produttivo, perché suggerisce che gli interventi di politica economica siano più opportuni per questa fascia di imprese o meglio, per quella particolare fase di crescita legata al primo quinquennio di attività aziendale. Sotto questo profilo, d'altronde, i margini di miglioramento in Italia sono ancora vasti. Come ampiamente documentato, adempimenti burocratici, ristrettezza delle fonti di finanziamento, costi e tempi della giustizia civile limitano lo sviluppo delle nostre imprese più di quanto ne ostacolano la nascita¹⁰⁴. Infine, i dati suggeriscono come tali ostacoli alla crescita diventino pressoché insormontabili quando le imprese più produttive raggiungono la maturità e potrebbero finalmente diventare grandi, e non solo anziane. Diversi studi suggeriscono che i freni all'efficienza allocativa, quindi ai flussi di risorse verso gli impieghi più produttivi a scapito degli utilizzi a basso potenziale, sono tra i principali responsabili della drammatica stagnazione della produttività che ha caratterizzato l'ultimo ventennio nel nostro paese. L'importanza delle nuove imprese sul tema dell'occupazione risulta ancor più importante rapportandolo ad una situazione nel mondo lavorativo "classico" che stenta ad andare a gonfie vele e se i dati sono controversi la fiducia nel trovare un posto di lavoro, soprattutto tra i più giovani, latita. Ma il nuovo modo di fare impresa, quello legato alle start-up che sembrano sviluppare una capacità crescente nel generare occupazione qualificata a condizioni a volte molto migliori di quelle offerte da aziende più strutturate, offre una possibile valida alternativa. In particolare analizzando i dati sulle start-up innovative possiamo notare come stiano generando un'importante ricaduta sul mercato occupazionale italiano, dove ci sono circa 7000 realtà di questo tipo che danno occupazione a oltre 30 mila persone, con un incremento del 47,5% rispetto al 2015.

1.3.4 Ruolo della start-up nel tema dell'innovazione ed avanzamento tecnologico

¹⁰⁴ Tra le ricerche più recenti: Ocse, Studi economici dell'Ocse. Italia, maggio 2013; Banca Mondiale, Doing Business, 2013; Istat, "Mercati, strategie e ostacoli alla competitività", novembre 2013; S. Giacomelli e C. Menon, "Con tribunali lumaca l'impresa resta piccola". Sui motivi del "nanismo" delle imprese italiane, si veda S. Scarpetta, "Perché restano piccole imprese".

Una delle definizioni meglio riuscite, in quanto assai completa ed in anticipo nei tempi storici, è quella fornita dall'economista austriaco Joseph Schumpeter che nel 1934 affermò: “non è imprenditore [...] chi compie operazioni economiche, intendendo lucrarne profitto, bensì colui che introduce atti innovativi”. Lo studioso parte dall'idea che i sistemi economici non sono statici ma bensì un qualcosa di dinamico ed evolutivo e ritiene che per poter ben comprendere il fenomeno sia necessario analizzarlo in relazione ad un altro concetto: l'invenzione. In linea generale, l'invenzione consiste nella realizzazione, ex novo, di qualcosa che non esisteva, frutto della forza creativa di uno o più individui, mentre, l'innovazione si realizza quando si fa qualcosa di nuovo nel sistema economico e, pertanto, è possibile anche quando non sia legata ad una vera e propria invenzione. Nel 1971, sulla scia di anni di studio, di ricerca, di sperimentazioni e di evidenze empiriche, Schumpeter arriva a denominare quel quid che genera cambiamento ed evoluzione, economica e sociale, con il concetto di sviluppo, da intendere come uno “spontaneo ed improvviso mutamento dei canali del flusso, ovvero come una perturbazione dell'equilibrio che altera e sposta l'equilibrio precedentemente esistente, [...] mediante l'introduzione di nuove combinazioni”¹⁰⁵, intendendo con l'attributo nuove l'insieme di strategie, materiali e forze, generati da una modificata combinazione/integrazione rispetto a quelli preesistenti. In relazione a tali premesse, l'innovazione si potrà manifestare all'interno di n circostanze, tra cui si possono segnalare:

- la produzione di un nuovo bene, ossia attraverso l'assemblaggio di altre componenti già esistenti ma, ne pensate per l'integrazione all'interno di un bene più complesso, ne destinate alla nuova finalità d'uso.
- la modifica, in termini intensivi e/o estensivi dei processi di lavoro, attraverso l'introduzione di migliorate routine procedurali o l'assorbimento di standard lavorativi desunti e/o riadattati da altri settori.
- la penetrazione di un nuovo mercato che può mettere l'organizzazione in condizione di dover ripensare la propria governance ed i propri processi lavorativi, tendenti, nel tempo, a standardizzazione per effetto della cosiddetta inerzia organizzativa.
- l'accesso a nuove fonti di approvvigionamento o la scoperta di un nuovo utilizzo che si possa ottenere da parte di una materia prima o di un semilavorato può, anch'esso, generare un effetto domino intra ed extra organizzativo, tale da comportare l'emersione di innovazioni.

Restringendo il focus tematico all'interno del fenomeno dell'imprenditorialità e quindi alla creazione o sviluppo delle imprese, i connotati dell'innovazione assumono dei contorni più definiti. In tale contesto l'innovazione si lega alla capacità degli attori economici di “tradurre” un'invenzione in un

¹⁰⁵ J. Schumpeter, Teoria dello sviluppo economico, 1971.

qualcosa di concreto, che vada a modificare lo stato attuale in termini di prodotto, segmento o mercato. Schumpeter affermava che un'invenzione che non trova applicazione concreta nel mercato è irrilevante in termini economici. Per riuscire in questa sfida l'organizzazione, così come il singolo imprenditore, devono riuscire a combinare diversi tipi di risorse, materiali e immateriali¹⁰⁶. Nonostante il tempo trascorso, il contributo di Schumpeter si dimostra quanto mai attuale nel catturare gli aspetti fondamentali che identificano i campi potenzialmente oggetto d'innovazione. Tuttavia, nel corso degli anni la letteratura ha offerto svariate classificazioni e interpretazioni relative al fenomeno dell'innovazione. Tra le più importanti e maggiormente condivise elenchiamo (M. Leone, 2017)¹⁰⁷:

- innovazioni incrementali, che comportano solo dei piccoli cambiamenti nella tecnologia del prodotto o del processo, consentendo di migliorare le prestazioni del prodotto o la produttività.
- innovazioni radicali che introducono tecnologie nuove, originando così prodotti o processi inediti. In genere comportano rilevanti investimenti e sono quindi particolarmente rischiose.
- innovazioni di prodotto, ossia quelle incorporate nei beni e servizi offerti e realizzati da un'impresa. (P. Drucker, 1954)¹⁰⁸.
- innovazioni di processo, che si strutturano come cambiamenti nelle modalità con cui l'impresa svolge la propria attività al fine di migliorarne l'efficienza o l'efficacia¹⁰⁹.
- innovazione competence enhancing, quando l'innovazione consiste in un'evoluzione della base di conoscenze preesistenti.
- innovazione competence destroying, quando l'innovazione non scaturisce dalle conoscenze già possedute o addirittura le rende inadeguate.
- innovazione disruptive, introducono un insieme di funzionalità completamente nuove e spesso lontane da quelle richieste e valutate dal mercato attuale. Portano ad una ridefinizione del prodotto, servizio o modello di business proposto al cliente nella direzione di una maggiore semplificazione e democratizzazione dell'innovazione¹¹⁰.

L'adozione di una nuova tecnologia incide sulla competitività di un'impresa se le consente di differenziare la sua offerta o di ridurre i costi di produzione. Si parla di "technology push" quando l'innovazione sorge in seguito all'attività di ricerca e sviluppo, in quest'ottica i clienti e consumatori vengono viste come figure passive che subiscono le offerte di nuovi prodotti e servizi, i quali puntano

¹⁰⁶ si pensi alle competenze, alle conoscenze, agli impianti di produzione e ai team di ricerca e sviluppo.

¹⁰⁷M. Leone, Management dell'innovazione, material didattico 2017.

¹⁰⁸ P. Drucker, The Practice of Management: A Study of the Most Important Function in American Society, 1954.

¹⁰⁹ Spesso le due categorie appaiono collegate, in quanto può accadere che un'innovazione di processo comporti un'innovazione di prodotto e viceversa (H. Chesbrough, Open Innovation: The New Imperative For Creating And Profiting From Technology, 2005).

¹¹⁰ Ci si riferisce all'aumento dell'accessibilità e alla riduzione dei costi.

a bisogni nascosti, latenti o semplicemente ne creano di nuovi. Nel caso in cui, invece, ad avviare il processo d'innovazione sia l'interpretazione delle aspettative e delle esigenze dei consumatori si parla di "market pull". A metà strada tra queste impostazioni si sviluppa una terza via detta Innovazione Design Driven (R. Verganti, 2011)¹¹¹. Questo tipo di innovazione punta a ridefinire il significato associato alla fruizione di un servizio o all'utilizzo di un prodotto. Esse fanno leva principalmente su bisogni latenti e aspetti emozionali e rappresentano il tentativo, da parte delle organizzazioni o dell'imprenditore, di comprendere ed eventualmente anticipare trend nei modelli socio-culturali e di consumo offrendo prodotti e servizi concettualmente innovativi. La realtà mostra che lo stimolo all'innovazione deriva sovente dall'integrazione tra tali modelli, con una mutua e continua relazione tra la percezione degli stimoli di mercato e le elaborazioni realizzate dalle strutture tecniche e razionali dell'impresa. Sebbene la massima espressione di innovazione sia una nuova entità che introduca un'innovazione disruptive, in altre parole un progetto che crei un nuovo mercato, nell'accezione "nuova impresa/nuovo imprenditore", faremo rientrare, per completezza della descrizione sull'innovazione e avanzamento tecnologico, anche realtà operanti in settori maturi. Le imprese a cui ci riferiamo, che potremmo definire imitatrici, consentono di propagare all'interno del sistema socioeconomico gli effetti dell'innovazione limitando le posizioni di rendita delle aziende pioniere o di quelle già consolidate. Non ci focalizzeremo invece sulla cosiddetta "imprenditorialità interna", vale a dire su quelle strategie che mirano allo sviluppo di progetti imprenditoriali in seno ad imprese già esistenti¹¹². Dette queste premesse si può notare come l'ambiente è in grado di influenzare la natalità imprenditoriale. Il processo di liberalizzazione che nel nostro Paese ha riguardato settori strategici ha favorito la nascita di nuove imprese che hanno infranto situazioni monopolistiche che in passato avevano "imbavagliato" il sistema economico. Tutto ciò è andato a vantaggio del consumatore, dell'innovazione tecnologica, e sotto certi aspetti anche degli stessi ex monopolisti che nell'affrontare il mercato hanno dovuto rivedere le proprie strategie ed i propri processi interni, al fine di competere con successo con imprese più efficienti e flessibili. Il sistema politico-sociale può favorire la crescita di nuove imprese attraverso provvedimenti diretti d'agevolazione, come già visto in precedenza¹¹³. L'esistenza di barriere legali o tariffarie ed il livello d'adempimenti imposto ai nuovi imprenditori possono a loro volta influire sul tasso di crescita delle iniziative. La nascita di nuove imprese può essere anche favorita da fattori di mercato e tecnologici. Nel primo caso la nascita

¹¹¹ R. Verganti, Design-Driven innovation. Cambiare le regole della competizione innovando radicalmente il significato dei prodotti e dei servizi, 2011.

¹¹² esse configurano la combinazione "nuova impresa/vecchio imprenditore" che si ritrova anche nel caso di "imprenditori sistematici", in altre parole di quei soggetti che per professione avviano imprese per poi cederle a manager o imprenditori terzi.

¹¹³ quali le leggi sull'imprenditoria giovanile e sull'imprenditoria femminile, politiche economiche e fiscali, investimenti in servizi, infrastrutture o ricerca e sviluppo.

di nuove imprese può essere favorita da “vuoti d’offerta”, come l’assenza di grandi imprese in un determinato segmento di mercato¹¹⁴. L’assenza di barriere all’ingresso di matrice tecnologica può essere un ulteriore stimolo all’imprenditorialità in quanto consente ai nuovi entranti di imitare le tecnologie esistenti nel mercato. In tali casi, trascorso il periodo nel quale si è completato il processo di diffusione, la nuova tecnologia diviene d’uso comune, fino a quando si avvia un nuovo ciclo d’innovazione (Anderson, Tushman, 1990)¹¹⁵. Il ciclo di vita di un’impresa innovativa è diverso da quello tradizionale ed è rappresentato da una serie di “curve a S” che mostrano come nel momento in cui la tecnologia entri nella fase di declino, nuovi investimenti in ricerca e sviluppo consentano abitualmente di dare origine ad una nuova tecnologia e ad una nuova “S Curve”. Per evitare che un’impresa sia espulsa dal mercato, è necessario individuare il punto di flesso della curva affinché si possa tempestivamente sviluppare una tecnologia in grado di sostituire quella attuale. Risulta quindi fondamentale capire in quale punto della curva la propria tecnologia si trovi. Bisogna comunque considerare che la nuova tecnologia, prima di riuscire a soppiantare quella esistente in termini di prestazioni e di costi, dovrà solitamente superare con successo un breve periodo di “rodaggio” durante il quale la tecnologia esistente rimane generalmente più efficiente ed efficace¹¹⁶.

¹¹⁴ Tale strategia può originare da motivi di redditività (ad esempio l’elevata incidenza di costi di trasporto) o per raggiungere un maggior grado di flessibilità, dando in outsourcing alcune fasi del processo produttivo a terzi, variando così il proprio grado di leva operativa.

¹¹⁵ P. Anderson, M. Tushman, *Technological Discontinuities and Dominant Designs: A Cyclical Model of Technological Change*, 1990.

¹¹⁶ la strategia competitiva e finanziaria dell’impresa innovatrice, dovrà conformarsi a tale svantaggio iniziale.

Capitolo 2 – Metodologie di valutazione delle Start-up

2.1 Metodologie tradizionali di valutazione di azienda

2.1.1 Obiettivi della valutazione

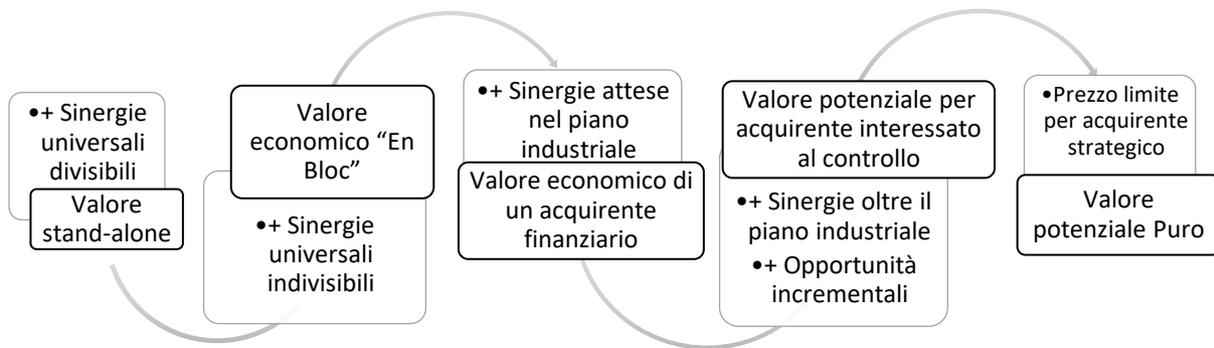
L'obiettivo di un processo di valutazione aziendale varia in relazione al contesto in cui si rende necessario definire il valore di un'azienda. La misurazione del valore assume una particolare rilevanza in operazioni di fusione e acquisizione (M&A), quotazione nei mercati finanziari (IPO), investimento nel capitale di rischio di società non quotate (private equity e venture capital) e può essere inoltre utile per finalità interne (auto-diagnosi). Di seguito vengono spiegati i principali aspetti che caratterizzano gli approcci valutativi nei diversi contesti (G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, 2013)¹¹⁷.

- Fusione e acquisizione di un'azienda. Nelle operazioni di fusione e acquisizione, si ricorre principalmente al metodo del Discounted Cash Flow (DCF), al metodo dei moltiplicatori di mercato e dei multipli di transazioni comparabili¹¹⁸. In questo contesto le valutazioni svolgono, in una prima fase, un'attività funzionale alla negoziazione tra potenziali acquirenti e venditori. I prezzi poi effettivamente negoziati nei deal trovano invece la propria giustificazione nel cosiddetto “valore strategico” che un'impresa possiede per uno specifico acquirente e nella presenza di più potenziali acquirenti interessati a concludere l'operazione. Il valore strategico (o di acquisizione) è formato dal valore stand alone dell'impresa target, dalla valorizzazione delle sinergie attese dall'acquirente in seguito al processo di concentrazione aziendale e degli altri attributi assoggettabili al controllo. L'investitore poi potrà dedicarsi attivamente alla gestione dell'azienda e quindi il valore che sarà disposto a riconoscere dipenderà dall'interesse strategico che ad essa attribuisce, dai piani futuri che intende implementare e dalle sinergie ottenibili grazie all'integrazione delle diverse realtà industriali. Si parla in questi casi di “premio di acquisizione”, che corrisponde alla differenza positiva di prezzo che si è disposti a riconoscere rispetto ad un investitore che assume una partecipazione di minoranza. La valorizzazione delle sinergie è la fase del processo più esposta al rischio di sopravvalutazioni, da cui spesso dipende il successo dell'intera operazione.

¹¹⁷ G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, La valutazione delle aziende, 2013.

¹¹⁸ www.borsaitaliana.it

Figura 1: Processo di definizione del valore strategico



Fonte: elaborazione personale, 2018.

Classificazione sinergie (G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, p.32, 2013):

- Universali o speciali, seguono la discriminante dell'acquirente, generico o specifico.
- Divisibile o indivisibile, ossia benefici in capo rispettivamente all'acquisita e all'acquirente.

Tipologia di sinergia (G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, p.39, 2013):

- Sinergie di mercato, spesso si riflettono nella riduzione della competizione e della concorrenza derivante dall'assorbimento di aziende dello stesso settore.
- Sinergie operative, benefici derivanti dallo sfruttamento delle possibili interrelazioni tecnico-operative tra impresa acquirente e acquisenda. Esse si suddividono ulteriormente in Hard/tangible, che danno luogo a vantaggi di costo e differenziazione, e in Soft/intangible, corrispondenti a capacità e competenze tecnico-manageriali (skills) e riferibili anche a cultura e stile manageriale.
- Sinergie finanziarie, constano spesso in una riduzione del costo di acquisto del capitale necessario a soddisfare le esigenze aziendali e nella riduzione del fabbisogno finanziario complessivo.
- Sinergie fiscali, comportano il risparmio sulle imposte conseguibile attraverso un adeguato sfruttamento delle normative tributarie vigenti.

- Quotazione nei mercati finanziari. La valutazione propedeutica ad un'operazione di quotazione in borsa ha l'obiettivo di contribuire al processo di pricing dei titoli da collocare sul mercato. Dalla razionalità con cui viene condotto l'intero processo dipenderà il successo dell'operazione e l'immagine della società quotanda nei confronti della comunità finanziaria e di tutti gli altri stakeholder (creditori, clienti, dipendenti, fornitori, ecc.). Anche in un processo di quotazione la valutazione della società si basa tipicamente sul metodo finanziario e dei multipli di mercato, tuttavia, rispetto alle operazioni di M&A, presenta alcune tipiche caratteristiche:
- assenza di qualsiasi premio per il controllo, dal momento che il processo di quotazione in borsa generalmente non prevede la cessione totale dell'impresa, ma solo l'ingresso di nuovi soci finanziari per supportare un nuovo ciclo di sviluppo;
 - assenza di potenziali sinergie trattandosi evidentemente di un investimento finanziario e non industriale.

Nella valutazione di un'azienda in fase di quotazione sul mercato borsistico assume particolare importanza il metodo dei multipli, che consente un confronto sintetico e agevole fra società quotate. Gli investitori istituzionali infatti basano tipicamente le loro scelte di investimento in un'IPO proprio sul confronto dei multipli della società quotanda con quelli delle principali società scelte come comparables; l'utilizzo dei multipli rappresenta infatti il percorso più rapido per valutare un'azienda essendo carenti del relativo piano industriale. L'applicazione dei metodi di valutazione permette di identificare il valore stand alone del capitale economico della società quotanda (il cosiddetto fair value), a cui tipicamente viene applicato il c.d. IPO discount che trova giustificazione nel fatto che, in sua assenza, sarebbe preferibile acquistare titoli di una società con caratteristiche simili o analogo profilo di rischio, ma già presente sul mercato. In un'IPO infatti vengono offerti titoli di una società con un'equity story nuova, che si avvale di un management tipicamente non noto alla comunità finanziaria, mentre nel caso di una società già quotata le asimmetrie informative sono ridotte dagli obblighi di comunicazione verso il mercato e dall'attività di research svolta dagli analisti finanziari. La dimensione dell'IPO discount deriva non solo dalla capacità dell'azienda di generare risultati in termini prospettici, dalla struttura finanziaria, dalla corporate governance e dal track record del management, ma anche dalla congiuntura del mercato azionario e del settore di appartenenza, dalla concorrenza di altre emissioni nel periodo (scarcity value), dall'andamento di titoli recentemente quotati in borsa, dall'entità del flottante (il cosiddetto premio o sconto per la contendibilità), dal contesto economico generale e dal livello di fiducia degli investitori. In generale, una valutazione prudente

può essere, nel lungo periodo, più proficua di una valutazione maggiore ottenuta grazie a condizioni di mercato e di settore particolarmente favorevoli, considerando che, nel lungo termine, il mercato sconterà adeguatamente tutte le aspettative ed è quindi fondamentale che la valutazione eviti di incorporare effetti favorevoli di breve periodo capaci di “sfalsare” la corretta valutazione.

- Investimento nel capitale di rischio di società non quotate. Le due diligence delle transazioni di private equity e venture capital sono finalizzate alla determinazione dell’opportunità e della dimensione dell’apporto di capitale proprio, al fine di raggiungere determinati livelli di redditività dell’investimento stesso su un orizzonte temporale limitato a pochi anni, di solito compreso fra 3 e 5 anni. Il processo di valutazione ha dunque come oggetto il presumibile prezzo di realizzo (exit value) che consente di ottenere un tasso di rendimento (IRR) prefissato. Il tasso di rendimento interno viene in genere stabilito ad un livello che considera la remunerazione del capitale proprio che un investitore in una società di private equity o venture capital si propone di ottenere (il cosiddetto hurdle rate).
- Auto-diagnosi. La valutazione assume particolare rilevanza non solo in occasione di operazioni di finanza straordinaria, ma anche a supporto delle scelte di gestione e dovrebbe essere effettuata sia da società quotate che non quotate. In tale contesto, la stima del valore è importante soprattutto nell’ambito della pianificazione strategica, ai fini della selezione di strategie alternative, e per misurare il valore creato. Per le società quotate, inoltre, la stima del valore del capitale è utile per un confronto con il prezzo espresso dal mercato e per pianificare una comunicazione efficace, finalizzata alla diffusione del valore creato.

2.1.2 Metodi “indiretti”

Tra i metodi di valutazione tradizionale la letteratura riconosce due grandi famiglie, che si differenziano in base alle caratteristiche dei dati da cui derivano: le metodologie dirette e le metodologie indirette. I metodi di valutazione tradizionali che appartengono alla classe dei così detti metodi “indiretti” si basano sui risultati economici e finanziari contabilmente rilevabili. Questi metodi si basano sostanzialmente su parametri contabili (metodo patrimoniale), reddituali (metodo economico o reddituale) e finanziari (metodo finanziario o dei flussi di cassa scontato noto come DCF-Discounted Cash Flow) (G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, p. 85, 2013). Le metodologie finanziarie e reddituali, asset side o equity side, fondano la loro costruzione sulla base di alcuni passaggi, sintetizzati nell’elenco seguente:

- Determinazione dei flussi di risultato lungo l'orizzonte di previsione
- Calcolo del tasso di attualizzazione, che intercetta il valore finanziario del tempo.
- Stima del valore lungo l'orizzonte di previsione analitica
- Calcolo del valore terminale, Terminal Value, ossia il valore dell'azienda oltre l'orizzonte temporale di previsione analitica
- Valore complessivo, ossia la somma dei due fattori precedentemente citati.

Al solo fine di completezza informativa forniamo una veloce introduzione ai modelli sopra citati tenendo presente che tale descrizione è puramente funzionale ai fini di completezza espositiva del presente lavoro.

2.1.2.1 Il metodo patrimoniale

I sistemi patrimoniali di valutazione si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale (L. Guatri, 1990)¹¹⁹. La stima analitica degli elementi del capitale potrà ritenersi accettabile se e in quanto il valore complessivo di detti elementi non vari notevolmente col variare della presunta capacità di reddito dell'azienda (P. Onida, 1994)¹²⁰. Esso individua quindi il valore dell'impresa nel patrimonio netto contabile rettificato, ottenuto dalla differenza tra le attività e le passività. Esistono due differenti tipologie di metodi patrimoniali che si caratterizzano per la diversa presenza della componente del patrimonio immateriale all'interno del valore dell'impresa. Avremo quindi:

1. Un metodo patrimoniale semplice che identifica il valore (W) con il solo patrimonio netto rettificato a valori di mercato (K')

$$W=K'$$

La condizione di applicabilità del metodo in parola è che l'azienda presenti un reddito atteso pari al prodotto tra il saggio di congrua remunerazione ed il valore corrente del patrimonio netto rettificato.

$$R=i K'$$

R= è il reddito medio normale atteso

¹¹⁹ L. Guatri La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto, 1990.

¹²⁰ P. Onida, Le dimensioni del capitale di impresa. Concentrazioni. Trasformazioni: Variazioni di capitale, 1994.

i = è il saggio di attualizzazione/congrua remunerazione

2. Un metodo patrimoniale complesso che si distingue per il fatto di comprendere nel patrimonio dell'impresa anche il valore attribuibile agli intangibles (I) o valore dei beni immateriali (V.IMM.).

$$W = K' + I$$

La condizione di applicabilità muta supponendo implicitamente che l'azienda sia in grado di remunerare il patrimonio netto rettificato comprensivo dei beni immateriali.

$$R = i (K' + V.IMM.)$$

Il metodo semplice tende a valutare in modo separato i differenti asset dell'impresa. Il metodo complesso, invece, permette di integrare gli elementi del patrimonio tangibile dell'impresa al valore dei beni immateriali non contabilizzati stimati in via analitica e riferibili a:

- marchi,
- licenze,
- brevetti
- know-how
- portafoglio lavori
- organizzazione delle risorse umane
- insegne
- concessioni

La valutazione degli Intangible assets si potrà basare su tre diversi metodi (G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, p.218, 2013):

- Metodo basato sui costi, configurato o sul costo di sostituzione o sul costo stimato per la riproduzione a nuovo.
- Metodo basato sui flussi, il quale potrà stimare un flusso limitato nel numero di anni o illimitato prevedendo una stima analitica integrata da un terminal value, rappresentativo il flusso di cassa medio normalizzato atteso futuro, attualizzato per n anni, dove n deriverà dalla durata della determinazione analitica, e tenendo conto di un tasso di crescita G . La durata dei flussi dipenderà dalle caratteristiche tecnico-funzionali, tecnico-giuridiche ed economiche. I flussi potranno essere stimati attraverso:

- differenziali analiticamente individuati (Incremental Income Analysis), si determinano stimando l'effetto prodotto sulle principali variabili economico-finanziarie:
 - Δ Ricavi
 - Δ Costi
 - +/- Δ Investimenti
 - +/- Δ Capitale Circolante netto

 - differenziali calcolati a forfait (Split Analysis), si determinano in misura pari ai flussi complessivi diminuiti di una percentuale rappresentativa della porzione dei flussi complessivi non attribuibile all'Intangible Assets. La percentuale potrà essere calcolata su:
 - fatturato atteso
 - reddito operativo
 - flusso di cassa di gestione

 - differenziali virtuali (Royalty Rate Analysis), si determinano in misura pari ad una percentuale del fatturato eguagliata alla Royalty che il possessore dell'Intangible Asset percepirebbe da un licenziatario terzo e indipendente in caso di concessione della licenza per l'Intangible Asset.
- Metodo di mercato, per il quale il valore dell'Intangible Assets verrà espresso in funzione dei prezzi negoziati in operazioni relative a beni immateriali assimilabili a quello oggetto di valutazione oppure stimato sulla base di multipli di mercato relativi ad aziende quotate. Al fine di rendere sfruttabile tale metodo bisogna tener conto di alcune grandezze rilevanti:
- Campione di riferimento per i comparables (peer group)
 - Scelta del multiplo, che ricade spesso volte su Price/sales, ossia prezzo di mercato di un'azione/fatturato.

Il limite principale che rende tale metodologia non adatta alla valutazione di una start-up risiede nella considerazione di soli valori esistenti al momento della valutazione non prendendo in considerazione le potenzialità future dell'impresa.

2.1.2.2 Il metodo economico o reddituale

Metodo valutativo che desume il valore del capitale economico dell'azienda dal presunto

valore assegnato ai redditi attesi (O. Paganelli, 1990)¹²¹, tale metodo, in sostanza, calcola il capitale economico in funzione della capacità di reddito dell'impresa (G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, 2013). Il metodo, quindi, si basa sull'analisi dei flussi derivanti dai redditi futuri attesi nel periodo di riferimento che vengono attualizzati al tasso di riferimento stimato del capitale investito. Nella considerazione dei flussi si distinguono i metodi reddituali semplici/puri o complessi, entrambi nella loro accezione levered o unlevered, ossia netti o lordi. Il metodo reddituale semplice consta in una capitalizzazione del reddito medio futuro atteso prodotto dall'azienda ad un determinato tasso d'interesse. In particolare il parametro reddituale preso in considerazione dovrà essere unico, normale e costante nel tempo. I redditi presi in considerazione costituiranno una rendita illimitata di rata costante per cui il valore del terminal value a fonte di tale assunzione risulterà trascurabile. Per quanto riguarda il metodo, definito dalla dottrina, complesso, si stima il valore dell'azienda attraverso una serie di parametri reddituali normali attesi rilevati in maniera puntuale, determinati anno per anno con un orizzonte temporale che difficilmente supera i 10 anni. Tale metodo quindi si configurerà come una somma algebrica dei valori economici degli attivi operativi attualizzati per il costo medio ponderato del capitale, WACC, di un terminal value e del valore dei beni accessori. I flussi reddituali attesi potranno essere definiti inoltre attraverso diversi metodi:

- Risultati storici, si basano sull'ipotesi che il risultato atteso sia pari al reddito medio normale conseguito negli ultimi 3-5 anni. Non utilizzabile in caso di start-up.
- Proiezione dei risultati storici, stima dei redditi attesi sulla base dei trend dei risultati storici. Applicabile alle start-up esclusivamente in settori già maturi e stabili.
- Risultati programmati, si basa su previsioni dell'andamento economico futuro atteso dell'azienda tenuto conto dei vari budget annuali, piani pluriennali e business plan. Applicabile a start-up ben strutturate con una strategia ben definita.
- Innovazione, studiando l'andamento reddituale della gestione nell'ipotesi che si verifichino, in futuro, talune condizioni e innovazioni apparentemente solo pronosticabili al tempo della valutazione. Tale metodo dà luogo al reddito medio normale virtuale, che risulta necessario per la considerazione di aziende in fase di start-up, ma che al contempo perde il requisito di neutralità intrinseco al metodo reddituale.

Il metodo reddituale, nelle sue diverse definizioni, dunque considera i meri valori di bilancio anche se rettificati e normalizzati, prescindendo dalla loro manifestazione finanziaria. Questo tipo di analisi è utilizzabile nelle situazioni di stato stazionario dove è piuttosto agevole prevedere l'andamento futuro del reddito, per esempio sulla base di contratti predefiniti, risulta quindi difficilmente

¹²¹ O. Paganelli, Valutazione delle aziende, 1990.

considerabile come metodo di valutazione nel caso di imprese in fase di start-up.

2.1.2.3 Il metodo finanziario o DCF discounted cash flow

Secondo il metodo del Discount Cash Flow (DCF), il valore di un'impresa dipende dalla attitudine in prospettiva dell'impresa a generare flussi di cassa operativi (free cash flow) stabili, che offrano una congrua remunerazione del capitale investito¹²². Infatti, secondo la metodologia finanziaria, il valore del capitale economico di un'impresa è pari al valore dei flussi di cassa che si prevede la stessa potrà generare, attualizzati applicando un tasso di sconto che rifletta il profilo del rischio operativo-finanziario dell'investimento. Misurare una qualsiasi attività secondo un approccio finanziario non può prescindere da una puntuale stima dei flussi di cassa e del tasso di attualizzazione con cui scontare tali flussi. La formula per il calcolo del DCF è la seguente:

$$V = \sum CF/(1+r)^n$$

dove:

V = valore dell'impresa

CF = cash flow

r = tasso di attualizzazione

n = numero di periodi

Questo metodo di valutazione può essere applicato seguendo l'approccio asset side o l'approccio equity side. L'approccio asset side perviene a una determinazione del valore complessivo lordo dell'impresa (enterprise value) attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici che scaturiscono dal capitale complessivamente investito, sia a titolo di debito che a titolo di capitale. L'equity side attua una determinazione diretta del valore economico attribuibile al solo patrimonio netto (equity value), attraverso l'attualizzazione di flussi di cassa prospettici disponibili per coloro che hanno investito nell'impresa a titolo di capitale di rischio. Nell'approccio asset side i flussi monetari da attualizzare comprendono solo quelli prodotti dalla gestione operativa, escludendo eventuali oneri finanziari. Questi flussi di cassa, denominati unlevered cash flow o free cash flow to firm (FCFF), sono disponibili per l'impresa per remunerare il capitale complessivamente investito indipendentemente dalla fonte, sia esso capitale di terzi o di rischio. L'enterprise value consiste nella sommatoria dei free cash flow to firm attualizzati al costo medio ponderato del capitale investito o

¹²² www.borsaitaliana.it

Weighted Average Cost of Capital (WACC) che riflette il profilo di rischio operativo e finanziario dell'impresa. Il valore del patrimonio netto viene calcolato sottraendo dall'enterprise value così determinato il valore corrente della posizione finanziaria netta. Nell'approccio equity side i flussi di cassa prospettici da attualizzare sono al netto della gestione finanziaria (levered cash flow o free cash flow to equity, FCFE) e rappresentano le risorse finanziarie disponibili per remunerare solo il capitale di rischio. L'equity value si ottiene attualizzando i flussi di cassa al tasso di remunerazione atteso per gli investitori in capitale di rischio. Il tasso di attualizzazione rappresenta il costo del capitale di rischio calcolato, il più delle volte, attraverso il modello del Capital Asset Pricing Model (CAPM)¹²³. Le formule per calcolare l'enterprise value secondo l'approccio asset side e l'equity value con il procedimento equity side sono le seguenti:

Asset side:

$$W_A = \sum FCFE / (1+WACC)^n$$

Equity side:

$$W_E = \sum FCFE / (1+K_e)^n$$

dove:

W_A = valore economico del capitale complessivamente investito o enterprise value

W_E = valore del capitale economico dell'impresa o equity value

FCFF = free cash flow to firm

FCFE = free cash flow to equity

WACC = costo medio ponderato del capitale

K_e = costo opportunità del capitale proprio

n = numero di periodi in cui attualizzare i flussi.

Rispetto alla formula generale vista in precedenza, si trova come valore d'impresa V l'asset value nel caso dell'asset side o l'equity value nel caso dell'equity side. I flussi di cassa CF da attualizzare sono specificamente i flussi $FCFF$ per l'asset side e $FCFE$ per l'equity side. Il tasso di attualizzazione r è il tasso K_e per l'asset side e il tasso $WACC$ per l'equity side. La relazione che lega le due grandezze è la seguente:

$$W_A = W_e + PFN$$

dove:

¹²³ si veda R. Merton, 1973.

W_A = enterprise value

W_E = equity value

PFN = posizione finanziaria netta.

Il valore dell'enterprise value è dato dalla somma tra l'equity value e la posizione finanziaria netta, ossia l'indebitamento finanziario al netto della liquidità immediata, dei titoli facilmente negoziabili e di eventuali crediti finanziari, espressa a valori di mercato. I due approcci portano intuitivamente al medesimo risultato finale, sotto una serie di ipotesi e assunzioni, ma percorrendo strade diverse e utilizzando input diversi in termini di flussi e di tasso di sconto. Di norma l'obiettivo finale è la stima del valore dell'equity e in tal senso i due approcci descritti corrispondono alle seguenti due alternative:

- determinare l'enterprise value dell'impresa (W_A) e successivamente, sottraendo la posizione finanziaria netta, giungere all'equity value;
- determinare direttamente l'equity value.

I due approcci, entrambi utilizzati nella pratica manageriale, presentano differenti caratteristiche. L'approccio asset side è, in generale, più appropriato per la valutazione di imprese caratterizzate da una struttura del capitale con elevata incidenza del debito. L'approccio equity side risulta di più difficile impiego poiché per il suo calcolo è necessario stimare gli oneri finanziari per tutto l'orizzonte temporale di riferimento. Dal punto di vista dei flussi di cassa, i FCFE utilizzati nel caso di una valutazione asset side sono i flussi di cassa generati dalla gestione operativa, disponibili per la remunerazione di tutti i finanziatori (creditori e azionisti). Il procedimento per il calcolo dei FCFE è illustrato nella illustrazione seguente:

Calcolo del <i>FCFE</i>
EBITDA
± Δ Capitale Circolante
± Δ fondo TFR
- investimenti operativi
+ disinvestimenti operativi
- imposte teoriche sull'EBIT
= <i>FCFE</i>

Figura 1: Calcolo del FCFE

Nell'approccio equity side i flussi rilevanti sono invece i FCFE disponibili per gli azionisti, i quali scontano dunque anche la gestione finanziaria. Si determinano i FCFE in modo analogo, come

rappresentato dalla figura sottostante.

Calcolo del <i>FCFE</i>
EBITDA
± Δ Capitale Circolante
± Δ fondo TFR
- investimenti operativi
+ disinvestimenti operativi
- interessi passivi netti
- imposte sull'utile netto
± versamenti/rimborsi di capitale proprio
± variazione programmata dell'indebitamento
= <i>FCFE</i>

Figura 2: Calcolo del FCFE

Di norma, nella prassi, si predilige l'approccio asset side in quanto permette di semplificare la stima a livello operativo e di renderla spesso più credibile e realistica. Nell'approccio equity side, stimare i FCFE comporta infatti la precisa conoscenza dell'importo degli oneri finanziari relativi a ciascun anno di previsione, il che risulta spesso molto arduo, in funzione ad esempio della presenza di tassi d'interesse variabili. Dopo aver determinato i cash flow prospettici dell'impresa è necessario stimare un adeguato tasso al quale attualizzarli; esso corrisponde al costo del capitale per l'impresa ovvero, visto dal lato dei finanziatori, al rendimento giudicato accettabile in funzione del rischio sopportato. In particolare i finanziatori a titolo di capitale di debito richiederanno un certo rendimento, individuato con K_d , mentre i conferenti capitale di rischio si attenderanno dall'impresa un rendimento individuato con K_e . La diversa configurazione dei flussi di cassa nei due diversi approcci valutativi richiede altrettanti coerenti tassi di sconto. Se l'obiettivo della valutazione è la stima dell'enterprise value, come si è visto, i FCFE andranno attualizzati al WACC, il quale rappresenta il rendimento medio ponderato richiesto da tutti i finanziatori dell'impresa nel loro complesso (debitori e azionisti); esso viene determinato appunto come media tra K_d e K_e , ponderata in funzione del peso che capitale di debito e capitale di rischio hanno rispettivamente nella struttura finanziaria dell'impresa. Con riferimento all'approccio equity side, finalizzato alla stima diretta dell'equity value dell'impresa, i flussi da utilizzare nella formula del DCF sono i FCFE mentre il rispettivo tasso al quale attualizzarli è il costo del capitale di rischio (K_e) che esprime il rendimento atteso da parte degli azionisti. Relativamente alla modalità di determinazione del costo del debito, esso è dato dalla media dei tassi d'interesse applicati dai finanziatori a titolo di capitale di debito sulle diverse tipologie di

finanziamento. Esso può essere calcolato rapportando gli oneri finanziari ai debiti finanziari secondo quanto preventivato nel business plan dell'impresa. Il costo del capitale di rischio, K_e , viene usualmente calcolato utilizzando il modello base del Capital Asset Pricing Model (CAPM):

$$K_e = R_f + \beta^*(R_m - R_f)$$

dove:

R_f = risk free rate

β = coefficiente Beta, che misura il rischio sistematico della specifica impresa (rischio non diversificabile) in funzione della sensibilità del suo rendimento rispetto a quello dell'intero mercato

R_m = tasso di rendimento medio del mercato azionario

$R_m - R_f$ = market risk premium.

Il risk free rate indica il tasso di interesse dei titoli privi di rischio. Nella prassi in Italia si è soliti utilizzare il rendimento dei BTP decennali. Per quanto riguarda il tasso di rendimento medio del mercato azionario, esso rappresenta il tasso di rendimento medio calcolato su base storica del portafoglio di mercato. La differenza tra il tasso di rendimento medio del mercato azionario e il risk free rate è il market risk premium che esprime l'extra-rendimento che si ottiene investendo nel portafoglio di mercato. Infine, il coefficiente Beta rappresenta il rischio sistematico attribuibile alla singola impresa, non neutralizzabile attraverso la diversificazione di portafoglio; esso misura in particolare la reattività del rendimento della specifica impresa alle variazioni di rendimento del portafoglio di mercato. Le imprese maggiormente rischiose, ovvero caratterizzate da un rischio superiore a quello del mercato, presentano un Beta superiore all'unità, mentre quelle più difensive presentano valori al di sotto dell'unità. Infine, un'impresa caratterizzata da un Beta pari a 1 ha la stessa rischiosità del mercato. Il coefficiente Beta viene stimato e pubblicato periodicamente da numerose fonti con riferimento alle imprese quotate e anche a gruppi di imprese omogenee, con un orizzonte temporale medio di cinque anni, il che consente di neutralizzare parzialmente gli andamenti economici contingenti. Il presente lavoro, tuttavia, si occupa di start-up e dunque fa riferimento quasi sempre a imprese per le quali il coefficiente Beta non viene calcolato; è necessario pertanto selezionare un campione di imprese quotate il più possibile comparabili e paragonabili all'impresa valutata in quanto a settore di appartenenza, business, clienti, dimensioni, risorse, struttura organizzativa, profilo di rischio, ecc. Una volta selezionato il campione e identificati i rispettivi Beta levered, è necessario procedere con l'unlevering, al fine di scorporare la componente legata al rischio

finanziario e pervenire così agli Beta unlevered, espressione del solo rischio operativo. A questo punto si calcola il Beta unlevered medio del campione di riferimento che, alla luce della comparabilità del campione stesso con l'impresa valutata, ne approssima il rischio operativo. Infine, a tale coefficiente si applica il processo di re-levering al fine di tener conto del rischio relativo alla struttura finanziaria dell'impresa, ottenendo così il suo levered, il quale va inserito nella formula del CAPM per il calcolo del costo del capitale di rischio (Equazione di Hamada)¹²⁴. Per le start-up il tema del costo del capitale resta cruciale e verrà trattato ulteriormente in seguito. Tornando al metodo DCF è evidente che è impossibile effettuare una stima di tutti i flussi di cassa che l'impresa genererà dal momento della valutazione all'infinito; per questo motivo la valutazione viene scissa in due orizzonti temporali, da un lato il periodo corrispondente al piano industriale e dall'altro quello che va dalla fine del piano industriale all'infinito. Con riferimento all'orizzonte del piano industriale l'analista può procedere ad una stima analitica dei flussi di cassa sulla base del business plan aziendale: di norma il periodo di previsione analitica oscilla tra i 5 e i 7 anni, potendo arrivare in alcuni casi anche fino a 10 anni; altre volte l'analista procede infatti ad un'estensione delle proiezioni analitiche per alcuni anni oltre l'orizzonte del piano industriale. Per quanto riguarda, invece, il periodo successivo all'orizzonte del piano industriale, è inevitabile dover ricorrere ad una forte semplificazione, che consiste nell'assumere un flusso di cassa normalizzato di fine piano che l'impresa sarà in grado di generare da lì all'infinito; in ipotesi di steady state tale flusso perpetuo viene assunto costante, mentre in ipotesi di steady growth si assume che esso cresca all'infinito ad un tasso g costante. In questo modo il valore dell'impresa si compone di fatto di due distinte componenti: il valore dato dall'attualizzazione dei flussi di cassa relativi all'orizzonte di piano e il terminal value dell'impresa, ossia il suo valore a fine piano, determinato dal valore attuale della rendita perpetua dei flussi oltre l'orizzonte di previsione analitica. La formula del DCF a questo punto diventa:

$$V = \sum CF_t / (1+r)^n + TV / (1+r)^N$$

dove:

V = valore dell'impresa

CF_t = cash flow

r = tasso di attualizzazione

n = numero di periodi

N = numero di periodi perpetuo

¹²⁴ R. Hamada, The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks, 1972.

TV = terminal value

In ipotesi di steady state si avrà:

$$TV = CF_n / r$$

In ipotesi di steady growth si avrà invece:

$$TV = CF_n (1+g) / (r-g)$$

dove CF_n è il flusso di cassa opportunamente normalizzato a fine piano e g il tasso di crescita perpetuo dei flussi e dell'impresa. La stima del terminal value gioca un ruolo chiave nella valutazione, in quanto molto spesso assume un peso molto rilevante sul valore complessivo dell'impresa. Emerge un'importante criticità del metodo del DCF, rappresentata dal fatto che una parte importante del valore finale stimato è riconducibile ad ipotesi e assunzioni relative ad un orizzonte temporale futuro, con un basso grado di prevedibilità. Ciò dovrebbe indurre il valutatore ad utilizzare estrema prudenza nella stima di parametri quali il flusso normalizzato e l'eventuale tasso di crescita perpetuo: su un orizzonte temporale infinito anche piccole variazioni in tali input possono portare a rilevanti variazioni del terminal value e dunque del valore dell'impresa. Il flusso di cassa normalizzato di fine piano (CF_n) è quel flusso che l'impresa dovrebbe produrre in condizioni di stabilità (ossia in assenza di crescita) e normalità: di norma si ipotizza infatti che gli ammortamenti corrispondano agli investimenti di sostituzione necessari a conservare la capacità produttiva in essere e che la variazione del circolante sia nulla. Normalizzare il flusso di fine piano significa tuttavia anche depurarlo da eventuali anomalie temporanee e contingenti dovute ad esempio alla congiuntura economica o ad eventi straordinari. Il tasso di crescita g è dato dall'indice di redditività attesa dei nuovi investimenti (Roi o Roe a seconda che la valutazione sia rispettivamente asset side o equity side) moltiplicato per il tasso di reinvestimento dei flussi di cassa. In questo caso la stima del tasso g si fonda su risultati futuri attesi, tuttavia esso può essere alternativamente determinato sulla base della serie storica dei risultati dell'impresa, ipotizzando che nel futuro essa replichi l'andamento avuto nel passato. In ogni caso, tale stima risulta critica e presuppone la conoscenza approfondita da parte dell'analista di una serie di variabili relative all'impresa, al settore di appartenenza, al mercato nel suo complesso, all'andamento macroeconomico nazionale e internazionale. In uno scenario competitivo e in settori caratterizzati da relativa stabilità, la stima del tasso di crescita atteso può risultare più agevole, potendo fare riferimento all'andamento atteso della domanda nel lungo periodo in quello specifico settore e all'inflazione attesa; diversamente in contesti caratterizzati da un elevato grado di incertezza e instabilità, come ad esempio nei settori innovativi, per i quali non si è in possesso di significative

serie storiche, la stima del tasso di crescita si rivela più critica e maggiormente esposta ad errori di valutazione, anche rilevanti. Una regola prudenziale seguita in generale nella prassi prevede di attribuire al growth rate un valore in linea con le previsioni di crescita del PIL o del settore di riferimento nel lungo periodo (O. Paganelli). È importante sottolineare inoltre che, nell'ipotesi di crescita perpetua, il flusso normalizzato di fine piano si modifica rispetto all'ipotesi di perpetua costanza dei flussi. In particolare il circolante tenderà a crescere anch'esso al tasso g di pari passo con la crescita del fatturato e verosimilmente la crescita ipotizzata richiederà investimenti superiori a quelli di sostituzione per poter incrementare la capacità produttiva (A. Rappaport, 1987)¹²⁵. Risulta dunque evidente l'impatto che differenti assunzioni di base hanno sul processo di valutazione del terminal value e sulla stima finale del valore dell'impresa. Un'alternativa alla metodologia di calcolo del terminal value sopra esposta consiste nell'utilizzo di un multiplo, applicato alla relativa grandezza economica dell'impresa prevista a fine piano (Ebitda, Ebit, ecc.); in questo caso il terminal value si configura come un presunto valore di realizzo dell'impresa a fine piano. Come ultimo argomento di analisi del metodo DCF introduciamo l'indebitamento finanziario e le conseguenze che esso porta dal punto di vista teorico e pratico. Il richiamo all'indebitamento risulta necessario in virtù della deducibilità dal reddito imponibile degli interessi passivi e dei conseguenti risparmi d'imposta. Accenniamo a tre teorie differenti riguardanti indebitamento e valore:

- La legge della conservazione del valore, teorizzata da Modigliani-Miller¹²⁶, per la quale il valore economico del capitale aumenta in funzione del valore attuale dei risparmi d'imposta riferibili alla deducibilità degli oneri finanziari (c.d. Tax shield).
- Trade-off theory, che invece presuppone che un eccessivo indebitamento implichi una serie di oneri impliciti e non, che dovranno essere messi a sistema con i benefici legati ad un alto grado di indebitamento con la finalità di perseguire un punto di equilibrio in cui si massimizzi il valore d'impresa (M. Frank, V. Goyal, 2011)¹²⁷.
- Teoria dell'ordine di scelta, dove appare chiaro come il management cerchi di evitare che il mercato interpreti o possa interpretare le scelte finanziarie esclusivamente in chiave opportunistica, così che lasciano un ruolo marginale alla ricerca del beneficio fiscale e quindi all'indebitamento perché credono nell'ideologia che un'immagine sana porti ad un valore economico del capitale maggiore (E. Fama, K. French, 2002)¹²⁸.

¹²⁵ A. Rappaport, Discounted cash-flow valuation, 1987.

¹²⁶ F. Modigliani, M. Miller, *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, 1958.

¹²⁷ M. Frank, V. Goyal, Trade-off and Pecking Order Theories of Debt, 2011.

¹²⁸ E. Fama, K. French, *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt*, in *Review of Financial Studies*, 2002.

D'altronde in presenza di benefici fiscali può formalmente portare a due procedimenti diversi di rilevazione:

- Aggregato, ponendo in essere una valutazione implicita dei suddetti attraverso la rettifica del tasso che porterà ad individuare il rendimento minimo che giustifica l'investimento per l'azionista, in considerazione dell'entità dei flussi incrementali riferibili ai risparmi d'imposta.
- Disaggregato, definito anche Adjusted present value [APV], nella quale la valutazione dei benefici fiscali collegati alla deducibilità fiscale degli interessi passivi avviene in maniera separata e in un secondo momento aggiunti e sommati ai flussi di cassa.

L'Adjusted Present Value (APV) fu proposto inizialmente da Myers nel 1973, e in seguito ripreso da Lorenzo Peccati¹²⁹, docente di Matematica Finanziaria presso l'Università Bocconi, ed è una variante del DCF che si adatta particolarmente alla valutazione di operazioni caratterizzate da un ampio ricorso all'indebitamento e da una struttura finanziaria variabile di anno in anno; il caso tipico è rappresentato dalle operazioni di leveraged buy out. L'APV prevede la separata e analitica valorizzazione dei benefici fiscali del debito (tax shields), legati alla deducibilità degli interessi passivo. Nell'approccio classico del DCF, invece, come visto in precedenza, i benefici fiscali del debito sono inclusi implicitamente nella formula del WACC. Tuttavia, in caso di rilevanti variazioni della struttura finanziaria da un anno all'altro, una corretta e rigorosa applicazione del DCF richiederebbe la stima di un WACC diverso per ogni anno; per superare tale criticità si può ricorrere dunque alla separata valorizzazione dei benefici fiscali del debito. L'enterprise value è dato dalla somma di due valori: il valore dell'impresa unlevered, calcolato attualizzando gli FCFF non al WACC ma ad un tasso unlevered (che non tenga conto cioè dalla gestione finanziaria, ma solo di quella operativa, come se si trattasse di un'impresa non indebitata), e il valore attuale dei tax shields. La formula generale dell'APV è pertanto la seguente:

$$W_a = \sum \left[\frac{FCFF_t}{(1+K_{eu})^t} + \frac{TV_{unlevered}}{(1+K_{eu})^N} \right] + \sum \left[\frac{(D_t * K_d * \tau_c)}{(1+K_s)^t} + \frac{TV_{TS}}{(1+K_{TS})^N} \right]$$

dove:

$FCFF_t$ = free cash flow to firm

K_{eu} = costo del capitale di rischio dell'impresa non indebitata (unlevered)

K_d = costo del capitale di debito

¹²⁹ E. Castagnoli, L. Peccati, *Matematica in azienda 1*, 2006.

K_{TS} = tasso di attualizzazione dei benefici fiscali del debito (tax shields)

$TV_{unlevered}$ = terminal value al netto dei benefici fiscali del debito

TV_{TS} = terminal value dei benefici fiscali del debito.

D_t = capitale di debito

τ_c = aliquota d'imposta sul reddito d'impresa.

Con riferimento al tasso K_{eu} utilizzato nella formula, la sua relazione con il costo del capitale di rischio K_e di un'impresa indebitata è la seguente:

$$K_e = (K_{eu} + K_d) - [(1 - \tau_c) * (D/E)]$$

Il costo del capitale di rischio di un'impresa è dato dalla somma tra il costo del capitale di rischio dell'impresa non indebitata e il costo del capitale di debito, a cui si sottrae la percentuale di reddito non tassato moltiplicato per il rapporto tra debito ed equity. Valorizzando separatamente i benefici fiscali del debito, l'approccio APV, ha il pregio di mettere in evidenza in che modo differenti strutture finanziarie e strumenti di finanziamento impattano sull'impresa in termini di valore. Tuttavia, una forte criticità insita nell'applicazione di questa variante del DCF consiste nel fatto che essa presuppone la perfetta conoscenza del piano di ammortamento del debito. Infine il pregio dei metodi finanziari è quello di evidenziare la capacità dell'azienda, oggetto di stima, di mettere a disposizione degli investitori, i soli azionisti, nella valutazione equity side o levered, tutti i finanziatori, nella valutazione asset side o unlevered, quei flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e attività fisse necessari per garantire il perdurare della medesima in condizioni di economicità.

2.1.3 Metodi “diretti”

I metodi “diretti” di valutazione risultano forse meno corretti dei precedenti sul piano dottrinale, ma risultano essere molto utili a livello operativo dal momento che analizzano direttamente l'impresa sulla base di valori desumibili da indici di mercato o altri elementi, rilevabili al di fuori delle scritture contabili. Si definiscono metodi diretti quei metodi che fanno riferimento agli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende similari. Risulta evidente che ove un'azienda non abbia titoli quotati sul mercato, l'unica forma di valutazione che possa dirsi, in qualche misura, diretta è quella che si basa sui prezzi effettivamente pagati per aziende similari, in termini di settore e di grandezze economiche, ovvero il c.d. comparison approach to valuation, che presenta però formali limiti razionali legati all'unicum o “un'accadimento economico

a sè stante” (O.Paganelli, 1990) in cui avviene o si considera il trasferimento d’azienda. Anche in questo caso la descrizione è puramente funzionale ai fini della completezza espositiva del presente lavoro.

2.1.3.1 Metodo diretto in senso stretto

Rappresenta il metodo diretto per eccellenza, derivando il valore economico del capitale d’impresa da i prezzi espressi dal mercato. Per le aziende quotate (E. D’amico, E. Laghi, 1996)¹³⁰:

$$W = \sum_i P_i m_i \quad i \text{ (da 1 a n)}$$

- W= valore dell’impresa
- P= prezzo di mercato per azione della tipologia “i”
- m= Numero di azioni della tipologia “i”

Per le aziende quotate la facilità di applicazione di tale metodo è accompagnata, di contraltare, da una serie di assunzioni che ne rappresentano i limiti rispetto i requisiti di razionalità, neutralità e obiettività. Il tema si concentra principalmente sull’esistenza o meno di una significativa correlazione tra andamento economico dell’impresa con titoli quotati e i rispettivi prezzi azionari. Il prezzo di Borsa infatti è da intendersi come un punto di equilibrio in situazioni contingenti di domanda e offerta, soggetto ad inattese e sensibili fluttuazioni e sul quale si riversano gli approcci differenti degli azionisti che possono essere raggruppati in tre categorie¹³¹:

- Imprenditore, azionisti interessati al controllo e alla direzione dell’impresa.
- Risparmiatore, azionisti interessati alla massimizzazione al valore del dividendo di lungo periodo.
- Speculatore, azionisti che partecipano alla vita aziendale in maniera transitoria cercando di massimizzare il guadagno in conto capitale nel breve periodo.

Si associano a questi limiti anche alcune difficoltà applicative quali la scelta del “tipo” di prezzo tra

¹³⁰ E. Laghi, La stima del valore economico del capitale delle banche e nella dottrina e nella pratica dei paesi in lingua anglosassone, e in E. D’amico, E. Laghi, Le metodologie di stima del capitale economico delle aziende. Un raffronto tra la teoria e la prassi italiana e quella dei paesi di lingua anglosassone. Il caso delle banche, 1996.

¹³¹ www.borsaitaliana.it

le piazze diverse in cui può essere quotata un'impresa e l'arco temporale al quale riferirsi. Si precisa in proposito che il valore così ottenuto dovrebbe essere rettificato in minus al fine di tener conto del fatto che un'impresa non quotata è più difficilmente trasferibile sul mercato rispetto ad una quotata (c.d. marketability discount)¹³² e dovrebbe essere incrementato al fine di eliminare il c.d. effetto del minority interest discount che grava sulle quotazioni di mercato dei titoli ed è noto infatti come i prezzi di Borsa, in quanto relativi al trasferimento di quote di minoranza incorporano in sé uno sconto che deve essere eliminato quando si consideri il trasferimento di quote di controllo del capitale d'impresa. Per le aziende non quotate si prendono in considerazione i prezzi fatti in operazioni “straordinarie” che abbiano coinvolto imprese simili.

$$W = \frac{\sum_i W^s_i P_i}{\sum_i P_i}$$

W= valore dell'impresa

W^s= Valore economici attribuiti alle aziende prese a riferimento nel campione

P_i= Peso attribuito a ciascuna azienda per la valutazione.

Per questa tipologia di azienda l'unico riferimento si riscontra quindi nei prezzi effettivamente pagati per quote di aziende similari o per la stessa azienda in tempi precedenti, il c.d. e sopraccitato comparison approach to valuation

2.1.3.2 Il metodo diretto fondato su moltiplicatori empirici di mercato

È un metodo che si basa sull'eguaglianza tra il valore del capitale economico e il prodotto tra un moltiplicatore di mercato o di reddito e una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa. I metodi in parola si suddividono sulla base di criteri Equity approach to valuation e metodi fondanti sull'Entity approach to valuation (E. Laghi, 1996). Il primo approccio consiste in una stima diretta e in via immediata del valore del capitale proprio investito dagli azionisti (Equity), mentre il secondo lo stima indirettamente ossia per differenza tra il firm value ed il valore di mercato dei debiti finanziari. I due approcci differenti fanno sì che nella pratica si distinguano, innanzitutto, due

¹³² J.D. Emory, The value of marketability as illustrated in initial public offerings (IPO) of common stock (1985-1992).

categorie:

- equity side
- asset side

La distinzione dipende esclusivamente dal valore indicato a numeratore del multiplo. Nel primo caso (equity side) il numeratore è il prezzo di borsa delle azioni o la “capitalizzazione di borsa” cioè il valore corrente del capitale; si possono definire come multipli di capitale. Nel secondo caso (asset side) il numeratore è l’investimento nell’attivo lordo, di solito inteso come somma tra la capitalizzazione di borsa e il debito finanziario netto (in termini semplificati: Valore del capitale + Debiti - Liquidità). In questo secondo caso il numeratore, così definito, nell’uso internazionale si esprime con il simbolo EV (Enterprise Value). Questi multipli si possono indicare come multipli dell’attivo. I multipli si distinguono poi per le quantità espresse al denominatore: si tratta fondamentalmente o di misure di performance, cioè di risultato periodico, oppure di altre quantità sia contabili (per esempio, book value), sia di diversa natura. Se il denominatore esprime una performance, i risultati periodici assunti devono essere compatibili con il numeratore. Per i multipli equity side ciò significa che i risultati (utili netti, o margini operativi) vanno intesi “dopo” degli interessi passivi (levered); per i multipli asset side i risultati sono invece “prima” degli interessi passivi (unlevered). La metodologia quindi fonda la sua operatività sulla costruzione di una serie di rapporti tra gli effettivi prezzi dei titoli di società comparabili ed alcuni elementi contabili in modo da individuare la relazione che lega il valore delle imprese a specifiche variabili aziendali individuate come i value driver dell’impresa. Nel dettaglio, il metodo consiste nell’individuare il valore di un’impresa applicando dei moltiplicatori ad alcune sue grandezze di bilancio, quali in genere:

- Reddito netto (Earning ratio);
- Patrimonio contabile (Book Value);
- Margine Operativo Lordo (EBITDA);
- Risultato Operativo (EBIT).

Molti possono essere i tipi di multipli che si utilizzano per determinare il valore dell’azienda. Innanzitutto, la scelta dei coefficienti o ratio ricadrà su chi presenta o un coefficiente di variazione minore (E. D’Amico, 1995)¹³³, ossia il rapporto tra lo scarto quadratico medio dei moltiplicatori delle aziende del campione e la media dei ratios, o l’indice relativo di variabilità minore, ossia il rapporto tra lo scarto quadratico medio dei moltiplicatori e il prodotto tra la media

¹³³ E. D’Amico, La valutazione delle banche, 1995

dei ratios e la radice quadrata della numerosità del campione meno uno¹³⁴. Nella maggior parte dei casi i moltiplicatori dovranno subire correzioni e aggiustamenti per poter rendersi comparabili e scevri da qualsiasi forma di contaminazione. Dal punto di vista del denominatore le rettifiche daranno luogo al cosiddetto multiplo clean e verteranno su:

- normalizzazione della grandezza;
- omogeneizzazione dell'inflazione;
- neutralizzazione da fluttuazioni cicliche di breve periodo;
- neutralizzazione di politiche contabili.

I multipli equity side sono tipicamente consigliati:

- Nei settori a redditività consolidata, dove il divario fra redditività corrente di bilancio e risultati economici effettivi è contenuta;
- Nei settori in crescita, nella forma di multipli forward o di multipli di secondo livello, come il multiplo PEG (P/E-to-growth).

Il più noto dei moltiplicatori equity side è il classico P/E¹³⁵, al quale possono essere ricondotti tutti gli altri multipli dello stesso tipo. Esso impiega l'utile netto come misura della performance. Maggiore flessibilità e migliore confronto viene fornito dai moltiplicatori asset side. Tra i più utilizzati risulta il P/EBITDA che risulta particolarmente pratico in quanto difficilmente risulta negativo e quindi calcolabile per un numero di imprese superiore, non è condizionato da politiche di bilancio, può essere comparato anche in imprese con intensità di capitale e indebitamento differenti ed è un indicatore efficace di payback finanziario.

2.1.4 Limiti dei metodi di valutazione tradizionali

Le tradizionali metodologie di valutazione aziendale sopra elencate, risultano spesso inadeguate per fornire una corretta valutazione del valore potenziale di una start-up, come già anticipato nella parte introduttiva del presente capitolo. Concentrandosi sul metodo finanziario (generalmente preferito rispetto agli altri elencati), alle volte risulta difficoltoso e poco attendibile applicarlo alle start-up, poiché richiede la presenza di fattori che spesso risultano assenti nelle imprese in questione.

¹³⁴ ossia la media campionaria

¹³⁵ P/E= Pricing su earning ratio

In particolare si evidenziano:

- L'elevata incertezza che caratterizza per esempio le iniziative ad alto contenuto tecnologico (tipico di molte start-up), rende difficile la stima di costi, ricavi e investimenti. Quindi anche i flussi di cassa che ne derivano possono essere poco attendibili;
- Le tecniche utilizzate non sono abbastanza flessibili per valutare imprese che lo sono invece per loro natura;
- L'analisi dei flussi di cassa non riesce a scontare le opzioni future che l'azienda si troverà a valutare in virtù degli investimenti effettuati;
- Il metodo dei flussi di cassa scontati si applica con difficoltà in presenza di flussi negativi, caratteristici di iniziative come quelle in esame;
- Nella determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi di cassa con criteri tradizionali ci si trova a combattere notevoli difficoltà;
- La mancanza di dati storici cui fare riferimento crea, inoltre, difficoltà nella stima dei parametri di rischio, primo fra tutti il Beta azionario del modello del CAPM ed impedisce di calcolare alcune medie di lungo periodo da utilizzare come parametri di confronto. La mancata possibilità di fare riferimento all'esperienza storica, ovvero al track record, sulla cui base stimare il rischio ed il conseguente tasso di attualizzazione rendono difficoltoso il ricorso appunto al metodo finanziario. Nelle Startup i parametri stimabili si riferiscono a periodi brevi tanto da risultare poco attendibili.

Simili problemi si incontrano anche in fase di applicazione del metodo reddituale, in quanto la base di partenza è un risultato di esercizio, spesso negativo, se pur espresso in termini economici di reddito prospettico normalizzato e non di flussi monetari. Anche per quanto concerne i metodi "diretti" come per esempio quello per multipli, la quasi assenza di parametri normalizzati, rende difficilmente applicabile una serie di multipli tradizionali nel caso di aziende di recente costituzione. Per ultima l'assenza di società comparabili o la difficoltà nell'individuare, rende difficoltoso l'uso dei metodi di valutazione "diretti". Ne consegue, alla luce di queste considerazioni, che le tradizionali metodologie di valutazione devono essere applicate tenendo ben presente tutte queste considerazioni che caratterizzano le imprese nella loro fase iniziale. I modelli tradizionali, infatti, se adottati in un contesto di imprese in forte cambiamento e sviluppo non sempre sono in grado di cogliere anche gli elementi di matrice più qualitativa ed intangibile che impattano sul valore finale del capitale economico di un'impresa in fase di start-up.

2.2 Caratteristiche delle valutazioni di start-up

2.2.1 Finalità della valutazione

La valutazione di un'azienda risulta in un processo indirizzato alla stima del suo valore tramite l'utilizzo di uno o più metodi specifici. Nel processo valutativo, infatti, è necessario cercare degli elementi di calcolo capaci di sintetizzare l'essenza dell'impresa, le sue politiche e le sue strategie. A tale scopo esistono diversi metodi di valutazione atti ad analizzare e stimare le performance delle imprese e verificare che il valore risultante rispecchi il valore potenziale del business. Possiamo classificare le valutazioni in:

- Metodi di valutazione tradizionali, elencati nei paragrafi precedenti. Possiamo sostanzialmente distinguere in:
 - Metodi “diretti” o valutazioni assolute, in cui il valore economico viene individuato sulla scorta dei prezzi attribuiti dal mercato alle quote del capitale dell'azienda considerata o di comparables
 - Metodi “indiretti” o valutazioni relative, i quali si fondano su parametri aziendali interni e che possono avere diversa natura:
 - reddituale
 - finanziaria
 - patrimoniale
- Metodi di valutazione alternativi, in grado di cogliere anche elementi più qualitativi ed intangibili che impattano sul valore finale del capitale economico dell'impresa.

Valutare imprese in fase di start-up o comunque in stato embrionale, è ben diverso dal valutare imprese che hanno alle spalle una storia consolidata. Le difficoltà di stima del beta e dei tassi di sconto si aggiungono ad una serie di caratteristiche che le imprese presentano nei primi anni. Il cash-flow negativo è spesso una costante in imprese neonate, poiché gli investimenti e i costi precedono sistematicamente i ricavi. Da qui si deduce che per le imprese start-up, per definizione non si possono stimare gli utili futuri sulla base delle performance storiche. La conseguenza diretta di questa situazione è la quasi totale mancanza di dati passati sui quali basarsi per effettuare controlli e confronti per la determinazione della stima dei flussi di cassa. Infatti, nelle valutazioni, e più precisamente nelle previsioni, si utilizzano spesso volte dati degli anni più recenti per stimare in modo coerente i dati "forecast". In particolar modo, i parametri che di solito vengono stimati prendendo in considerazione anche la "storia" sono:

- Tassi di crescita del fatturato. Gli analisti misurano le stime di crescita delle vendite future sulla

base di previsioni coerenti con lo sviluppo del mercato, la forza competitiva dell'azienda facendo riferimento ai dati più recenti per confrontare e controllare la ragionevolezza delle loro previsioni.

- "Value Drivers". Fattori economici che variano proporzionalmente con il fatturato, come i costi variabili e il capitale circolante, stimati come costi variabili/fatturato e capitale circolante netto/fatturato e fattori che variano significativamente per salti dimensionali come gli investimenti e i costi fissi, che devono essere coerenti per sostenere la crescita prospettata.
- Parametri di rischio. Per la stima dei beta si utilizzano serie storiche in media di 5 anni di società comparabili e come requisito minimo per la stima richiedono almeno 2 anni passati. Quando invece l'impresa da valutare è unica nel suo genere o quando le altre imprese del business hanno caratteristiche differenti è molto più difficile utilizzare informazioni del settore per la valutazione. Questa mancanza di imprese simili comporta, oltre alla naturale difficoltà nel procedere a stime comparative, anche alla difficoltà nel procedere a valutazioni comparate al fine di controllare e verificare le stime eventualmente effettuate.

Per le aziende start-up, data la fisiologia dei risultati negativi nei primi anni di gestione, è fondamentale stimare per quanti anni tali perdite dovranno essere sostenute, elemento fondamentale è quello di stimare il periodo massimo entro il quale l'azienda diverrà cash-positive onde evitare crisi di liquidità (attraverso un'analisi di break-even-point). La valutazione di una start-up, quindi, deve essere in grado di soddisfare diverse esigenze comuni alla maggior parte delle imprese in questa fase. La spesso necessaria mancanza di liquidità e conseguente necessaria ricerca di investitori intercetta uno dei più importanti elementi che portano un'impresa a valutarsi. Nelle prime fasi di vita l'impresa, che ancora non esprime il proprio potenziale, deve necessariamente difendersi dal possibile assalto degli investitori che, dal canto loro, possono sfruttare la necessità di liquidità per avere un ritorno economico futuro molto elevato. Saper dare un valore alla propria "creatura" permette quindi di raggiungere un livello di consapevolezza tale da poter prendere decisione con maggior cognizione di causa e ottimizzare e massimizzare l'utilità aziendale. Quantificare la propria idea e la propria struttura organizzativa permette inoltre di avere una metrica capace di suggerire quali siano i pregi e i difetti del proprio business e migliorare sé stessi nel corso del tempo.

2.2.2 Il ruolo del tempo

La start-up, nel corso della sua evoluzione, ha la necessità di acquisire delle risorse finanziarie fondamentali per proseguire la sua crescita e la realizzazione dei targets prefissati. Gli steps che caratterizzano tale percorso e la tipologia delle necessità associate ad ogni situazione sono stato frutto

di numerosi studi e sono stati già trattati precedentemente¹³⁶. Quando la start-up ha successo nell'acquisire degli investimenti, essa modifica il suo percorso di sviluppo il che comporta l'espansione delle sue funzioni e l'implementazione di attività prima non realizzate. Queste aumenteranno di conseguenza la complessità della start-up. In particolare, il tempo risulta collegato con alcune tipologie di investitori, per esempio i venture capitalist si interessano a progetti d'investimento in determinate start-up solo in un loro stage più avanzato. Questo perché una più lunga permanenza della start-up nel mercato determina un'espansione nel numero delle sue attività implementate e della qualità delle stesse (R. Goldberg, 2012). Inoltre l'elevata qualità della proposta della start-up attrarrà l'interesse d'investimento del mercato in un lasso di tempo ridotto (D. Shepherd, R. Ettenson, A. Crouch, 2000)¹³⁷. Conseguentemente a quanto sopra illustrato, il tempo è un indicatore fondamentale per parametrare il livello di finanziamento ricevuto. In tale ottica, l'analisi degli investimenti ricevuti in funzione del tempo rappresenta la chiave di lettura del fenomeno ed in particolare per prevedere il possibile futuro di una start-up.

Tabella 3: Ciclo di vita e finanziatori

Fase del ciclo di vita	Dimensione finanziamento [€ milioni]	Investitore
Seed	< 0.5	Business angels
Start-up	1	Business angels/Venture capitalist
First stage	1-3	Venture capitalist
Second Stage	3-5	Venture capitalist
Third stage	5-10+	Venture capitalist/Finanziarie
Bridge loans	10+	Finanziarie

Fonte: elaborazione personale, 2018.

Un altro fattore da tener conto per quanto riguarda il tempo consiste nella valutazione del rischio percepito e le medie del ritorno sul costo del capitale sulla base della variabile tempo. Per chiarire il concetto ci aiuta la figura 6¹³⁸ che ci indica il costo del capitale medio richiesto dagli investitori in funzione della fase in cui si trova l'impresa:

Tabella 4 : Ciclo di vita e remunerazione capitale

Fase del ciclo di vita	Remunerazione del capitale

¹³⁶ si veda capitolo 1.2, Fasi del processo evolutivo.

¹³⁷ D. Shepherd, R. Ettenson, A. Crouch. "New venture strategy and profitability: a venture capitalist's assessment, 2000.

¹³⁸ www.pwc.it

Start-up	40-60%
First stage	30-50%
Second Stage	25-35%

Fonte: www.pwc.it

Il fattore tempo rappresenta inoltre la variabile indipendente rispetto al quale va effettuata l'analisi del fenomeno delle start-up in quanto incide positivamente sulla quantità totale di investimenti ricevuti dalla start-up. In conclusione di questa serie di considerazioni possiamo constatare, tenendo presenti le variabili del tempo e della qualità delle attività proposte dalla start-up, che la possibilità di acquisire degli investimenti da parte di una di esse sono funzione crescente sia dello scorrere del tempo dalla nascita della start-up sia della qualità delle effettive attività effettuate da essa. In particolare si può affermare che gli investimenti ricevuti da una start-up sono correlati positivamente con il tempo di esistenza della stessa per la qualità delle attività svolte dall'impresa. Nella valutazione di start-up, quindi tenendo in considerazione la tematica temporale appena illustrata, dovremmo presupporre un ambiente valutativo di ipotetica staticità che permetterà così di tenere fisse determinati variabili altrimenti non valutabili o valutabili in maniera complessa che potrebbero determinare una eccessiva variabilità del risultato.

2.2.3 L'idea e il bisogno sottostante

L'oggetto della business idea dell'attività di una start-up consiste in un problema deficitariamente risolto che coinvolge una pluralità di soggetti. La problematica è sempre connessa alla dimensione del potenziale mercato dei consumatori interessati alla proposta innovativa della start-up. Questa consiste in una modalità innovativa di svolgimento di una attività o nella creazione di un prodotto nuovo o in un approccio al mercato realizzato in maniera differente rispetto allo status quo (E. Kleinschmidt, R. Cooper, 1991)¹³⁹. Tali soluzioni innovative si riferiscono ad un mercato preesistente e/o ad uno potenziale che potrebbe aprirsi grazie alla proposta innovativa della start-up. In tale discorso si inserisce lo studio e la famosa tassonomia di Freeman e Perez (1988)¹⁴⁰, che ci permette di descrivere l'impatto delle diverse innovazioni nel mercato. Essa ci da quattro possibilità rispetto al grado e l'intensità dell'innovazione introdotta crescenti nell'impatto sul sistema

¹³⁹ E. Kleinschmidt, R. Cooper, The impact of product innovativeness on performance, 1991.

¹⁴⁰ C. Bussolati, F. Malerba, S. Torrisi, L'evoluzione del sistema industriale italiano e l'alta tecnologia, 1995.

economico.

- Innovazioni incrementali, si caratterizzano nelle attività industriale o di servizio, sia a livello di prodotto che di processo di produzione, variando logicamente a seconda del paese e della tipologia di industria. Gli elementi di push su questo tipo di innovazione sono costituiti da una combinazione di fattori socioculturali, opportunità e traiettorie tecnologiche e pressione della domanda. Questo tipo di innovazione si sviluppa a partire da un approccio learning by doing o learning by using, cioè non attraverso un preciso e programmato percorso di ricerca, ma attraverso un insieme di invenzioni e miglioramenti minimi frutto del fare di coloro che sono impegnati direttamente nel processo produttivo o di un feedback che si sviluppa tra il produttore e colui che usa il prodotto o il servizio.
- Innovazioni radicali, sono processi di cambiamento tecnologico definiti puntuali e discontinui che solitamente sono frutto di un processo deliberato di ricerca e sviluppo da parte imprese, istituzioni, centri di ricerca. Di solito non presentano aspetti di continuità con il processo innovativo di tipo incrementale e rappresentano il frutto di una combinazione di fattori di prodotto, di processo e anche di tipo organizzativo.
- Nuovi sistemi tecnologici, consistono in cambiamenti a lunga portata del sistema tecnologico ed economico, dando origine, a volte, a interi nuovi settori di sviluppo. Sono frutto di un melting pot di fattori (economici, tecnologici, sociali, istituzionali, culturali) che portano a cambiamenti che si diffondono su larga scala coinvolgendo una serie di attori (imprese, attori, istituzioni). Fondamentalmente per nuovi sistemi tecnologici si intende un insieme di innovazioni incrementali e di innovazioni radicali che influenzano un intero settore dell'economia (IC, digitale, etc).
- Nuovi paradigmi tecnologici, in questa fattispecie quando importanti cambiamenti, come quelli descritti prima, si succedono in svariati sistemi tecnici collegandosi e sfruttando un effetto sinergico, essi possono creare quella che una certa storiografia ha definito come una rivoluzione tecnologica. L'aspetto che la differenzia dal cambiamento nel sistema tecnologico è la caratteristica pervasività intersistemica del cambiamento che genera una nuova serie di prodotti, servizi, sistemi e industrie nel suo dominio, esso cioè interessa tutte le attività economiche o tecnologiche, quindi anche sociali e culturali, divenendo in sostanza una sorta di meta-paradigma. I nuovi paradigmi economici si possono considerare insieme di nuovi sistemi tecnologici che estendono la loro influenza a tutto il sistema economico e che hanno forti ripercussioni anche sulla sfera sociale e istituzionale. Il passaggio da un paradigma tecnologico al successivo genera modifiche a livello di:
 - Impresa: nuovo modo di organizzazione della struttura dell'impresa.

- Forza lavoro: vengono richieste qualifiche diverse ai lavoratori
- Prodotti: si crea un nuovo mix di prodotti
- Nuovi paesi leader: si crea una nuova divisione internazionale
- Infrastrutture e struttura del mercato

Pertanto la qualità della proposta della start-up, sotto il profilo del “bisogno da soddisfare”, va valutata su una stima dei potenziali utenti della start-up potenzialmente attratti dal servizio/prodotto offerto e sull’impatto che essa riesce ad avere sul tessuto economico nazionale ed internazionale. Per avere una conferma di tali stime è necessario effettuare, durante lo sviluppo del servizio/prodotto, ricerche di mercato che confermino o non tale interesse ed impatto. Inoltre, queste ricerche servono e devono esplorare se la value proposition della start-up è allineata alle richieste dei clienti (C. Mason, M. Stark, 2004)¹⁴¹. La conclusione di tale indagine esplorativa è rilevante per la previsione di successo della start-up, infatti maggiore numero di potenziali utenti vengono identificati più ampio interesse ed una più intensa attrazione, verrà presentata dagli investitori. Si può terminare e sintetizzare che maggiore è il numero di potenziali utenti che il servizio o il prodotto della start-up è in grado di conquistare, maggiore è l’interesse che gli investitori attribuiscono alla start-up.

2.2.4 Il ruolo del capitale umano

La creazione e lo sviluppo di una start-up, nei suoi primi momenti di vita, è connessa principalmente al lavoro che viene svolto dai founders della stessa. Infatti, lo sviluppo dei primi business plan e dei primi modelli di business è implementato spesso dai fondatori del progetto che, attraverso di essi, stabiliscono un primo contatto con il mercato. Da diversi studi emerge il ruolo critico della composizione del team dei founder nella possibilità di acquisire degli investimenti (Myzuka, L. Benoit, 1996)¹⁴². In particolare in seguito ad un’analisi sui criteri usati da alcuni venture capitalist statunitensi nella selezione degli investimenti, si può affermare che è necessaria la realizzazione di un team bilanciato, ovvero eterogeneo nella sua composizione (I. Vanaelst, 2006)¹⁴³. Il carattere di eterogeneità deve essere contenuto entro limiti numerici, il cui massimo è stabilito nel valore di sette (B. Clarysse, N. Moray, 2004)¹⁴⁴. L’eterogeneità richiesta dagli investitori, esclude che

¹⁴¹ C. Mason, M. Stark, What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels, 2004.

¹⁴² Muzyka, L. Benoit, Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists, 1996.

¹⁴³ I. Vanaelst, Entrepreneurial team development in academic spinouts: An examination of team heterogeneity. Entrepreneurship Theory and Practice, 2006.

¹⁴⁴ B. Clarysse, N. Moray, A process study of entrepreneurial team formation: the case of a research-based spin-off, 2004.

quest'ultimi preferiscano degli imprenditori che da soli sviluppino la propria start-up. Tale dato ci è confermato anche dallo scarso numero di start-up di questo genere, rinvenute dallo studio di "Mind the Bridge" (2012) su un campione italiano. Un'altra caratteristica è la conoscenza che i founder hanno del mercato in cui essi si trovano e di come questo si evolve. La loro esperienza risulta fondamentale sia da un punto di vista lavorativo che accademico. Maggiori possibilità di successo infatti vengono affidate alle start-up caratterizzate da founder con un vastissimo know-how in un determinato settore date le loro passate esperienze. È stato anche riscontrato che è più facile attrarre investitori quando i fondatori della start-up hanno già avuto esperienze nella costituzione di altre start-up di successo (B. Clarysse, N. Moray, 2004). Infine un altro aspetto che gli investitori apprezzano particolarmente è lo sforzo effettuato dai fondatori della start-up giornalmente, fattore che sottintende la bontà e la capacità dei founder per la propria creatura (A. Coppola, 2014)¹⁴⁵. Per tanto se le caratteristiche del team dei founder di una start-up sono di alta qualità, ossia presentano un ampio background accademico e lavorativo nel settore in cui essa opera e nelle start-up in generale, una buona eterogeneità e un impegno costante nello sviluppo dell'impresa, l'interesse da parte degli investitori nella start-up cresce. Nella valutazione aziendale tale aspetto risulta fondamentale e sarà oggetto di analisi nel capitolo 3 di questo elaborato, in quanto le dinamiche sulle qualità umane presenti in una start-up sono tra gli aspetti critici da intercettare per una buona e completa valutazione di tutti gli aspetti della neonata impresa.

2.2.5 Caratteristiche del servizio/prodotto

Il servizio/prodotto che una start-up offre al mercato è la conclusione e la finalità ultima del percorso iniziato dagli imprenditori. Seguendo un filone di ricerca (T. Tyebiee, A. Bruno, 1984; E. Klimeschmidt, R. Cooper, 1987; P. Gompers, 2002)¹⁴⁶, confermato anche dalla Legge Italiana che regola le start-up (n.221/2012), l'innovatività che una start-up riesce ad introdurre sul mercato è un valore aggiunto che gli investitori considerano positivamente nella selezione dell'investimento. Tale situazione è confermata anche dagli "investment focus" di molti incubatori, che individuano nell'innovatività dei progetti una prerogativa fondamentale da soddisfare per entrare nei loro processi di incubazione. Inoltre l'innovazione introdotta da un nuovo servizio/prodotto permette di raggiungere un vantaggio rispetto agli altri prodotti già presenti sul mercato (E. Klimeschmidt, R. Cooper, 1987). Oltre l'innovatività, anche la completezza del servizio/prodotto (C. Mason, M. Stark,

¹⁴⁵ A. Coppola, "Workshop: understanding investors", presso i-lab, LUISS (2014).

¹⁴⁶ P. Gompers, Corporations and the financing of innovation: the corporate venturing experience, 2002.

2004; A. Conti, M. Thursby, F. Rothaermel, 2013)¹⁴⁷ e il suo potenziale sviluppo, inteso come servizi/prodotti complementari introducibili sul mercato, sono elementi non trascurabili per esprimere una valutazione completa (D. Shepherd, R. Ettenson, A. Crouch, 2000; A. Maxwell, J. Scott, M. Lévesque, 2011)¹⁴⁸. Questa affermazione è confermata dalla possibilità di allargare in un secondo momento il vantaggio competitivo già acquisito dalla start-up grazie alla sua innovatività iniziale. Questo vantaggio in alcuni casi, può comportare anche un innalzamento delle barriere all'ingresso per nuovi incumbent, determinando un ulteriore valore per la start-up (H. Landstrom, 1998)¹⁴⁹. Le caratteristiche del servizio/prodotto che sono state prese in esame in questo contesto risultano essere le fondamenta per incontrare l'interesse degli investitori e quindi raggiungere una crescita importante negli sviluppi futuri.

2.2.6 Modello di Business

Il modello di business di una start-up rappresenta le logiche secondo le quali i founders e quindi la start-up, vogliono creare, distribuire e raccogliere valore. In altre parole, è l'insieme delle soluzioni organizzative e strategiche attraverso le quali l'impresa acquisisce vantaggio competitivo. Nel caso di una start-up l'elemento più importante del proprio modello di business rispecchia il potenziale di crescita che l'impresa presenta. La scalabilità è un fattore ricercato da ogni tipologia di investitore nei progetti finanziabili e finanziati. In assenza di tale parametro, all'interno del proprio time horizon di riferimento, l'investitore molto probabilmente rifiuterà di investire in tale progetto. (A. Maxwell, J. Scott, M. Lévesque, 2011)¹⁵⁰. La scalabilità associata al modello di business è valutata non solo relativamente al mercato attuale, cioè il mercato in cui l'impresa lavora ed è presente in quel momento, ma anche rispetto agli altri mercati correlati e interessanti per il futuro (A. Coppola, 2014). Tuttavia se il business model della start-up ha un elevato potenziale di crescita esso comporterà anche un alto rischio per lo sviluppo della start-up stessa. Tale rischio è relativo alle caratteristiche del mercato in cui opera la start-up (Wright e Robbie, 1998)¹⁵¹. Per mercati infatti con caratteristiche strutturali complessi i piani di sviluppo progettati dalla start-up possono rendere tale realtà ancor più

¹⁴⁷ A. Conti, M. Thursby, F. Rothaermel, Show Me the Right Stuff: Signals for High-Tech Startups. *Journal of Economics & Management Strategy*, 2013.

¹⁴⁸ A. Maxwell, J. Scott, M. Lévesque, Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing*, 2011.
D. Shepherd, R. Ettenson, A. Crouch, New venture strategy and profitability: a venture capitalist's assessment. *Journal of Business Venturing*, 2000.

¹⁴⁹ H. Landström, Informal investors as entrepreneurs, 1998.

¹⁵⁰ A. Maxwell, J. Scott, M. Lévesque, Business angel early-stage decision making. *Journal of Business Venturing*, 2011

¹⁵¹ M. Wright, K. Robbie, Venture capital and private equity: a review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1998

complessa da decifrare, aumentando il rischio intrinseco dell'investimento. Inoltre i cambiamenti correlati all'elevata obsolescenza tecnologica possono modificare in tempi assai ristretti il mercato di riferimento portando ad una potenziale perdita di coerenza del business model sviluppato dall'impresa con le caratteristiche del mercato target. In altre parole la sfida del management della start-up, identificato spesso nei founders, sarà quella di far sì che il piano di entrata nel proprio mercato di riferimento e lo sviluppo di una posizione in esso, attraverso un piano di marketing e di distribuzione, sia il più realistico possibile e che esso sia poi effettivamente implementabile. Riepilogando quindi il modello di business è lo strumento mediante il quale concettualmente si organizza l'attività aziendale per creare valore. Per definire il proprio modello è necessario rispondere a una serie di domande:

- Cosa produrre e come farlo?
- A quale target di clientela rivolgersi?
- Quali risorse utilizzare?
- Quali fornitori?
- Quali forme di investimento e in quale misura?

Dai quesiti posti è intuitivo comprendere che non esiste un business model standard che possa andare bene per tutte le aziende, ogni impresa deve definire il proprio secondo la propria idea imprenditoriale e le risorse, economiche e non, che ha a disposizione. Uno strumento che può essere d'aiuto in questo step essenziale è il Business Model Canvas (A. Osterwalder, Y. Pigneur, A. Smith, 2010)¹⁵². In sostanza, si tratta di un ausilio grafico per mappare i processi e la strategia aziendale che si intende attuare, rendendone più fluide ed immediate la definizione e l'esposizione a potenziali investitori. Il business model di un'organizzazione, che sia un'azienda matura o una start-up, può essere descritto con 9 elementi di base:

- Customer Segments o Segmenti di Clientela, descrive le classi di persone e le organizzazioni a cui l'azienda si rivolge. Un segmento di clientela può essere definito attraverso dati demografici (età, etnia, sesso, etc), o in relazione a fattori psicografici come abitudini di consumo, bisogni e interessi comuni. La profilazione è un elemento chiave per pianificare l'analisi di mercato e, di conseguenza, per mettere a segno un business plan vincente.
- Value Proposition, ovvero il valore dei prodotti o servizi offerto per ogni segmento, è la promessa realistica riguardo il valore dei prodotti e servizi, sulla base dei benefici tangibili per un determinato segmento di clienti. In breve, è la motivazione per cui il target dovrebbe preferire

¹⁵² A. Osterwalder, Y. Pigneur, A. Smith, Business Model Generation, 2010.

l'azienda rispetto alla concorrenza e, pertanto, ne determina la stessa forza di vendita. Non vi è un modo univoco per creare una buona proposta di valore. Può trattarsi di un'innovazione, ossia di offrire ai clienti qualcosa di rivoluzionario, di un abbassamento di prezzo che determini un risparmio economico, oppure del miglioramento del design e delle performance di un prodotto. In ogni caso, è il cliente il vero protagonista, insieme al suo benessere e alla soddisfazione delle sue esigenze funzionali, emotive e sociali.

- **Channels**, ossia i canali attraverso i quali raggiungere il cliente, stanno ad indicare l'insieme dei mezzi con cui la proposta di valore raggiunge il cliente, nelle fasi di comunicazione, distribuzione e vendita. Nel concreto, l'azienda sfrutta i canali per informare i potenziali acquirenti dell'esistenza e del valore dei suoi prodotti, per renderli accessibili e permetterne l'acquisto e per garantire un'adeguata assistenza post-vendita. I canali possono essere diretti, ossia di proprietà dell'azienda, oppure indiretti (ad esempio, distributori ufficiali e negozi partner).
- **Customer Relationships**, le relazioni che si instaurano con il cliente, definiscono il tipo di relazioni che l'azienda instaura con la sua clientela. Questa forma comunicativa aiuta l'impresa ad acquisire nuovi clienti e a fidelizzare quelli già esistenti, ed è quindi parte essenziale di un business plan che funziona. Interrogarsi sull'interazione con il proprio target aiuta a chiarire quale tipo di relazione si sta costruendo, a supportare l'esperienza del cliente e a rafforzare l'immagine dell'impresa sul mercato.
- **Revenue Streams**, i ricavi generati, descrive gli incassi che l'azienda ottiene dalla vendita di prodotti o servizi a un determinato segmento di clientela. Le variabili da considerare sono i prezzi (fissi o dinamici) e le modalità di pagamento, due aspetti fondamentali per rendere il modello di business sostenibile. I flussi di ricavi possono essere di diversa natura ed essere generati da fonti altrettanto varie: dalla vendita di prodotti fisici al compenso di un canone d'uso, dalla cessione di una licenza alle commissioni di intermediazione. In questa fase, è possibile identificare il sistema di pagamento preferito dai clienti, così come il valore aggiunto per il quale il target è disposto a pagare.
- **Key Resources**, le risorse chiave dell'azienda, sono tutte le risorse chiave di cui un'impresa deve disporre per far funzionare il proprio business. A formare il bagaglio degli assets strategici concorrono le risorse umane (forza lavoro), fisiche (punti vendita, impianti, macchinari), intellettuali (software, licenze d'uso, diritti d'autore) e finanziarie (prestiti, linee di credito, denaro contante). Lo scopo è quello di individuare le risorse più efficaci nella creazione di una specifica proposta di valore per un determinato segmento di clienti.
- **Key Activities**, comprende tutte le attività necessarie per la creazione di una proposta di valore. A queste, si affiancano i processi più efficienti per raggiungere il target, mantenere le relazioni

con i clienti e, ovviamente, generare ricavi. Le attività chiave possono essere distinte in tre tipologie: produttive, di problem solving, di manutenzione o sviluppo.

- **Key Partners**, le alleanze strategiche. A popolare il blocco dei Key Partners è la rete di fornitori e partners con cui l'azienda collabora per creare valore da offrire al cliente. Un'impresa, infatti, non è una struttura autosufficiente, quanto piuttosto un sistema che agisce all'interno di un contesto più ampio, supportato da attori esterni. Stringere alleanze strategiche risponde alle necessità aziendali di ridurre i costi, diminuire i rischi della concorrenza e acquisire particolari risorse ed attività.
- **Cost Structure**, definisce i costi fissi e variabili che l'azienda deve sostenere per le risorse, le attività e i partner chiave. Per alcuni tipi di attività, contenere le spese diventa un aspetto centrale, soprattutto se fra gli obiettivi del business plan vi è quello di mantenere i propri prezzi competitivi. Nell'analisi della struttura dei costi, rientrano quelli fissi (ad esempio, affitti e stipendi) e quelli variabili, ovvero dipendenti dal volume di beni e servizi prodotti. In ogni caso, l'obiettivo centrale è quello di assicurarsi che i flussi di ricavi superino le spese: solo così l'attività può dirsi effettivamente sostenibile.

Per una start-up è fondamentale riuscire ad ottenere il consenso dei finanziatori e se il business plan assolve il suo compito nel mostrare l'analisi economico-finanziaria, poter avvalersi di uno strumento di supporto che permetta di esporre in modo chiaro la strategia è sicuramente più proficuo. Come si è anticipato poc'anzi, non esiste un unico modello di business che funziona per tutte le aziende. I modelli possono discostarsi di molto non solo in relazione all'ambito settoriale ma anche all'interno del medesimo settore. Il modello di business di una azienda ci permette dunque di conoscere le sue caratteristiche peculiari, il suo fine e il tipo di strategia che intende intraprendere per perseguirlo, avendo modo di valutare se si tratta di una strategia che può funzionare oppure se si corre il rischio che sia fallimentare.

2.2.7 Il settore di riferimento

Un altro fattore di elevata importanza della start-up per gli investitori, nella loro valutazione, è il settore di riferimento in cui essa si colloca. In particolare una parte degli studiosi afferma che l'interesse degli investitori verso una start-up aumenta se il mercato in cui essa opera è il più ampio possibile, mostra un trend orientato alla crescita e permette un facile contatto con il cliente finale (A. Maxwell, J. Scott, M. Lévesque, 2011). Un altro aspetto considerato nella valutazione del settore di riferimento è il grado di competitività che lo contraddistingue, in particolare è importante capire per

l'investitore, qual è la concentrazione e l'importanza dei competitor della start-up. Esiste infatti una relazione positiva tra la scarsa competizione in un settore, ossia la mancanza di un competitor molto potente e riconosciuto come tale dai clienti finali sul mercato o l'assenza di molti competitor da un lato e la possibilità di ricevere un maggiore interesse da parte degli investitori dall'altro (A. Maxwell, J. Scott, M. Lévesque, 2011). L'analisi appena sviluppata ci porta alla luce un'altra notevole differenza tra la natura della start-up che suddividerà questo mondo in startup c.d. "creative" e in startup definite "imitative". Le prime presenteranno un alto grado di innovatività e affronteranno ambienti dove spesso si troveranno ad essere first mover. Tale situazione porterà a vantaggi quali:

- Brand loyalty e leadership tecnologica, permettendo all'impresa di modellare le aspettative del cliente riguardo alle caratteristiche, al prezzo e alla forma della nuova tecnologia per fare in modo che una volta che entreranno nel mercato imprese concorrenti sia già avvenuto il consolidamento di particolari esigenze e di bisogni specifici del cliente. Qualora una determinata tecnologia risulti difficile da imitare il fatto che l'impresa sia leader tecnologico permette ad essa di operare in un regime di monopolio che può essere sostenibile nel tempo. Anche se le caratteristiche della nuova tecnologia dovessero essere imitabili o facilmente riproducibili comunque il first mover ha l'opportunità di costruire una relazione di fiducia (brand loyalty appunto) con il cliente prima che i concorrenti entrino nel mercato.
- Diritto di opzione su risorse scarse, quali: materie prime, concessioni governative, localizzazione strategica, rapporti privilegiati con i fornitori o accesso facilitato ai canali di distribuzione.
- Sfruttamento degli switching cost dell'acquirente, corrispondente al meccanismo per cui quando un cliente decide di adottare una determinata tecnologia o acquista un bene passare ad altro provoca dei costi per lui. Tali costi sono tanto più elevati quanto più il prodotto risulta essere complesso e quindi per acquisire familiarità nel suo utilizzo il cliente dovrà impegnare una parte del suo tempo. Tale investimento di tempo è in grado di scoraggiare il potenziale acquirente dal passaggio a un prodotto alternativo. Proprio in funzione degli switching cost, l'impresa, che riesce a conquistare i clienti in una fase iniziale del ciclo di vita del mercato ha un'elevata probabilità di conservarli anche se in futuro verranno introdotte nuove tecnologie con un valore superiore (caso Qwerty)¹⁵³.
- Vantaggi dei rendimenti crescenti, legata fortemente alla definizione del timing degli investimenti per lo sviluppo di una nuova tecnologia può essere parte fondamentale della probabilità di successo, in particolare se si fa riferimento ad un settore dove persistono

¹⁵³ Approfondimento M. Leone, Materiale didattico, 2017.

pressioni competitive che spingono per l'adozione di un progetto dominante. Per esempio, nei settori per il quale sussistono rendimenti crescenti da adozione del prodotto, l'entrata anticipata nel mercato può mettere il first mover nella condizione di avere notevoli vantaggi, considerando che la tecnologia che viene adottata in una fase iniziale del ciclo di mercato può avere un feedback sufficientemente positivo da affermarsi come dominante.

2.2.8 Il network

Il network di una start-up è un fattore che ha un effetto rilevante sullo sviluppo di quest'ultima e, come di seguito discusso, la sua "ampiezza" può aumentare le possibilità di raggiungere dei risultati da parte dell'impresa. Anche per questo il ruolo di incubatori, business angels e venture capitalist non è paragonabile ad un investimento da parte di un investitore esclusivamente finanziario, in quanto essi permettono di sviluppare un ampio network alle proprie start-up concedendo ad esse di creare un maggior valore grazie proprio alla rete di contatti messa loro a disposizione (F. Lazzeri, 2010)¹⁵⁴. In una fase di start-up diventa fondamentale avere la possibilità di entrare in contatto con professionisti con una funzione di mentor per la stessa, che siano in grado di migliorare la loro value proposition e modello di business, di accrescere la propria reputazione, visibilità ed immagine amplificando così il contatto con un numero maggiore di investitori e di clienti finali (C. Boschetti, A. Grandi, R. Grimaldi, 2011)¹⁵⁵. Tuttavia la possibilità di creare un network a supporto di una start-up non è collegato solo dall'eventualità di usufruire dei servizi a sostegno ma anche dalla pregressa esperienza dei fondatori della start-up, la possibilità di attrarre con maggior probabilità di successo l'interesse degli investitori (D. Shepherd, R. Ettenson, A. Crouch, 2000). A tal proposito gli investitori sono più attratti da chi ha una maggiore esperienza passata sia nel settore in cui la start-up si colloca sia nel mondo delle start-up in generale, indicandoci che è possibile costruire un ampio network anche dal punto di vista personale. Pertanto la possibilità di relazionarsi anche solo con alcuni tra incubatori, business angels o venture capitalist offre l'opportunità di presentare la propria idea anche ad una rete molto più ampia di investitori.

2.2.9 La comunicazione verso l'esterno

La start-up nel corso della sua evoluzione ha la necessità di relazionarsi con molti stakeholder

¹⁵⁴ F. Lazzeri, Il ruolo degli incubatori d'impresa, 2010.

¹⁵⁵ C. Boschetti, A. Grandi, R. Grimaldi, Risorse, competenze e incubatori di impresa, 2011.

esterni. Tale connessione deve crescere parallelamente alla sua evoluzione. I soggetti con cui la start-up deve comunicare sono di diverso tipo e variano dai clienti alle diverse tipologie di investitori. Il rapporto che viene sviluppato con i clienti finali può essere veicolato su strumenti come il sito istituzionale della start-up e i social media (L. Bollen, H. Hassink, G. Bozic, 2008; L. Thompson, 2013)¹⁵⁶, attraverso i quali si riesce anche ad ottenere un aggiornamento sull'evoluzione della start-up nonché sulle caratteristiche servizio/prodotto offerto sviluppando così anche un tipo di comunicazione definita "intangibile" (B. Lev, 2004)¹⁵⁷. La relazione iniziale tra start-up ed investitori è volta ad attrarre quest'ultimi per "strappare" un investimento. Successivamente siglato un deal tra le parti, questa relazione iniziale si trasforma in un rapporto di più ampio respiro dove entrambe le parti troveranno indispensabile tale rapporto comunicativo al fine di ridurre i rischi associati al rapporto principal-agent e curare i rapporti tra le parti al fine di sviluppare un maggior valore aggiunto finale. Gli strumenti solitamente utilizzati dagli startupper per relazionarsi con gli investitori, nella fase iniziale del rapporto, sono dei pitch, ossia brevi presentazioni caratterizzate da una estrema sintesi e dall'aspetto "accattivante" rispetto alle peculiarità caratterizzanti dell'investitore stesso. Le presentazioni, che assomileranno alcuni cambiamenti introdotti di volta in volta per adattarsi al profilo dell'investitore, devono contenere delle informazioni fisse che caratterizzano in modo tipico e netto la start-up. Queste informazioni, prescindendo dall'interlocutore, dai dettagli richiesti e dall'ampiezza temporale a disposizione, consistono indubbiamente nella presentazione:

- del team che compone le persone che lavorano e lavoreranno nella e per la start-up.
- del settore in cui essa opera.
- del suo modello di business.
- del suo business plan.

Inoltre, è necessario specificare che la presentazione dell'idea, attraverso il pitch, è solamente un primo passaggio nella valutazione della start-up. Non risulta decisivo per concludere l'accordo di investimento. Per questa ragione un numero eccessivo di informazioni fornite con questo strumento può addirittura ridurre la comprensione iniziale del progetto e quindi far allontanare l'investitore (A. Zacharakis, D. Meyer, 1998)¹⁵⁸. In altri termini il pitch per l'investitore ha lo scopo di capire se "il gioco vale la candela" (A. Chwolka, M. Raith, 2012)¹⁵⁹. Successivamente la relazione che i founder

¹⁵⁶ L. Thompson, The state of Investor Relations, 2013.

L. Bollen, H. Hassink, G. Bozic, Measuring and explaining the quality of Internet investor relations activities: a multinational empirical analysis. International Journal of Accounting Information Systems 2006.

¹⁵⁷ B. Lev, Sharpening the intangibles edge, 2004.

¹⁵⁸ A. Zacharakis, D. Meyer, A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process?, 1998.

¹⁵⁹ A. Chwolka, M. Raith. The value of business planning before startup-A decision theoretical perspective, 2012.

della start-up riusciranno a sviluppare sia con i clienti che con gli investitori potrà portare solo esternalità positive alla stessa, infatti se da un lato alcuni rapporti ex-post con gli investitori sono definiti da contratto, la possibilità di lavorare insieme e creare una sinergia tra le parti può potenziare lo sviluppo della start-up ben oltre i limiti contrattuali pattuiti. Da quanto sopra discusso deriva che la comunicazione verso l'esterno per la start-up è di fondamentale importanza sia per relazionarsi con i propri utenti finali ma anche e soprattutto per interloquire con gli investitori. Quest'ultimi, attraverso gli strumenti che fanno parte della comunicazione, riusciranno a notare e valutare tutti gli altri fattori di cui si è discusso precedentemente.

2.2.10 Posizione del valutatore

La posizione del valutatore influisce notevolmente sulla valutazione di una start-up, come d'altronde di qualsiasi altra azienda. Questa tipologia di affermazione trova fondamento nella natura stessa dell'accezione di prezzo che differisce in maniera generalmente diffusa dal valore economico aziendale. Sono proprio le modalità differenti di formazione a far sì che questi due termini, che esprimono formalmente lo stesso concetto, diano vita a entità differenti. I prezzi risentono innanzitutto di asimmetrie informative tra le parti, dovuti proprio alla differente posizione di valutazione all'interno della trattativa oltre che al grado di sensibilità delle parti¹⁶⁰ alle attività aziendali e al grado di evoluzione e affidabilità dei sistemi informativi aziendali. Un altro fattore di differenza è la dissimile forza contrattuale e la diversa abilità negoziale tra le parti. Chiudono il quadro le fondamentali differenze legate agli interessi economici e non, quali il prestigio derivante dalla società, il potere e lo status che essa può ed è capace di dare, oltre che il legame affettivo che lega il proprietario alla propria "creatura". Il prezzo di acquisizione o di partecipazione di una start-up dipenderà quindi dai benefici attesi dall'integrazione o dalla sostituzione del management, dalla tipologia dei potenziali acquirenti (privati, Business angel, venture capitalist, altre aziende, ecc.), dalla tipologia delle sinergie attivabili e dai margini di manovra consentiti sul prezzo dei potenziali acquirenti/investitori. Il valore economico di un'impresa quindi è tendenzialmente differenziato dal prezzo negoziato, ed infatti esso esprime il valore teorico, estremamente significativo che fungerà da riferimento per le parti contraenti (G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, p.27, 2013)¹⁶¹. Nel processo di stima del capitale occorre prescindere dalle sopra accennate condizioni soggettive per incentrarsi sulle sole condizioni obiettive di negoziazione. Si ricerca in definitiva il valore dell'azienda di per sé,

¹⁶⁰ Conoscenza del business e della realtà aziendale e comprensivi dei fattori tempo e risorse a disposizione delle pari valutatrici.

¹⁶¹ G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, La valutazione delle aziende, 2013, p.27.

svincolata da ogni contesto super-aziendale, sulla base della sua situazione di fatto e tenendo conto delle strategie, dei piani e dei programmi decisi, anche se non necessariamente ancora attuati. Quindi tenendo conto degli scopi di una valutazione e al fine di pervenire ad un valore stand-alone di un'impresa o capitale economico è necessaria la definizione del c.d. perito indipendente, ossia colui che non ha rinvase di alcun tipo nei confronti della società ma è chiamato a valutare l'entità aziendale. Il suo giudizio quindi prescinde da possibili influenze esterne connesse a terze economie e da luogo ad un'entità astratta, il capitale economico appunto, che si presta ad essere trattato e quantificato dai soggetti interessati rispetto ai diversi obiettivi che si vogliono raggiungere. Nel caso di una start-up i primi e diretti interessati ad una valutazione sono gli investitori, che se da una parte vogliono strappare le migliori condizioni possibili rispetto alla partecipazione nella società, devono tener conto della necessità di liquidità della start-up in questione, spesso unico motivo per la quale in una fase iniziale in cui tendenzialmente l'attività è sottostimata, si tende ad accettare un tipo di investimento del genere. L'imprenditore, dal canto suo, potrebbe sopravvalutare la propria idea sorretto dalle sue ipotesi, stime e congetture che portano spesso a scenari irrealizzabili senza aiuto esterno. Tale aiuto si concretizzerà non solo dal punto di vista squisitamente finanziario ma spesso beneficia anche di un apporto di competenze necessario al pari di quello finanziario. Dall'analisi quindi risultano notevoli differenti interessi che confluiscono in una valutazione e l'influenza di elementi soggettivi devono essere opportunamente analizzati e valutati alla luce di tre requisiti fondamentali:

- Razionalità, attraverso l'utilizzo di una metodologia valida e dotata di consistenza teorica
- Obiettività, attraverso l'uso di dati certi o credibili
- Generalità, ossia l'utilizzo di un metodo che prescinda dagli interessi delle parti (neutralità ed equità).

2.3 Metodologie alternative di valutazione delle start-up

Sono metodi in grado di cogliere anche gli elementi di matrice più qualitativa ed intangibile che impattano sul valore finale del capitale economico dell'impresa. In questa sede tra i diversi modelli descriveremo:

- I Venture capital models
- Il First Chicago model
- Il metodo delle opzioni reali
- L'Economic Value Added (noto come EVA®), il cui marchio è stato registrato dalla società di

consulenza Stern Stewart & Co.)

- Berkus method
- Risk factor summation model
- Scorecard (noto anche come Bill Payne method o benchmark method)

Nei metodi che seguono, tipicamente utilizzati dai nuovi investitori a titolo di capitale di rischio la logica comune è quella di individuare come periodo di riferimento non il momento attuale, ma una data futura nella quale si ritiene che l'impresa avrà raggiunto un certo equilibrio economico e finanziario, mostrando flussi finanziari e reddituali stabili e positivi (V. Cioli, 2010)¹⁶². Tale calcolo potrà essere fatto basandosi su un unico scenario o su scenari alternativi ponderabili con specifiche probabilità di successo per l'evento. Successivamente, il risultato così ottenuto verrà riportato alla data odierna mediante le tecniche di attualizzazione. Accanto alle variabili strettamente quantitative necessarie per l'applicazione dei vari metodi, essi tengono conto anche di una componente derivante dall'analisi qualitativa sul management che può comportare alternativamente sia un ulteriore premio che una diminuzione del valore ottenuto.

2.3.1 Venture capital method

Nell'analizzare i metodi di valutazione maggiormente utilizzati dai venture capitalist occorre tenere presente alcuni elementi collegati alla natura e al rischio della specifica tipologia di investimento. I tassi di attualizzazione utilizzati sono di norma molto elevati, infatti nella prassi, i tassi di rendimento minimi richiesti nell'attività di venture capital oscillano tra il 25% e il 60% annuo e sono inversamente proporzionali allo stadio di investimento, come visto precedentemente (S. Caselli, S. Gatti, 2004)¹⁶³. Questo è dovuto al diverso livello di rischio insito in ogni iniziativa. Il rischio è generato:

- dal settore in cui la società intende competere;
- dalla capacità del management di gestire l'azienda;
- dal livello del burn-rate¹⁶⁴ necessario per avviare l'attività, ossia il rischio di mercato, rischio tecnologico, rischio di capitale.

¹⁶² V. Cioli, *Modelli di business e creazione di valore nella New Economy*, 2010.

¹⁶³ S. Caselli, S. Gatti, *Venture capital: a euro-system approach*, 2004.

¹⁶⁴ Il "burn rate" indica il lasso di tempo di sopravvivenza di una società prima che essa necessiti di ulteriori immissioni di liquidità, costituendo l'indicatore chiave per le situazioni di Start-up. Il burn rate è il rapporto tra la differenza delle spese operative monetarie e il gross profit (dato dalla differenza tra i ricavi e il costo del venduto) da un lato e la posizione finanziaria netta dall'altro.

Un altro fattore importante da tenere in considerazione deriva dal fatto che i venture capitalist al momento dell'investimento scontano anche un c.d. "sconto di illiquidità" derivante dal fatto che i titoli acquistati non sono ancora negoziabili su alcun mercato. Per i promotori del progetto, la business idea è un'impresa, per i venture capitalist è un investimento che dovrà essere recuperato attraverso il collocamento in borsa o la vendita a terzi. Ecco quindi, che il prezzo pagato dai venture capitalist per l'acquisizione di partecipazioni incorpora uno sconto di illiquidità (A. Damodaran, 2010)¹⁶⁵. Infine, non bisogna trascurare l'effetto diluizione causato da possibili aumenti di capitale successivi all'ingresso del venture capitalist, questione che induce ad apportare specifiche rettifiche per determinare la quota di capitale corretta corrispondente all'investimento programmato. Del resto, i negozi giuridici in questione contengono in genere clausole anti-diluizione con l'obiettivo di tutelare gli investitori, titolari spesso di azioni privilegiate, nel caso in cui si debba procedere a ulteriori fasi di finanziamento. Nell'ambito del mercato del venture capital con riferimento alle operazioni di start-up si è andato recentemente affermato un metodo noto come "Venture Capital Valuation Method". Questo metodo di valutazione viene generalmente utilizzato in presenza di imprese altamente innovative, con track record minimo o inesistente e con aspettative di rendimento e di rischio molto elevate. Esso rappresenta una variante del metodo finanziario in quanto si basa sul calcolo del cash flow ad una data futura normalmente coincidente con il momento in cui il venture capitalist cederà la quota realizzando la way out programmata. Questo metodo pone maggiore attenzione al valore finale che l'impresa potrà raggiungere al momento del disinvestimento e al rendimento atteso dall'investitore. La metodologia proposta parte dalla considerazione della specificità del tipo di investimento in aziende di recente costituzione, caratterizzate da risultati economici e cash flow negativi, con un alto grado di rischio e con elevate prospettive di reddito. Come detto, secondo questo principio si determina il cash flow presunto a una data futura, tipicamente coincidente con il momento del disinvestimento del venture capitalist, che coincide con l'orizzonte temporale necessario ad avere ragionevole certezza che il progetto abbia già cominciato a generare flussi di cassa positivi. A questo punto, si calcola il valore futuro dell'azienda attraverso il ricorso a multipli di mercato adeguati, largamente utilizzati nelle tecniche di valutazione d'azienda. Il valore finale così calcolato viene scontato a un tasso generalmente compreso tra il 25% e il 60%, in funzione del rischio associato all'investimento. La determinazione del valore finale scontato permette poi agli investitori di calcolare la quota di partecipazione acquisibile in base ai ritorni attesi. Entrando nel dettaglio, la metodologia proposta si sviluppa attraverso quattro fasi:

¹⁶⁵ A. Damodaran, nella traduzione di C. Consolandi, Valutazione delle aziende, 2010.

- Stima del valore aziendale a una data futura, tipicamente al tempo della prevista cessione della partecipazione. Il valore finale è calcolato sulla base dei redditi che si stima di generare con l'iniziativa dopo un certo numero di anni e con l'utilizzo di un multiplo di mercato e definito Terminal value (valore finale) (per esempio, il rapporto Price/Earnings alla data di uscita dall'investimento o ad una data ancora successiva).
- Attualizzazione del valore finale. L'attualizzazione del valore finale richiede un tasso di sconto che esprima il rendimento che il venture capitalist conta di ottenere (in termini di IRR – Internal rate return), tenuto conto del rischio e delle risorse investite. I tassi di rendimento ai quali i flussi vengono scontati nell'attività di venture capital oscillano tra il 25% e il 60% annuo. La formula per il calcolo del valore finale attualizzato è:

$$\text{Valore Finale Scontato} = \text{Valore Finale} / (1 + \text{Rendimento Target})^n$$

Dove (n) rappresenta il numero di anni che intercorrono tra l'investimento e il disinvestimento. Il valore che ne emerge è il valore complessivo dell'azienda al momento dell'ingresso del venture capitalist.

- Calcolo della quota desiderata di ingresso nel capitale. Il venture capitalist usa il valore finale scontato e l'ammontare dell'investimento proposto per calcolare anche la quota ambita di ingresso nel capitale. Sulla base delle precedenti premesse, il venture capitalist è in condizione di determinare la quota di capitale richiesta, ossia l'ammontare di investimento proposto è diviso per il valore finale scontato determinando così la quota necessaria al fine di ottenere il rendimento sperato:

$$\text{Quota finale} = \text{Investimento programmato} / \text{Valore Finale Scontato}$$

- Stima dell'effetto diluizione e calcolo della quota corrente di partecipazione richiesta¹⁶⁶. L'equazione precedente sarebbe la corretta risposta in assenza di fasi successive di finanziamento che comportano una diluizione della quota di partecipazione del venture capitalist. Per compensare l'effetto della diluizione causato dalle future capitalizzazioni, occorre calcolare il rapporto di ritenzione, che quantifica appunto la diminuzione della percentuale di partecipazione dell'investitore istituzionale. Si consideri, ad esempio, un'azienda che intende effettuare ulteriori

¹⁶⁶ Nel caso si verifichi un aumento di capitale nell'impresa, cosa che generalmente avviene in sede di accesso alla quotazione in Borsa, se il Venture Capitalist non decide di sottoscriverlo proporzionalmente alla quota detenuta, quest'ultima subirà una riduzione percentuale. Tale effetto viene definito "effetto diluizione" in quanto all'aumentare del capitale sociale viene diluito il peso percentuale dei vecchi azionisti, a meno che questi non acquistino le azioni di nuova emissione per una quota uguale a quella già detenuta.

ricapitalizzazioni che porteranno alla cessione di un ulteriore 25%, e successivamente un 30%, di equity. Se il venture capitalist detiene il 10%, dopo questi finanziamenti il valore della quota sarà diluito al 6.15%. Tale valore scaturisce dal calcolo: $10/(1.25/1.3) = 6.15\%$. Il suo tasso di ritenzione è quindi del 61.5% ($6.15/10$). La quota corrente richiesta per il venture capitalist, che tenga conto del suo tasso di rendimento obiettivo, è così calcolata:

$$\text{Quota Corrente Richiesta} = \text{Quota Finale Richiesta} / \text{Tasso di Ritenzione}$$

Ne consegue che in termini analitici avremo le seguenti formulazioni (V. Cioli, 2010):

$$\text{Quota \% richiesta} = \frac{\text{Investimento programmato}}{\text{Valore finale scontato}} \times \frac{1}{\text{Tasso di ritenzione}}$$

La principale critica del Venture Capital Method riguarda l'uso di tassi di sconto molto alti. I venture capitalist giustificano l'uso di tassi così elevati in base a diverse considerazioni:

- la necessità di compensare la scarsa liquidità dell'investimento.
- l'apporto qualificato fornito alla gestione dell'azienda, comprensivo di numerosi servizi, che, in qualche maniera, deve trovare un adeguato riconoscimento al momento dell'uscita.
- la necessità di compensare la probabilità che l'azienda non sopravviva.

A tale proposito, occorre ricordare che il rischio di non sopravvivenza della società nel periodo di investimento dei venture capitalist è tutt'altro che trascurabile. Tale rischio ha una valenza ben maggiore di altre tipologie di rischio aziendale, e richiede di conseguenza una remunerazione molto elevata per giustificarne la presa in carico. Dato che nelle analisi di investimento non si ha normalmente a che fare con probabilità così alte di scomparsa dell'impresa, salvo i casi di turn-around, e quindi di perdita totale del capitale investito, l'elevata entità della richiesta di remunerazione a copertura di tale rischio spesso stupisce i promotori dell'iniziativa alla ricerca di finanziamento. Per questo motivo, alcuni operatori del settore, pur riconoscendo la validità delle tesi del Venture Capital Method, ritengono sopravvalutato il tasso di sconto in quanto il premio implicito richiesto per il rischio di azzeramento dell'investimento e per la mancanza di liquidità sarebbe troppo elevato. Da queste considerazioni scaturiscono altre metodologie empiriche che apportano alcune rettifiche con l'obiettivo di pervenire a valori maggiormente condivisibili.

2.3.2 First Chicago Model

Questo è un metodo di valutazione sviluppato dalla First Chicago Corporation e rappresenta una evoluzione del Venture Capital Method. Tale metodo si differenzia dal precedente in quanto utilizza tassi di attualizzazione più bassi e al valore finale sostituisce il valore atteso dell'investimento, che si configura come una media del valore terminale dell'impresa in tre scenari possibili. Generalmente si ipotizzano tre scenari alternativi:

- un primo scenario "ottimistico" con una previsione delle vendite sostenuta
- un secondo scenario "realistico" caratterizzato da un trend di sviluppo più contenuto
- un terzo "pessimistico" che sostanzialmente coincide con l'ipotesi di fallimento dell'iniziativa.

Questo metodo rappresenta un approccio di stima più prudente, in quanto considera anche un'ipotesi negativa che contribuisce a ridurre il valore finale. Inoltre esso sconta tutti i flussi positivi che il venture capital può aver conseguito nel periodo di investimento in caso di distribuzione del risultato di esercizio. Ne consegue che il calcolo per determinare la quota di capitale (Q) che il Venture Capital dovrà richiedere contro contropartita dell'importo di investimento sarà pari a (V. Cioli, 2010):

$$Q = \frac{\text{Valore dell'investimento} - \text{Valore futuro del cash flow estraneo all'IPO}}{\text{Valore atteso futuro}}$$

A differenza del metodo precedente qui viene prevista l'esistenza di flussi di cassa positivi tra il momento dell'investimento e quello della cessione della quota. Inoltre, l'ipotesi dei vari scenari considera almeno tre possibili differenti sentieri di sviluppo che si concretizzano nel valore atteso. Tutto ciò contribuisce a rendere questo metodo più prudente e più vicino ad una stima realistica del true value del titolo. Tuttavia anch'esso risente delle medesime problematiche che abbiamo visto per il modello del Venture Capital Method.

2.3.3 Il metodo delle opzioni reali

Questo metodo ha il merito di valorizzare la componente legata alla flessibilità e discrezionalità manageriale nell'intraprendere specifiche scelte strategiche (L. Trigeorgis, 1999)¹⁶⁷. Gli analisti hanno ritenuto opportuno valutare oltre alle componenti patrimoniali e ai flussi di cassa attesi, anche la strategia perseguita e la capacità del management di gestire dinamicamente

¹⁶⁷ L. Trigeorgis, Real Options. Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation, 1999.

lo sviluppo ed il cambio del business. La discrezionalità del management nel governare l'impresa ha inevitabilmente un valore che deve essere considerato. Considerando che le scelte offerte al management possono essere assimilate a delle opzioni finanziarie di tipo call o put, i teorici hanno sviluppato la teoria delle opzioni reali ovvero collegate a degli investimenti reali e non finanziari. Queste teorie si sono sviluppate nei primi anni ottanta come strumento di valutazione di progetti di investimento caratterizzati da elevata complessità ed incertezza per i quali gli strumenti classici si dimostravano inadeguati. In particolare la teoria delle opzioni reali si propone di valutare un progetto di investimento, ed analogamente un'impresa, alla luce delle opportunità future connesse a specifiche scelte strategiche. Tale metodo, però, presenta delle difficoltà legate a problematiche di calcolo ed alla difficoltà delle elaborazioni (J. Reuer, J. Tong, 2007)¹⁶⁸. Con questo metodo il valore di un'impresa viene concepito come una sorta di diritto ad incassare i futuri flussi di cassa, quando e qualora essi si determineranno. Il valore dell'impresa viene mostrato come un portafoglio di opzioni¹⁶⁹ call di acquisto. In particolare le opzioni reali presentano una casistica più ampia delle opzioni finanziarie e tra le scelte strategiche a disposizione del management possiamo trovare:

- opzioni di crescita mirate allo sviluppo dimensionale del business
- opzioni di flessibilità volte ad incrementare le capacità dell'impresa di rispondere ai cambiamenti del mercato (ad es. tramite l'esternalizzazione della produzione)
- opzioni di differimento per rinviare un progetto quando ci sono aspettative future di rendimenti migliori o di abbandono nel caso in cui il valore di liquidazione di un progetto risulti superiore a quello dei flussi di cassa atteso.

Il valore complessivo di un'impresa deriva quindi dalla somma del valore dei flussi di cassa che la strategia corrente può generare e del valore implicito nelle opzioni strategiche future che il management può attuare. Bisogna però fare molta attenzione alle duplicazioni, causate dal fatto di avere già considerato in qualche modo i vantaggi derivanti dalle opzioni direttamente nei flussi futuri. Per questo motivo, soprattutto nei casi di aziende appartenenti alla così detta new economy, si sono registrati casi di ipervalutazione, dal momento che questo metodo però si basa molto su stime incerte

¹⁶⁸ J. Reuer, J. Tong, Real Options Theory, 2007.

¹⁶⁹ L'opzione è un contratto che conferisce all'acquirente il diritto, ma non l'obbligo, di comprare (opzioni call) o di vendere (opzioni put) una certa quantità dell'attività sottostante ad un prezzo determinato (prezzo di esercizio o strike) entro o ad una data prefissata. Il diritto è conferito dal venditore all'acquirente dietro il pagamento contestuale di una data somma di denaro detto "premio" che costituisce il prezzo dell'opzione. Questi strumenti fanno parte di quella famiglia di prodotti finanziari noti come prodotti derivati poiché il loro valore deriva dal valore di un'altra attività sottostante, generalmente negoziata sui mercati finanziari.

e spesso lontane dai fondamenti di mercato (A. Damodaran , 2013)¹⁷⁰.

2.3.4 Il metodo EVA® (Economic Value Added)

Questo metodo si basa su una particolare formalizzazione del concetto di risultato residuale (residual income) (M. Spini, 1998)¹⁷¹. L'EVA® indica infatti il valore che un singolo progetto è potenzialmente in grado di creare, misurandolo come differenza tra il rendimento del capitale investito ed il costo delle fonti di finanziamento utilizzate, opportunamente rettificare. Ne consegue che tale metodologia può essere applicata alle imprese start-up in quanto supera i problemi correlati alla rilevazione di flussi negativi. Questo metodo si focalizza sul core business, gli analisti spostano la loro attenzione dall'esame delle componenti reddituali finali e dei loro tassi di crescita al calcolo del corretto rendimento del capitale investito che dovrà poi essere paragonato al suo costo. In generale la quantificazione dell'EVA® può essere rappresentata come segue:

$$E.V.A. = (Roc - Wacc) \times CI$$

E.V.A. = economic value added

ROC = rendimento del capital investito rettificato (Return on Capital) = NOPAT/ CI

Wacc = costo medio ponderato del capitale

CI = capitale investito netto rettificato

Da tale formula generale, sostituendo al Roc l'indice NOPAT/ CI (B.G. Steward, 1991)¹⁷² si ottiene la formulazione comunemente utilizzata:

¹⁷⁰ A. Damodaran, Real options: Fact and Fantasy, 2013.

¹⁷¹ M. Spini, La ricerca del valore: una guida per il management e per gli azionisti, 1998.

¹⁷² Cfr. Steward B.G. III (1991) per quanto riguarda il processo di rettifica di CI e NOPAT. In sintesi possiamo dire che i primi rappresentano il totale dell'attivo al netto degli accantonamenti per ammortamenti, rischi e svalutazioni, il secondo invece è il risultato di esercizio al netto delle imposte figurative, ma al lordo di oneri finanziari e straordinari. Steward G.B. III (1991) "The Quest for Value" Harper Business New York. Tuttavia, proprio perché è legato a delle stime future piuttosto incerte, questo metodo, in determinate circostanze può portare a delle errate valutazioni dell'effettiva capacità di generare ricchezza. Ad esempio nel caso delle imprese in fase di Start-up che si trovano in fase di forte crescita degli investimenti, questo metodo tende a sottostimare il valore, in quanto ipotizza una relazione diretta ed immediata tra il capitale investito ed il risultato operativo, mentre tali realtà aziendali nei primi anni, in conseguenza ai costi di gestione, spesso registrano delle perdite operative. Resta comunque interessante come tale metodo di valutazione riesca ad esprimere l'efficienza del *core business*, in quanto si concentra sui risultati dell'attività caratteristica al lordo degli oneri finanziari, ovvero indipendentemente dalle scelte di struttura finanziaria effettuate.

$$E.V.A. = NOPAT - (WACC \times CI)$$

NOPAT = net operating profit after taxes

Al fine di arrivare ad un *True Eva* saranno necessari alcuni accorgimenti per poter arrivare alla definizione di un Nopat normalizzato monetariamente disponibile e un Capitale investito riespresso in valori correnti. Quindi da un Eva Basic di derivazione contabile dovranno apportarsi alcuni adjustment, che per quanto tali sono un elemento di forte discrezionalità che intercorre nella definizione del metodo in parola. Questi adjustemet potranno riguardare l'avviamento e gli altri intangible assets, fondi rischi assimilabili a riserva, componenti straordinarie, calcolo delle imposte differite o anticipate etc.. Il metodo Eva perviene alla determinazione del valore economico d'azienda attraverso la somma di:

- Capitale netto investito iniziale
- MVA=Market value added, ossia il valore attuale della sommatoria dei flussi Eva attualizzati e un Terminal value, definito sulla scorta di un flusso medio Eva capitalizzato per n anni.
- Al netto dei debiti finanziari [Ottica Unlevered]

L'obiettivo di questa metodologia consiste nel verificare se le risorse finanziarie investite sono state adeguatamente remunerate e se lo saranno anche in una prospettiva futura. Tuttavia, proprio perché è legato a delle stime future piuttosto incerte, questo metodo, in determinate circostanze può portare a delle errate valutazioni dell'effettiva capacità di generare ricchezza. Ad esempio nel caso delle imprese in fase di Start-up che si trovano in fase di forte crescita degli investimenti, questo metodo tende a sottostimarne il valore, in quanto ipotizza una relazione diretta ed immediata tra il capitale investito ed il risultato operativo, mentre tali realtà aziendali nei primi anni, in conseguenza ai costi di gestione, spesso registrano delle perdite operative. Resta comunque interessante come tale metodo di valutazione riesca ad esprimere l'efficienza del core business, in quanto si concentra sui risultati dell'attività caratteristica al lordo degli oneri finanziari, ossia indipendentemente dalle scelte di struttura finanziaria effettuate.

2.3.5 Berkus Method

Chi decide di investire in una start-up in fase early stage, non si basa solamente sul prodotto ma valuta altri parametri qualitativi tra cui: il team, la scalabilità, la replicabilità etc. Un metodo di

valutazione largamente utilizzato è il Berkus Method¹⁷³ che prende il nome dal suo ideatore. Si basa su una struttura molto semplice: a seconda della grandezza del mercato di riferimento si attribuisce un valore a ognuna di queste 5 voci (di norma si attribuisce un valore che varia da 0 a 500.000 €):

- Qualità Manageriali del team (Rischio di esecuzione)
- Proposta di Valore (Rischio prodotto)
- Prototipo Funzionante (Rischio tecnologico)
- Relazioni strategiche (Rischio mercato e rischio competitivo)
- Prodotto già lanciato e/o venduto (Rischio finanziario o di produzione)

Nel caso una start-up soddisfi a pieno tutte le voci avrà una pre-valuation money di 2,5 milioni di €. Ciò significherà per l'investitore di aver cercato di minimizzare tutti i rischi collegati all'investimento. Nonostante questo metodo sia abbastanza efficace, il risultato ottenuto deve essere controllato e supportato mediante l'ausilio di almeno un'altra metodologia. Una volta attribuito quindi un valore alla start-up, si potrà procedere a calcolare la percentuale di capitale da cedere ai finanziatori, ovviamente in funzione di quanto capitale apportano.

$$\% \text{ Equity} = \frac{\text{Investimento richiesto}}{\text{Valutazione pre-money}}$$

2.3.6 Risk factor summation model

Il metodo si ricollega al metodo Berkus ma ha un funzionamento più quantitativo su fattori di rischio specifici e applica un'ulteriore valutazione del rischio e della governance nella valutazione pre-money. Tale metodo parte con la valutazione media del settore di appartenenza della start-up che sarà la base con cui affrontare i calcoli successivi. La lista dei fattori da considerare è la seguente:

- Rischio di gestione
- Fase del business
- Rischio politico e burocratico
- Rischio di produzione (o rischio di supply chain)
- Rischio di vendita e marketing
- Rischio di finanziamento / aumento del capitale

¹⁷³ www.startupsventurecapital.com

- Rischio della concorrenza
- Rischio tecnologico
- Rischio di contenzioso
- Rischio internazionale
- Rischio reputazionale
- Rischio di exit

Invece di assegnare pesi e multipli in percentuale, assegniamo i seguenti rating a ciascun fattore di rischio e facciamo una correzione alla valutazione media pre-money per ogni rating¹⁷⁴:

Tabella 5: Rating per la ponderazione dei rischi

Rating	Risk Rationale	€ Adjustment to Pre-Money Valuation
+2	Extremely positive mitigation	Add € 500.000
+1	Positive mitigation	Add € 250.000
0	Neutral	Add/Minus nothing
-1	Negative mitigation	Minus € 250.000
-2	Extremely negative mitigation	Minus € 500.000

Fonte: www.magazine.startus.cc

Valutazione media pre-money del settore + Valore adjustemnt (di regolazione) = Valutazione pre-money.

2.3.7 Metodologia di valutazione della Scorecard

Questo metodo confronta l'azienda target con altre iniziative imprenditoriali startup già finanziate e aggiusta la valutazione media delle aziende per stabilire una valutazione pre-money dell'obiettivo. Tali confronti possono essere fatti solo per le aziende nello stesso stadio di sviluppo, in questo caso, per le imprese in fase di avvio, in una fase seed. Le variabili prese in considerazione e i loro rispettivi pesi sono elencati nella tabella seguente¹⁷⁵:

Tabella 6: Variabili Scorecard

Strength of the Management team	0-30%
Size of the Opportunity	0-25%

¹⁷⁴ www.magazine.startus.cc

¹⁷⁵ www.billpayne.com

Product/Technology	0-15%
Competitive Environment	0-10%
Marketing/Sales Channels/Partnerships	0-10%
Need for Additional Investment	0-5%
Other	0-5%

Fonte: www.billpayne.com

La chiave del metodo Scorecard, definito anche Bill Payne method o Benchmark method, è una buona comprensione della media (e della portata) della valutazione pre-money delle società. Con queste variabili il metodo Scorecard fornisce tecniche soggettive per regolare la valutazione di un'azienda target.

La classifica soggettiva dei fattori (sopra) è spesso utilizzata per la valutazione degli investitori per le imprese in fase di avvio e la sua spiegazione verrà eseguita in maniera più approfondita in seguito.

2.3.8 Limiti dei metodi di valutazione alternativi più utilizzati

Come abbiamo visto nei diversi modelli esaminati, anche i modelli di valutazione alternativi presentano problemi sul fronte della reperibilità delle variabili, su quello della proiezione dei risultati nelle annate future e sulla valutazione estremamente soggettiva di alcune variabili. La difficoltà di individuare delle imprese che siano comparabili con la start-up che andiamo a considerare, crea il rischio di fare notevoli errori di valutazione, così che al mutare del campione di comparables adottati, cambi anche la valutazione effettuata. Con questi metodi, se da un lato si evita la formulazione delle ipotesi in merito all'andamento dei risultati economici ed alla loro traduzione in proiezioni di flussi di cassa, dall'altro rimane il problema della soggettività. In particolare, la confrontabilità delle imprese è spesso limitata dalla non coincidenza tra le attività svolte, dal differente profilo di rischio legato alla leva finanziaria ed operativa e, soprattutto, dal diverso stadio di sviluppo dell'impresa. Tutte queste considerazioni ci inducono quindi a riflettere sul fatto che per giungere ad una valutazione corretta del valore dell'impresa, occorre comprendere il modello di business dell'azienda che stiamo valutando, il suo management ed il correlato sentiero di crescita possibile sfruttando il più possibile sia elementi quantitativi che qualitativi.

Capitolo 3 – Proposta di uno schema valutativo per le start-up

Premessa: ragioni e motivi per una nuova metodologia

Riprendendo la definizione di capitale economico come entità astratta, ossia un valore che si presti ad essere valutato e quantificato diversamente in relazione alle sue diverse configurazioni, le quali sono la risultante delle svariate finalità che, mediante il processo valutativo, si intendono conseguire, possiamo notare come siano altrettanto molteplici le tecniche utilizzate al fine di una valutazione d'azienda e come le peculiarità delle startup abbiano portato a ulteriori possibili metodologie applicabili (G.Ferrero, 1968)¹⁷⁶. Ad oggi ogni diverso soggetto coinvolto in un processo di valutazione di una start-up, che sia con finalità di acquisto e controllo piuttosto che d'investimento o di supporto, ha delle proprie regole d'ingaggio, il che porta il founder della start-up all'incapacità di avere un'univoca e certa valutazione e quindi di non essere a conoscenza effettivamente del valore della propria impresa e di valutare con poca chiarezza le varie possibilità che gli si presentano. La voglia di provare a sopperire a queste problematiche ha portato durante lo sviluppo di questa tesi al ripensamento del paradigma di valutazione di una start-up e alla correzione degli "errori", o meglio dei punti deboli, di alcune delle metodologie precedentemente illustrate così da fornire uno strumento univoco per entrambe le controparti. Avvicinare le valutazioni degli interlocutori inoltre porta alla migliore comprensione della fattispecie e un miglior rapporto collaborativo con risultati tangibili sulla performance della neonata impresa. Lo schema valutativo proposto parte dalla concezione che vi siano, anche se diverse, già valide metodologie al fine di una valutazione di una start-up. In particolar modo nel precedente capitolo si sono approfondite le dinamiche delle principali tecniche di valutazioni d'azienda mettendo in risalto i pro e i contro di ognuna. Proprio l'analisi di queste "carenze" ha portato la definizione di un modello migliorativo e integrato rispetto ai precedenti che si concentra in particolar modo sugli accorgimenti riguardanti caratteristiche tipiche e comuni della maggior parte delle start-up. Le principali caratteristiche criticità di una start-up che creano problemi in un processo valutativo sono:

- La mancanza/carenza di ricavi e la presenza di perdite operative significative, dovute principalmente agli investimenti destinati a gettare le basi del progetto, ma anche spesso alla mancanza di canali distributivi efficienti o carenze dal punto di vista del marketing.
- Incertezza delle previsioni su ricavi, margini e flussi di cassa futuri tendenzialmente aleatori vista la non presenza di dati storici e di riferimenti in caso di start-up "creative".

¹⁷⁶ G. Ferrero, Il calcolo economico del reddito d'esercizio e del capitale di bilancio, 1968.

- La mortalità significativa che riguarda il processo “fail fast” ovvero la velocità nel verificare se un business model è vincente e scalabile oppure no. Quando si parla di “fallimenti” nel mondo delle start-up occorre pensare ad “esperimenti con esito negativo” non a “fallimento o bancarotta”. La definizione di Startup come “organizzazione temporanea strutturata per cercare un modello di business ripetibile e scalabile” di Steve Blank ci fa riflettere sul concetto di “organizzazioni temporanee”, ossia sulla quantità di tempo e sulla velocità con la quale le start-up riescono a condurre gli esperimenti alla ricerca di un modello di business ripetibile e scalabile. Se la velocità è minima, la “temporaneità” si prolunga¹⁷⁷. Il basso tasso di “fallimento” ma la significativa mortalità è un segno della lentezza del sistema che è causata dalla mancanza di risorse per investimenti e dalla scarsa propensione ad adottare l’innovazione del mercato Italiano.

La soluzione proposta è volta a limitare le complessità ed i fattori di incertezza appena descritti, aggiungendo dei correttivi al metodo che tiene in maggior considerazione il business model dell’impresa, ossia il Discounted cash flow (DCF). Correttivi e integrazioni che hanno il preciso scopo di valutare le stime future delle prestazioni della start-up che non possono prescindere oltre che da elementi puramente oggettivi, derivanti e valutabili da un valido business plan, anch’esso carico di assunzioni spesso soggettive o frutto di ragionamenti e deduzioni, anche da elementi strettamente soggettivi, quali per esempio il capitale umano o l’idea in sé. Partendo da questa considerazione svilupperemo una valutazione che parte dal “classico” metodo del DCF attenzionando sia le modalità di generazione dei flussi cassa che i tassi di sconto. La validazione dei flussi di cassa avverrà attraverso il controllo di determinati parametri derivati dal business plan e funzioneranno da campanello di allarme nel caso di valori poco veritieri o poco verificabili (Cruscotto aziendale)¹⁷⁸. Elementi soggettivi come il capitale umano, la valutazione dell’idea o il settore d’appartenenza invece verranno valutati in una seconda fase che porterà all’integrazione e alla correzione dell’esito della valutazione “oggettiva”. La volontà è di limitare e controllare quelli che sono le variabili soggettive che difficilmente attraverso metodi conosciuti si riescono ad intercettare in una valutazione. Integrando i diversi sistemi la valutazione rispecchierà a 360° gradi i vari aspetti di una start-up e potrà essere utilizzata indipendentemente sia lato azienda che lato investitori.

3.1 Elementi necessari alla valutazione

3.1.1 Business Plan

¹⁷⁷ si veda l’approfondimento sulle dinamiche di crescita delle imprese, materiale didattico, Lotti 2016.

¹⁷⁸ si veda l’approfondimento effettuato su www.b2corporate.com

Il Business Plan, o piano economico-finanziario, è il documento che permette di definire e riepilogare il progetto imprenditoriale, le linee strategiche, gli obiettivi e la pianificazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa. Diverse sono le funzioni del business plan (A. Borriello, 1999)¹⁷⁹:

- Comprensione dell'ambiente circostante: definisce il mercato, la concorrenza, le strategie, il posizionamento competitivo;
- Analisi della fattibilità finanziaria e dell'attrattività economica di un investimento, sia che si tratti di ampliamento di una attività esistente o di nascita di una nuova iniziativa;
- Pianificazione delle strategie e determinazione del piano operativo in tutte le sue aree;
- Definizione dell'assetto organizzativo aziendale efficiente oltre che coerente con gli obiettivi, e chiarificazione di compiti e responsabilità del personale coinvolto;
- Accesso alle fonti di finanziamento;
- Utilizzo del budgeting nella quantificazione degli obiettivi e dell'analisi degli scostamenti come procedura di controllo dell'andamento dell'impresa;
- Definizione della visione imprenditoriale e degli obiettivi perseguiti.

Il business plan ha, quindi, una funzione interna, svolgendo il compito di informare e di guidare i processi decisionali all'interno dell'azienda; ma ha anche una funzione esterna, in quanto, ha lo scopo di presentare il progetto ai terzi. Infatti, il piano di impresa risulta essere lo strumento con il quale si cerca di convincere gli operatori economici, estranei all'impresa, circa la credibilità del business aziendale. Il business plan, all'interno dell'impresa, è alla base per la pianificazione strategica (3-5 anni). Attenzione, però, a non confondere il business plan con il budget, pur essendo forte la loro complementarità (E. Guatri, C. Marinelli, 2002)¹⁸⁰.

Tabella 7: Differenze tra il business plan e il budget

Caratteristiche	Business plan	Budget
Orizzonte temporale	Medio-lungo termine	Breve termine Tutta l'azienda Meno complesso Su dati interni e storici; più accurata
Contenuto	Un aspetto per volta	
Complessità	Molte variabili	
Natura dell'informazione	Più esterna e previsionale; meno accurata	
Persone coinvolte	Staff e alta direzione	
Attività mentale	Creatività, analitica	
	Indicare risultati attesi	

¹⁷⁹ A. Borriello, Il business plan, 1999.

¹⁸⁰ E. Guatri, C. Marinelli, Costruire il business plan, 2002.

Finalità Valutaz. lavoro svolto	Estremamente difficile	Alta direzione Amministrativa Persuasiva Condurre a risultati sperati Meno difficile
------------------------------------	------------------------	---

Fonte: www.ilsole24ore.it

Il business plan può essere concepito come il piano realizzato ad hoc in fase di analisi di una nuova iniziativa e preposto alla valutazione dell'attrattività e finanziabilità del progetto. È uno studio, che include l'analisi di mercato, del settore e della concorrenza, ma anche il piano sviluppato dall'azienda su come presentarsi, ossia quali prodotti/servizi produrre, quali strategie perseguire e attraverso quale organizzazione, proiettando questa visione d'insieme nel breve periodo, attraverso la quantificazione dei numeri che consentano di determinare il grado di attrattività economica e fattibilità finanziaria dell'iniziativa, e nel lungo periodo, attraverso l'esplicitazione di una visione imprenditoriale chiara e coerente. Nel caso della start-up un piano di sviluppo pluriennale è d'obbligo e tratta a 360° tutti gli aspetti che interagiscono nella vita di un'impresa a partire dalla verifica in primis delle potenzialità di successo dell'iniziativa imprenditoriale. Il punto di partenza, infatti, va individuato, ancora prima della stesura vera e proprio del piano, nell'analisi delle attitudini personali dell'imprenditore e di cosa significherà ricoprire tale ruolo. Superato questo step preliminare, si passa a redigere un vero piano aziendale nel quale riportare in modo dettagliato tutte le informazioni utili alla futura attività imprenditoriale. Le informazioni necessarie dovranno riguardare elementi quantitativi dell'attività, come costi, ricavi, i volumi di vendita minimi etc. Una volta sviluppato tale punto il BP (business plan) diventa un utile strumento comunicativo che permette di veicolare preziose informazioni esternamente e diventa necessario per reperire il fabbisogno finanziario ed esplicitare i margini di profitto attesi. Il punto debole, nel caso di una start-up, è invece la "solita" mancanza di tutta la parte introduttiva con l'analisi dei dati storici che permetterebbe di avere una visione non solo prospettica ma anche consultiva. La mancanza di dati storici rende di cruciale importanza il curriculum dei fondatori per riuscire a valutare il grado di conoscenza e le capacità manageriali da una parte e l'equilibrio delle risorse finanziarie tra mezzi proprio e mezzi di terzi. Nel proseguo delle attività il BP permette di garantire un agevole controllo e monitoraggio dell'iniziativa economica in essere costituendo la traccia e le linee guida per raggiungere gli obiettivi prefissati, nel momento iniziale di stesura del piano. Dal punto di vista pratico la composizione di un BP si articola in diversi passaggi. È logico che la struttura del business plan risente molto delle finalità per cui è redatto. In particolare, la redazione di un business plan quale elemento principale per la valutazione della fattibilità economico-finanziaria di un'iniziativa di investimento dovrà permettere:

- all'imprenditore di valutare la validità della sua idea;

- o ai finanziatori esterni (che nel caso specifico sono rappresentati da istituti di credito, amministrazioni sovranazionali, nazionali e locali) di valutare la validità del progetto per l'erogazione di un finanziamento o di contributi;
- o agli enti che promuovono l'innovazione di valutare il potenziale commerciale ed innovativo del progetto.

Non esiste un modello prestabilito per la redazione del business plan. Tuttavia, è possibile individuare dei requisiti minimi di forma e contenuto dai quali non si può prescindere (A. Ferrandina, F. Carriero, 2012)¹⁸¹. È buona norma includere nel business plan, nella parte iniziale, un Executive Summary, ossia un riassunto del documento che, in una o due pagine al massimo, sintetizzi l'iniziativa, gli obiettivi, le strategie, i costi, i finanziamenti richiesti e l'uso che si intende fare degli stessi. Tale riassunto ha lo scopo di stimolare il proseguimento della lettura del business plan stesso evidenziando gli aspetti favorevoli del progetto e vendendone l'idea di impresa. Su questa linea dovrà essere anche il piano di impresa, in quanto in caso di eccessiva lunghezza perderebbe del suo significato, preferibile, infatti, riportare in allegato le parti non strettamente attinenti (altre informazioni di supporto) come per esempio i curricula completi dei soci. In generale, è possibile individuare due parti o macro-aree di lavoro: la parte iniziale, descrittiva, e quella successiva, che contiene i dati economico-finanziari. La parte descrittiva, oltre alla presentazione dell'impresa e del progetto, si compone di analisi e studi necessari per una corretta comprensione del mercato, della concorrenza, del prodotto/servizio offerto e del piano strategico e operativo. In questa parte del business plan vanno riportate tutte le informazioni relative all'impresa proponente con riferimento sia alla struttura societaria che all'oggetto sociale, all'organizzazione, al campo di attività e alle sue prospettive future. Nel caso di nuova attività, è opportuno che in tale parte si riportino:

- gli stadi di sviluppo dell'iniziativa in corso;
- le fasi che sono state completate, quelle ancora da completare o da avviare.

Nel paragrafo relativo al vertice e management aziendale, bisogna indicare i responsabili della gestione con le rispettive funzioni. Vanno definiti i ruoli e le mansioni dei responsabili e le funzioni di controllo dei compiti da essi svolti (funzione organizzativa), nonché la gestione dei meccanismi di coordinamento (funzione politica) all'interno dell'impresa e nei rapporti con l'esterno. L'analisi di mercato racchiude la validità intrinseca di qualsiasi progetto, in termini di potenzialità e prospettive, potrà essere compresa solo dopo un'attenta analisi. Tale considerazione vale sia se si è in presenza di un nuovo progetto, sia nel caso di un ampliamento di un'iniziativa già in essere. All'interno del

¹⁸¹ A. Ferrandina, F. Carriero, Il business plan, guida strategico operativa, 2012.

mercato, qualsiasi impresa si rivolge a uno o più gruppi di consumatori definiti “target market”. Il target dei consumatori è, dunque, quel particolare segmento che individua un gruppo di potenziali acquirenti che possiedono caratteristiche simili. L’individuazione del gruppo dei consumatori avviene attraverso una particolare tecnica definita segmentazione della domanda.

Con riferimento alla domanda, l’analisi di mercato dovrà, a seguito della identificazione del gruppo di clienti, concentrarsi sulla descrizione del processo di commercializzazione del prodotto/servizio e sulle modalità di formazione del prezzo. Sarà, quindi, necessario quantificare la domanda attuale e, sulla base delle serie storiche e di tutti gli altri elementi disponibili, stimarne l’evoluzione futura. Dovranno, poi, essere individuate le modalità di formazione dei prezzi. L’analisi del mercato di riferimento deve anche concentrarsi sul lato dell’offerta, valutando l’esistenza di concorrenti già presenti o di potenziali nuovi concorrenti e il loro posizionamento sul mercato. In particolare, in questo caso, l’analisi va verificata l’esistenza delle barriere all’entrata (M. Saita, 2001)¹⁸²:

- Barriere legali: rappresentate dalla presenza di vincoli di legge alla possibilità di operare in un determinato settore (es. energia elettrica) o di utilizzare una determinata tecnologia (es. brevetti).
- Barriere economiche: determinate dalla presenza di dimensioni minime di investimento elevate per l’economicità del progetto;
- Barriere tecnologiche: consistenti nella necessità di avere a disposizione una particolare tecnologia o know how.

I concorrenti possono essere distinti in diretti e indiretti. Tale classificazione non si riferisce alla natura dell’attività svolta, ma al mercato di riferimento. In primo luogo, si definiscono concorrenti di un’azienda quelle imprese che offrono prodotti/servizi atti a soddisfare gli stessi bisogni del consumatore. I concorrenti diretti offrono prodotti/servizi che soddisfano bisogni identici o simili e che quindi sono tra loro fungibili. I concorrenti indiretti si rivolgono, parzialmente, allo stesso target ma il grado di sostituzione non è elevato. L’analisi del mercato di riferimento va, poi, integrata con un’analisi relativi ai rapporti con i fornitori e i distributori. Dovranno essere descritti i canali di approvvigionamento e di distribuzione esistenti nel settore e la natura dei rapporti che sono detenuti dall’impresa, confrontandoli con quelli della concorrenza. Oltre a una fotografia della situazione corrente, devono essere evidenziati i fattori innovativi che possono modificare lo scenario. La conclusione che deve raggiungere l’analisi di mercato è quella di individuare il posizionamento competitivo dell’impresa, anche tramite la costruzione delle apposite mappe di posizionamento. È importante e necessario indicare sempre le fonti da cui sono reperite tutte le informazioni relative all’analisi di mercato al fine di rendere il documento credibile e attendibile. Dal punto di vista delle

¹⁸² M. Saita, Economia e strategia aziendale, 2001.

dinamiche ambientali, tema di grande impatto negli ultimi anni, andranno forniti tutti gli elementi necessari a identificare gli obblighi in materia ambientale previsti dalle normative vigenti che derivano dall'esercizio dell'attività e dalla realizzazione del programma, indicando, se già esistenti, gli estremi delle autorizzazioni e/o delle certificazioni acquisite o, in mancanza, lo stato delle relative procedure. La seconda parte del BP riguarderà necessariamente la componente economico-finanziaria, che fornisce un valido strumento per interpretare i dati raccolti nella prima parte, disponendoli in una serie di prospetti che guidino il lettore nella valutazione del progetto e che siano al contempo gli strumenti per una presentazione professionale e accurata dello studio. Essi dovranno essere in grado di intercettare ed esplicitare le componenti quantitative che rendono appetibile il business. In tale parte del business plan, infatti, andranno indicate le risorse con cui si prevede di sostenere l'attività proposta sulla base del fabbisogno finanziario scaturente dall'analisi degli investimenti proposti. Le risorse finanziarie possono essere distinte in (G. Pellicelli, 1992)¹⁸³:

Fonti interne:

- capitale sociale, utili e prestito soci;
- modifiche della struttura di bilancio esistente.

Fonti esterne:

- finanziamento commerciale;
- debiti verso banche e istituti finanziari;
- collocamenti azionari ed obbligazionari e altri titoli;
- leasing e pagamenti rateali;
- fondi pubblici ed agevolazioni finanziarie e/o fiscali da leggi speciali.

L'insieme delle fonti interne ed esterne costituiscono il capitale investito nell'iniziativa. Al fine di una corretta elaborazione del piano finanziario dell'impresa è necessario individuare il giusto mix tra capitale proprio e quello di terzi. Una differente composizione dell'attivo o del passivo determina, infatti, una differente scelta di ottimizzazione del capitale. La natura del fabbisogno finanziario di un'impresa varia in funzione di tre elementi:

- ammontare e composizione dell'attivo, del capitale netto e del capitale di debito esistente;
- tipologia dell'attività svolta;
- situazione di mercato.

Tali informazioni dovranno poi confluire in un conto economico e uno stato patrimoniale preventivo quanto più possibile fedele al futuro consuntivo. Un elemento altrettanto importante dovrà essere l'analisi dei Kpi di riferimento e infine l'evaluation aziendale. Dal punto di vista operativo, in realtà

¹⁸³ G. Pellicelli, *Strategia e pianificazione delle imprese*, 1992.

come quelle delle start-up, lo strumento utilizzato per l'esplosione delle dinamiche economico-finanziarie è il programma Excel, che permette collegamenti simultanei tra i vari fogli di lavoro e rappresenta un utile strumento per elaborare tali dati. Dal punto di vista dei documenti il BP conterrà solamente i dati riassuntivi del documento excel integrale, che volendo potrà essere inserito come allegato all'intero fascicolo e che, tornando al focus del presente lavoro, risulterà di fondamentale importanza per lo sviluppo del metodo di valutazione che si è deciso di applicare.

3.2 Il metodo individuato: descrizione e accorgimenti

La metodologia scelta al fine di raggiungere una valutazione di una start-up, congrua col valore della stessa, partirà dallo sviluppo del metodo del Discounted Cash Flow¹⁸⁴. Il metodo dei flussi di cassa scontati, attualizzabili al costo medio ponderato del capitale nella sua accezione Unlevered è quello formalmente più corretto per quanto riguarda il requisito della razionalità in quanto dotato di consistenza teorica, per la valutazione d'impresa, in quanto fa propria la logica con cui vengono "prezzate" le attività finanziarie. Esso si basa sul presupposto che un'impresa stimi il capitale economico in base al valore attuale dei flussi monetari attivi e passivi generati dall'azienda stessa in un dato orizzonte temporale di riferimento. Ne consegue che vi è quindi una necessaria relazione causale tra risultati aziendali e valore d'impresa e che l'azienda in funzionamento viene considerata come un "macro investimento in atto" (G. Brugger, 1983)¹⁸⁵. La scelta di un metodo finanziario analitico con l'aggiunta di terminal value rappresenta una scelta ponderata sulla capacità dello stesso di rispettare e intercettare la capacità del business model dell'impresa di generare cassa e quindi utile. Nella prassi delle valutazioni d'impresa già avviate la metodologia è costituita fondamentalmente dalla somma di due diversi valori: il valore del capitale risultante dall'attualizzazione dei flussi durante il periodo di previsione analitica e il valore risultante dall'attualizzazione dei flussi dopo il periodo di previsione analitica (c.d. terminal value). Tale approccio potrà essere sviluppato anche in presenza di start-up con la sola peculiarità riguardante la formulazione dei dati inerenti alla formazione dei flussi di cassa. Infatti se le imprese già avviate possono contare su dati storici concettualmente molto più certi dei dati previsionali, le start-up possono fare affidamento solo su assunzioni e dati prospettici spesso senza apparente giustificazione. Proprio su questo verteranno i sistemi di controllo che porremo in essere al fine di poter sfruttare tale metodo con successo. La volontà di usare tale sistema valutativo nasce dall'approccio razionale che tale metodo riesce a dare al problema della valutazione quando l'impresa oggetto di stima non si

¹⁸⁴ Vedere capitolo 2.1.5, Il metodo finanziario o DCF discounted cash flow.

¹⁸⁵ G. Brugger, Le decisioni finanziarie, in G. Pivato (a cura di), Trattato di finanza aziendale, 1983

trova in una situazione di equilibrio finanziario, come quella delle imprese in fase di start-up. Inoltre il Discounted Cash Flow è riconosciuto come il metodo più accreditato dalle moderne teorie aziendali che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore. Così traducendo le parole in formule avremo:

$$W = \sum_i \frac{FL_i}{V_i} + TV \quad i \text{ (da 1 a n)}$$

- W= valore dell'impresa
- FL= flusso di cassa , FCFO (Free Cash Flow Operativi)
- V = attualizzatore dei flussi = $(1+i)^{-n}$
- i = Wacc in quanto ci riferiamo a FCFO
- TV= terminal value

I Flussi di cassa attesi che hanno natura operativa sono pertanto legati all'attività caratteristica della società. Partendo dal risultato operativo consolidato possono essere determinati come segue:

Risultato operativo (EBIT)¹⁸⁶

- imposte sul risultato operativo

= risultato operativo al netto delle imposte specifiche

- + ammortamenti
- + accantonamenti e altre voci non monetarie

+/- variazioni negative/positive del capitale circolante

- investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)

= Flusso di cassa operativo netto (FCFO)

Arrivati alla definizione dei flussi di cassa operativi, la posizione finanziaria netta dovrà necessariamente essere sottratta, in quanto la nostra valutazione utilizza un flusso di cassa operativo

¹⁸⁶ www.borsaitaliana.it

FCFO. La PFN (Posizione Finanziaria Netta) è calcolata come totale dei debiti finanziari, sia a breve sia a lungo termine, al netto della cassa e delle attività finanziarie in portafoglio e facilmente liquidabili. La bontà dei risultati che si possono ottenere dall'approccio DCF, dipende, però, dagli input e quindi dalla capacità di individuare flussi di cassa futuri attendibili. I flussi dei primi anni di previsione, come nel caso delle start-up, si basano sui dati prospettici tratti dal business plan societario, che deve risultare coerente, attendibile e sostenibile finanziariamente. Per i successivi esercizi si dovrebbe procedere ad una stima prudentiale del tasso di crescita del fatturato e dell'incidenza percentuale dei margini operativi. Il valore finale (TV) è una grandezza di sintesi che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di analisi. È determinato sulla base di due variabili principali: il Flusso di cassa normalizzato del primo anno dopo il periodo di previsione analitica e il tasso di crescita (denominato "g"). Il valore finale verrà calcolato sulla base dell'approccio steady state descritto nel capitolo 2.1.5 dedicato alla illustrazione del DCF per il quale il valore discenderà dall'attualizzazione, secondo la formula della rendita perpetua, del flusso di cassa dell'anno n-esimo (ultimo anno di previsione esplicita), aumentato di un tasso di crescita perpetua "g". Il valore così ottenuto verrà poi attualizzato alla data di riferimento della valutazione:

$$TV = \frac{FCFO^n * (1+g)}{WACC-g} \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

L'ipotesi alla base di tale scelta operativa è quella di non ignorare la misura dei nuovi investimenti perché, in questo caso, il loro rendimento è maggiore del costo del capitale e quindi per loro non vale l'uguaglianza $r = WACC$, si assume così che, anche al termine del piano, l'azienda ormai con ben 5 anni di esperienza alle spalle sia in grado di effettuare investimenti con rendimenti maggiori del costo del capitale ($r > WACC$). In particolare FCFO' è scritto con l'apice per differenziarlo dal flusso considerato durante la fase analitica in quanto il flusso monetario della gestione operativa non coinciderebbe con il RO (reddito operativo al netto delle imposte) ma con questa grandezza depurata dagli investimenti necessari per la crescita dell'azienda. L'importanza del terminal value risiede nel fatto constatato che esso avrà un peso considerevole nell'economia della valutazione arrivando a pesare circa l'80% dell'enterprise value (L. Potito, 2006)¹⁸⁷.

¹⁸⁷ L. Potito, Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese, 2013.

3.2.1 Parametri necessari alla valutazione

Una volta calcolati i flussi di cassa operativi per rendere operativa la formula del DCF avremmo necessariamente bisogno di alcune informazioni sintetizzate nella tabella seguente:

Tabella 8: Parametri necessari alla valutazione

PARAMETERS	NOTES
K _d (cost of debt)	Depends on Bank's conditions
K _e (cost of equity)	$R_f + \beta t \times P_m + P_m$ [RR-C model]
D (debt)	debt from bank [LT DEBT]
E (equity)	equity injection [PAID IN K]
D%	$D/(D+E)$
E%	$E/(D+E)$
TAX rate	IRES + IRAP
Risk free rate	Depends on Funcional country
Unlevered Beta	By sector of affiliation ¹⁸⁸
Market Risk Premium	premium risk ¹⁸⁹
Growth rate	By sector of affiliation ¹⁹⁰
WACC	$[K_E \times E\%] + [K_D \times D\% \times (1-t)]$

Fonte: elaborazione personale, 2018.

K_d = Costo del capitale di debito ossia il tasso d'interesse del capitale di terzi (Es. Tasso d'interesse applicato dalla banca su finanziamento o fido). Deve tener conto ove possibile anche dell'evoluzione dei tassi interessati in funzione delle future scelte del management e degli eventi endogeni legati al sistema economico.

K_e = Costo del capitale proprio calcolato mediante la regola del RR-C model, con le accortezze che specificheremo in seguito.

D% = Percentuale di debito calcolato sulla base di capitale presente nella società.

E% = Percentuale di capitale proprio calcolato sulla base di capitale presente nella società.

Tax Rate = Percentuale d'incidenza delle imposte societarie IRES e IRAP¹⁹¹

¹⁸⁸ www.pages.stern.nyu.edu

¹⁸⁹ www.pages.stern.nyu.edu

¹⁹⁰ www.ibisworld.com

¹⁹¹ www.guide.directio.it

Risk Free Rate = Calcolato sulla base del rendimento obbligazionario ritenuto privo di rischio, solitamente viene utilizzato il rendimento di un BTP decennale dello stato in cui ha sede la start-up o in cui ha maggiori attività in atto. Nel caso di una start-up italiana si prenderanno in considerazione i rendimenti di un BTP con durata 10 anni¹⁹².

Unlevered Beta = Espressione del rischio sistematico non diversificabile delle aziende. Un utile documento su cui si basano le principali valutazioni che fanno uso di Beta unlevered è quello pubblicato al seguito degli studi del Prof. A. Damodaran¹⁹³.

Market Risk premium = è il rendimento medio del mercato azionario del paese di riferimento tratto dagli studi fatti dal Prof. Damodaran nel gennaio 2017¹⁹⁴.

Growth Rate = Rappresentativo del tasso di crescita del settore.

Wacc = Costo medio ponderato del capitale che rappresenta il tasso di sconto del capitale operativo calcolato con la tecnica del RR-C model.

3.2.2 Il tasso di sconto

Per le società che sono nella fase iniziale del loro ciclo di vita si è in presenza di realtà economiche che di norma presentano fatturati ridotti, andamenti economici storici negativi e informazioni limitate sull'evoluzione prospettica delle performance economico-finanziarie. In particolare le imprese in fase di startup si trovano spesso volte in settori innovativi, anche essi nello stadio iniziale del ciclo di vita, questo pone, da un punto di vista valutativo, la difficoltà di non trovare imprese comparabili e nell'ipotesi in cui esse esistano, è molto difficile che si trovino nelle stesse condizioni economico-finanziarie dell'impresa target da valutare. Inoltre risulta molto faticoso e difficile la definizione di un tasso di sconto coerente con l'attività e il rischio implicito di un'impresa neonata. Il tasso di sconto e il corrispettivo costo del capitale devono essere determinati in modo coerente rispetto ai flussi o alle grandezze che vanno a scontare o capitalizzare. Alla luce di questa dipendenza reciproca tra tassi e risultati attesi per arrivare a determinare il costo dell'equity dovremmo considerare il tasso di congrua remunerazione (k_e) mentre per quanto riguarda il capitale investito operativo parleremo di WACC, acronimo di Weighted Average Cost of Capital, che

¹⁹² www.it.investing.com

¹⁹³ www.pages.stern.nyu.edu

¹⁹⁴ www.pages.stern.nyu.edu

rappresenta il costo medio del capitale che l'impresa paga a tutti i suoi investitori, azionisti e creditori (S. Ozerturk, 2009)¹⁹⁵. Per quanto riguarda poi il costo del debito si dovrà tenere in considerazione il tasso medio d'interesse risultante dai vari oneri passivi finanziari già in essere e potenziali (i_d). Iniziando l'analisi dall'equity side, il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio consta in una somma tra un risk free rate (i_1), tendenzialmente si userà il tasso nominale risk free dell'area di riferimento ossia un valore medio del rendimento del titolo di stato negli ultimi 3-5 anni ante-valutazione oppure il rendimento atteso del medesimo titolo di stato ove siano disponibili stime attendibili, e un premio per il rischio valutabile e calcolabile attraverso diversi procedimenti (L. Fadda, 1994)¹⁹⁶ illustrati di seguito. Tra i procedimenti più significativi e validi troviamo in ordine crescente di importanza e correttezza:

- Il procedimento di Stoccarda, che stima il premio per il rischio quantificandolo arbitrariamente attraverso l'abbattimento dei flussi da scontare di una percentuale pari al 30%¹⁹⁷. Pertanto risulta pari all' $0,43 * i_1$ e in altri termini definisce il rischio d'impresa come una variabile esogena e indipendente dalle caratteristiche del settore e dell'impresa specifica.
- Procedimento di Stoccarda corretto, consta invece di un'evoluzione di quello precedente ed amplia lo spettro di valori entro il quale comprendere le percentuali d'abbattimento da un minimo del 15% ad un massimo del 30%. Per definire il valore da assegnare si dovrà delineare un profilo di rischiosità calcolato sulla base di uno scoring rispetto ad alcuni indicatori di rischiosità prescelti¹⁹⁸
- CAPM, Capital asset pricing model¹⁹⁹, stima il rischio in termini di variabilità dei rendimenti aziendali rispetto a quelli del mercato azionario $i_2 = B(R_m - i_1)$, dove i_2 , sta per il fattore premio per il rischio, B , sta per Beta factor, e R_m , sta per rendimento medio del mercato azionario. Nel CAPM il rischio totale d'impresa è scindibile in una componente eliminabile attraverso un processo di diversificazione degli investimenti (componente specifica) e un'altra componente macroeconomica, quest'ultima non diversificabile (componente strutturale o sistemica). Il Beta factor va a quantificare proprio quest'ultima attraverso il rapporto tra la covarianza tra i rendimenti della azienda da valutare e i rendimenti dell'intero portafoglio azionario del mercato

¹⁹⁵ S. Ozerturk, Cost of Capital (WACC: Weighted Average Cost of Capital), 2009.

¹⁹⁶ L. Fadda, Il tasso di attualizzazione nella valutazione d'impresa, 1994.

¹⁹⁷ rappresentativa della non distribuzione di una parte dei profitti, la cui destinazione a riserva a precisamente lo scopo di garantire una protezione contro le conseguenze del rischio generale d'impresa U.E.C., La valutazione delle aziende, 1963.

¹⁹⁸ Per l'applicazione si veda E. D'Amico, La stima dell'avviamento delle banche: un'indagine empirica, 1996.

¹⁹⁹ Modello attribuibile congiuntamente a J. Linter, The valuation of risk assets and the selection of risk investment in stock portfolios and capital budget, 1965 e W.F. Share, Capital asset price: a theory of market equilibrium under condition ok risk, 1964 e J. Mossin, Equilibrium in a capital asset market, 1966.

e la varianza dei rendimenti di mercato (A. Damorodan)²⁰⁰. Al fine di completare ed integrare il tema del Beta factor, la formula di Hamada²⁰¹ permette di correggere il beta di settore nel caso di dissonanza tra il rischio finanziario, inteso come grado di indebitamento, tra l'azienda valutata e la media di settore. Tale formula consta di una scorporazione della componente finanziaria dal Beta levered (Beta di settore), attraverso la deduzione del valore di mercato del leverage del campione al fine di trovare un beta Unlevered che attraverso un'operazione di relevering incorporerà esclusivamente il rischio finanziario legato alla sua posizione debitoria. Inoltre possiamo affermare che ricerche empiriche effettuate hanno evidenziato che l'applicazione del CAPM porta ad una sottovalutazione del rischio delle imprese di piccole/medie dimensioni, nelle quali rientrano a far parte anche le start-up, infatti utilizzando questo modello non si riesce ad intercettare il rischio aggiuntivo tipico di queste imprese. Tali realtà infatti sono maggiormente esposte al rischio sistematico per diversi motivi:

- le piccole/medie società non potrebbero mai ricevere aiuti di stato (a differenza delle imprese di grandi dimensioni) nell'ipotesi in cui si trovino a fronteggiare situazioni di insolvenza. In altre parole, hanno un potere contrattuale inferiore alle grandi imprese e, quindi, una minore capacità di rispondere al rischio sistematico.
- generalmente le grandi imprese hanno un management più qualificato rispetto a quello delle piccole/medie imprese e, quindi, più preparato per fronteggiare i rischi.
- le società di grandi dimensioni, e ancor più quelle quotate, hanno degli obblighi informativi maggiori rispetto a quelli delle piccole imprese. Questo permette di limitare il problema delle asimmetrie informative.

3.2.2.1 RR&C Model

Al fine di correggere gli aspetti negativi emersi si è pensato per la valutazione di tener conto di un metodo adatto alle peculiarità precedentemente descritte per una start-up. In particolar modo si è pensato di dare peso all'effetto dimensionale, oggetto di controversia da parte di molti esperti i quali esprimono un modesto scetticismo per come viene posta la questione in quanto spesso sostenitori del filone che descrive i dati storici come imperfetti tanto da poter scartare tutti i risultati delle ricerche che sostengono tale effetto dimensionale. È possibile invece che vi sia il problema di una non corretta misurazione del beta, già affrontata e citata nel paragrafo precedente, di semplici anomalie del

²⁰⁰ Un interessante studio sul CAPM condotto dall' professor A. Damodaran ha portato la definizione dei vari premi per il rischio ($R_m - i_1$) per differenti nazioni e settori, www.stern.nyu.edu

²⁰¹ R.S. Hamada, Portfolio analysis, market equilibrium and corporate finance, 1969.

mercato che sortiscono questo effetto o, semplicemente, l'effetto dimensionale è l'approssimazione di uno o più fattori correlati con la dimensione aziendale. Tradizionalmente si ritiene che le piccole imprese abbiano tassi di rendimento richiesti più alti delle società più grandi perché intrinsecamente più rischiose. Uno studio di Olsen e Troughton mette in mostra la difficoltà nel valutare le imprese piccole e poco conosciute utilizzando le tradizionali misure quantitative del rischio. Queste ambiguità aggiungono rischio all'investimento e necessità di essere maggiormente remunerato al fine di attrarre investitori. Una via alternativa, la più valida applicabile anche al caso delle start-up che per loro natura nascono "piccole", è quella di misurare il rischio idiosincratico nel suo complesso, correggendo il tasso di sconto con un premio aggiuntivo correttivo per il rischio dimensionale. Fino ad ora, gli analisti valutatori di PMI hanno cercato di utilizzare un tasso di sconto basato sul CAPM tenendo presente che le aziende in questione non hanno un mercato dove vendere le loro azioni, il che le limita in termini di liquidità, e che più in generale l'investitore puramente economico concentra tutte le risorse per la propria impresa, per cui risulta difficile che si possa replicare il mercato con un portafoglio, essendo impossibile per diversificare il rischio. L'investitore puramente economico è una sorta di prigioniero del suo investimento, essendo difficile da convertire in denaro contante per mancanza di negoziabilità, come avviene nel caso della maggior parte delle imprese familiari (A. Ramírez, S. Rambaud e J. Cañadas, 2011)²⁰². Pertanto c'è necessità di un modello diverso individuato proprio nel suddetto RR&C Model (M. Vulpiani, 2014)²⁰³, che rispetto al CAPM, cattura il 28% del rischio nelle società quotate e il 49% in quelle non quotate. L'equazione del costo del capitale proprio è riassunta come:

$$K_e = R_f + P_m + P_e$$

K_e = Costo del capitale proprio

P_e = premio idiosincratico o specifico dell'impresa = $[P_m * \sigma_e / \sigma_m]$

P_m = premio di rischio sistematico del mercato dei capitali.

R_f = Risk free rate

σ_i / σ_m = coefficiente di variabilità del rischio

Tale risultato è coerente con l'idea che il rischio della società è proporzionale al mercato e quindi il modo migliore per calcolare P_e risulta partendo da P_m e correggendo per il coefficiente di variabilità

²⁰² A. Ramírez, S. Rambaud e J. Cañadas, Discount rate and cost of capital: Some more about the puzzle, 2011.

²⁰³ M. Vulpiani, Gli aggiustamenti al costo del capitale, OIV Best practices, Deloitte, 2014.

del rischio. La formula alla base di questa intuizione è $K_e = R_f + (R_m - R_f) = R_f + P_M$. Questa espressione ci dice, infatti, che un investitore finanziario vorrà ottenere un rendimento minimo che è la somma del tasso privo di rischio (R_f), e il premio di rischio di mercato (P_M), diversificando senza rischiare in una sola determinata società. In questo modo, egli raggiunge il massimo rendimento con il minimo rischio e con la liquidità massima attraverso il mercato. Quando analizziamo le start-up, ci aspettiamo che un investitore richiederà un supplemento di premio, il premio di rischio specifico (P_e) sull'azienda. Vista la peculiarità delle imprese in fase di start-up questo premio sarà maggiore rispetto a quello richiesto da un investitore puramente finanziario e intercetterà invece la natura economica dell'affare. Infatti gli investitori in start-up si contraddistinguono per il fatto di non rischiare solamente le proprie risorse ma bensì fornire anche un supporto a livello di gestione dell'impresa. Tale investimento dovrebbe essere ritenuto alla pari di un imprenditore che rischia tutte le sue risorse in una società, la quale è la propria principale attività, senza una politica di diversificazione e, allo stesso tempo, mancando la liquidità per altri investimenti nel mercato. Si farà riferimento a tale investitore come economic risk investor²⁰⁴. Così, l'investitore-proprietario che investe in start-up richiede un rendimento minimo superiore a quella dell'investitore puramente finanziario, perché assume il rischio specifico di un'attività economica, senza la diversificazione e, di solito, non c'è liquidità per la sua impresa, dato il limitato tipo di mercato per queste aziende. Affermiamo che il rendimento minimo richiesto sia:

$$K_e = R_f + P_m + P_e$$

Al fine di tener conto anche del Beta nel caso di investitori che non diversificano, è meglio utilizzare la versione del total beta (β_T), perché l'esposizione al rischio è sottostimato dal beta di mercato. Il total beta è definito come:

$$\beta_T = \beta_i / P_{im} = \sigma_i / \sigma_m$$

$$\beta_T = \text{Total Beta}$$

$$\beta_i = \text{Beta di riferimento}$$

$$P_{im} = \text{premio di rischio sistematico del mercato dei capitali di riferimento}$$

$$\sigma_i / \sigma_m = \text{coefficiente di correlazione tra i rendimenti dei titoli e l'indice di mercato.}$$

Se portiamo l'espressione del total beta al caso in cui σ_i è la volatilità della redditività della società,

²⁰⁴ assimilabile al sopracitato investitore puramente economico.

allora $\beta_T = \sigma_i / \sigma_m$. L'idea alla base di questo approccio è il comportamento razionale degli investitori, il che significa che il premio per il rischio richiesto dagli investitori o proprietari è proporzionale al premio di mercato $R_e - R_f = K_e \cdot (R_m - R_f)$ e, di conseguenza, calcolando le deviazioni standard:

$$\sigma_i = K_e \cdot \sigma_m$$

$$K_e = \beta_T = \sigma_i / \sigma_m$$

Si noti, che il total beta coinciderebbe con la versione del beta di mercato nel caso in cui tutte le attività di mercato siano perfettamente correlate, come in questo caso [$\text{cov}(R_m, R_e) = \sigma_m \cdot \sigma_i$] (A. Ramírez, S. Rambaud e J. Cañadas, 2011). Possiamo concludere che:

$$P_e = P_m \cdot \sigma_i / \sigma_m$$

Il total beta ha guadagnato attenzione negli ultimi anni, soprattutto tra gli studiosi della valutazione delle aziende, che vedono il modello come una risposta alle questioni discusse fino ad ora, in particolare sui temi della diversificazione e l'incapacità del CAPM di catturare una grande percentuale di rischio totale di un titolo e la sua volatilità. Tuttavia, bisogna prestare attenzione quando si sostituisce il beta di mercato con il beta totale, perché l'unica vera giustificazione posta a favore di tale teoria è stata fatta da A. Damodaran (2002) nel suo manuale, ma non risulta ripresa da nessun altro articolo scientifico pubblicato. Contrariamente a quanto spesso si sostiene, e che è implicito nel total beta, la redditività delle società in fase di start-up non è né perfettamente correlata con la redditività del mercato e neppure con il debito. Pertanto, è necessario utilizzare un argomento alternativo per dimostrare che il premio rischio di mercato è il total beta proposto da A. Damodaran (2002). Secondo Modigliani e Miller (1958), assumendo che tutte le imprese operano in un mercato dei capitali perfetto, il costo del capitale (k_e) di una società è indipendente sul valore del patrimonio netto (E) e il debito (D). Inoltre, questi autori garantiscono che i rendimenti azionari delle imprese all'interno dello stesso settore sono perfettamente correlati. In questo contesto, il rendimento per un investitore puramente economico che abbia investito tutte le sue risorse nella società, sarà lo stesso del rendimento della sua stessa società e può essere scritto come (A. Ramírez, S. Rambaud e J. Cañadas, 2011):

$$R_e = X_1 R_f + X_2 R_P$$

Di conseguenza, il rendimento totale (R_e) ottenuto da un investitore puramente economico è la somma dei rendimenti di due investimenti: il portafoglio privo di rischio e il portafoglio rischioso meno il costo del proprio portafoglio di debito (A. Ramírez, S. Rambaud e J. Cañadas, 2011):

$$K_e = R_m + (R_e - R_f) = R_m + (R_m - R_f) * \sigma_i / \sigma_m$$

Infine, l'equazione si trasformerà in:

$$K_e = R_f + P_M + P_M * \sigma_i / \sigma_m$$

Tale risultato è coerente con l'idea che il rischio della società è proporzionale al mercato e che quindi il modo migliore per calcolare P_e è utilizzando P_m correggendo per il coefficiente di variabilità del rischio della società per quanto riguarda il mercato, ossia proprio il Total Beta (β_T). Tale Risk Premium si va ad aggiungere al rischio sistematico al pari del rischio paese o altri rischi specifici dell'impresa. Trattandosi di start-up all'equity risk premium dovrà quindi aggiungersi un risk premium, appunto, derivante da un rischio di fallimento molto alto. L'utilizzo della tecnica sopramenzionata farà oscillare questo valore tra il 15% e il 45% (R. Wiltbank, 2007)²⁰⁵ così da “pareggiare” il rendimento atteso da un investitore per il rischio corso.

3.2.2.2 Costo del debito

Al fine di completare l'exkursus su i tassi di sconto, affrontiamo il tema del costo del debito, che dipenderà fondamentalmente da:

- Livello corrente dei tassi di interesse
- La possibilità che l'impresa non sia in grado di rispettare i propri impegni di pagamento degli interessi e del rimborso del capitale (lo spread aumenta in maniera parametrica al rischio d'insolvenza)

Per quanto riguarda l'asset side invece il WACC si rifà alle due componenti evidenziate in precedenza, tasso di congrua remunerazione del capitale e costo del debito, ponderandole rispetto alla struttura delle fonti di finanziamento, ossia al peso della componente equity sul totale dell'impresa e al peso della componente di debito sul totale dell'impresa. Queste operazioni dovranno rispettare in termini di coerenza alcune scelte operative in fase di valutazione, lasciando la possibilità di trovare così valori netti o lordi, reali o nominali. Inoltre dovranno necessariamente bilanciarsi alla fase in cui si troverà l'impresa. Infatti è opportuno che il calcolo del WACC venga effettuato di anno in anno fino al raggiungimento di una sostenibilità e una maturità diversa da quella presente in fase di start-up. Chiarito l'aspetto centrale del Beta e del costo del capitale, proprio e di debito, la fase valutativa

²⁰⁵ Rob Wiltbank, Returns to Angels in Groups, 2007

diventa una mera operazione matematica che attraverso l'aggregazione di questi valori secondo le formule del DCF ci porterà ad un enterprise value comprensivo di: 5 anni valutati analiticamente, più un terminal value.

3.3 Cruscotto di controllo

Dopo aver sviluppato il nostro enterprise value, secondo le accortezze precedentemente illustrate, sorgono i dubbi e i problemi legati alla legittimità e adeguatezza dei dati e del metodo di valutazione usati. Nel capitolo 2 vengono esposti i limiti e le perplessità per il quale il metodo DCF non sia al 100% corretto e da quei dubbi, di carattere sia teorico che pratico, è partito il ragionamento che porterà allo sviluppo di un "cruscotto" di controllo che avvalorerà l'uso di tale metodologia. Intanto l'uso del cruscotto è già prassi aziendale per quanto riguarda il controllo di gestione e consta in un prospetto informativo costituito da un sistema di indicatori di natura economica e finanziaria, in grado di fornire un'informazione tempestiva e concisa sull'andamento dell'impresa (F. Bernabè, 2003)²⁰⁶. Rappresenta un valido strumento di aiuto per la dirigenza e si tratta il più delle volte di un programma informatico collegato al software di gestione contabile ed è personalizzabile sulla base delle effettive esigenze aziendali. Nel caso di una start-up utilizzeremo tale strumento come punto di congiunzione tra l'ideazione e la stesura di business plan e la sua realizzazione pratica. Il sistema informativo fornito dal cruscotto consente di semplificare notevolmente il controllo delle aree maggiormente sottoposte a valutazioni soggettive, indirizzando l'attenzione verso i punti e le aree aziendali di maggior interesse. Per ognuna di queste aree strategiche infatti si possono stabilire standard di riferimento in grado di intercettare eventuali anomalie. La misurazione avverrà tramite specifici indicatori; lo scostamento dallo standard stabilito verrà segnalato tempestivamente dal sistema, generando un funzionale sistema di alert. Costruire un cruscotto aziendale non è un'operazione difficile ma prevede il rispetto di una serie di passaggi:

1. Definire il tipo di cruscotto e le finalità.
2. Scegliere i KPI (Key Performance Indicator) da inserire nel cruscotto.
3. Predisposizione del controllo.
4. Modificare eventualmente le azioni da intraprendere.

1) La definizione del cruscotto è una tematica che non può prescindere dalla specificità del business dell'azienda valutata. La decisione in merito alla tipologia di cruscotto aziendale dipenderà quindi notevolmente dalle informazioni a nostra disposizione. Tra le tipologie di cruscotto divideremo quelle

²⁰⁶ F. Bernabè e altri autori, L'evoluzione del controllo di gestione. Modelli ed esperienze, 2003.

“aziendale”, ossia con finalità di controllo sull'andamento generale dell'impresa che raccoglie informazioni economiche e finanziarie sull'intera struttura aziendale, da quelle “specifiche”, che invece rivolge l'attenzione su specifiche aree produttive/organizzative e può interessare dunque voci di marketing, risorse umane, qualità dei prodotti, magazzino etc. etc.

2) Il secondo passo è quello di stabilire gli indicatori chiave di prestazione (Key Performance Indicators), ossia gli indici che dovranno monitorare le specifiche voci prese in esame. È indispensabile in questa fase avere ben chiaro l'obiettivo alla quale si prefigge tale procedimento e scegliere conseguentemente gli aspetti da monitorare, tant'è che le aree da analizzare potranno interessare i processi interni, le prospettive di crescita e apprendimento aziendale, il rapporto con il mercato e la clientela. Tra i Kpi maggiormente interessanti, nonostante abbiamo già specificato che la scelta di essi dipenderà fondamentalmente dalla bontà e la disponibilità dei dati, facciamo riferimento a valori che spiegano o sono conseguenze delle varie assunzioni fatte in fase di stesura business plan. La nostra analisi si è basata principalmente su 6 valori fondamentali da usare come punti di riferimento per la valutazione del business plan:

- Crescita percentuale del fatturato, misura la capacità dell'azienda di avere e accrescere i propri ricavi ed è fondamentale per le start-up in quanto rispecchia la capacità di arrivare ai propri clienti con successo. Tale dato inoltre è facilmente riscontrabile e raggiungibile e si presta ottimamente al confronto.
- Fatturato o utile netto su numero di dipendenti, rispecchia la capacità conferita ad ogni dipendente di creare valore. Risulta essere molto utile nelle fasi iniziali in quanto una voce di spesa molto rilevante risulta essere la spesa per il personale. Come per la crescita percentuale del fatturato è un valore di semplice reperimento e risulta facile e rapido nel confronto. Inoltre è particolarmente utile comparare il risultato del rapporto con il costo industriale medio e verificare se la differenza tra questi due valori s'avvicina alle 7-8 volte il costo industriale sostenuto. Questo dato non è assolutamente univoco per tutte le start-up e per tutti i settori infatti in ogni caso bisognerà considerare parametri ponderati all'attività svolta.
- Return On Investment (ROI), tradotto come indice di redditività del capitale investito o ritorno sugli investimenti, è un indice di bilancio che indica la redditività e l'efficienza economica della gestione caratteristica a prescindere dalle fonti utilizzate: esprime, cioè, quanto rende il capitale investito in quell'azienda (T. Horngren, L. Sundem, W. Stratton, 2007)²⁰⁷.

ROI = risultato operativo / capitale investito netto operativo

²⁰⁷ T. Horngren, L. Sundem, W. Stratton, Programmazione e controllo, 2007.

dove per Risultato operativo si intende il risultato economico della sola Gestione Caratteristica (v. Conto economico)²⁰⁸, mentre per Capitale Investito Netto Operativo si intende il totale degli impieghi caratteristici al netto degli ammortamenti e degli accantonamenti, ossia l'Attivo Totale Netto meno gli Investimenti Extra-caratteristici. In sintesi, si tratta di un rapporto tra il risultato operativo globale dell'azienda e il capitale (calcolato in media) investito nell'esercizio economico, nel corso di uno stesso anno d'esercizio.

- Return On Equity (ROE), è un indice di redditività del capitale proprio. Esprime, in massima sintesi, i risultati economici dell'azienda. È un indice di percentuale per il quale il reddito netto (RN) prodotto viene rapportato al capitale netto (CN) o capitale proprio dell'esercizio T-1, ossia alla condizione di produzione di diretta pertinenza (P. Dubini, 2010)²⁰⁹. Per poter dire se un dato valore di ROE è buono o cattivo bisogna metterlo a confronto con il rendimento di investimenti alternativi (BOT, CCT, depositi bancari, ecc.) o con i Roe delle rispettive comparables, e cioè valutare il costo opportunità dell'investimento nell'azienda in questione.

$ROE = \text{Reddito netto di esercizio} / \text{Mezzi propri}$

- Return On Sales (ROS), Ritorno sulle vendite. È uno degli indici più significativi dell'efficienza di un'azienda. Si ottiene mettendo in rapporto il risultato operativo e il fatturato, cioè il volume dei ricavi di vendita. In numeratore è il cosiddetto EBIT (Earning Before Interest and Taxes)²¹⁰, cioè il guadagno complessivo dell'attività caratteristica dell'azienda prima che vengano dedotti i costi per interessi passivi e tassazioni. Utili indicazioni si ottengono da un'analisi dinamica del comportamento dell'indice relativo a un'impresa e anche dal suo confronto con i valori raggiunti dalle concorrenti.
- Grado di indebitamento (Debito su Equity), Le imprese utilizzano il ricorso al debito (ovvero l'uso di capitali di terzi quali banche o altri finanziatori) come fonte di finanziamento, sia per il suo costo, generalmente inferiore a quello del capitale di rischio (specialmente i debiti a lungo termine), sia per il vantaggio fiscale che esso genera infatti vi è da considerare che gli interessi passivi, formalmente denominati oneri finanziari, che esso genera possono essere usati in sede di stesura del bilancio d'esercizio per diminuire l'utile ante imposte, permettendo un abbattimento delle stesse, aumentando così il valore dell'impresa. Più il rapporto di indebitamento è elevato, più l'impresa e la sua attività economica sarà considerata rischiosa: ad un aumento del rischio corrisponde un aumento della remunerazione attesa dai finanziatori e quindi degli oneri finanziari che l'impresa dovrà sobbarcarsi per reperire ulteriori finanziamenti. A livello economico un

²⁰⁸ Conto economico, normato dal Codice civile art.2423-2425.

²⁰⁹ P. Dubini, Bilancio & gestione Istruzioni per l'uso, 2010.

²¹⁰ www.treccani.it

incremento dell'indice si traduce quindi in un aumento degli oneri finanziari, dovuto sia al maggiore tasso di interesse richiesto per i finanziamenti ricevuti sia al fatto che gli oneri finanziari sono calcolati su una base più ampia. È intuitivo comprendere come questo in casi estremi possa portare al fallimento dell'azienda. Alla luce di quanto esposto l'indebitamento risulta conveniente fino a quando il rendimento atteso dall'investimento dei capitali raccolti è maggiore del costo dei capitali stessi. Genericamente si può affermare che, in media, se il rapporto assume valori compresi fra 1 e 2 l'impresa è in uno stato di corretto equilibrio nell'ambito delle fonti di finanziamento, mentre se il rapporto assume valori superiori a 2 l'impresa è da considerarsi sottocapitalizzata (capitale proprio insufficiente), per cui occorre effettuare un processo di ricapitalizzazione (aumento del capitale di rischio). Il tema dell'indebitamento finanziario e le varie teorie su di esso sono state già affrontate nel paragrafo 2.1.5.

Essendo questa un'illustrazione dimostrativa e non definitiva e assolutamente in chiave evolutiva per ulteriori Kpi possiamo fare riferimento ad un articolo pubblicato su startups.co e ripreso da diverse riviste di settore, di Phil Nadel, co-founder e managing director di Barbara Corcoran Venture partners dove vengono specificati i Kpi da tenere sotto controllo in una start-up. L'articolo recita: "I Kpi, se costruiti correttamente, danno alla direzione e ai potenziali investitori un'istantanea fredda e analitica dello stato della società, priva di emozione o retorica." Sempre nello stesso articolo l'autore ci illustra quali Kpi ritiene siano importanti comprendere appieno e attraverso una categorizzazione effettuata da David Ehrenberg in un articolo pubblicato sulla nota rivista Forbes possiamo suddividere i vari Kpi in categorie di misurazione:

- Metriche riferite al cliente, "Building traction",
 - Costo di acquisizione del cliente ("CAC"). CAC è la quantità di denaro da spendere per la vendita, il marketing e le spese correlate, in media, per acquisire un nuovo cliente. Ciò ci spiega l'efficienza del marketing, ed è molto più significativo se combinato con alcune delle altre metriche riportate di seguito e rispetto ai CAC dei concorrenti.
 - La conversione è un Kpi molto indicativo in quanto rivela una combinazione tra la capacità dell'azienda di vendere i suoi prodotti e il desiderio dei clienti verso il prodotto, inoltre è particolarmente istruttivo tenere traccia e rivedere il tasso di conversione nel tempo.
 - Il tasso di ritenzione o conservazione (Churn Rate) ossia la percentuale di clienti che si mantengono in un dato periodo di tempo, ovviamente in caso di startup con una vita utile maggiore dell'anno. Quando vediamo elevati tassi di conservazione per un periodo

indicativo, sappiamo che la società ha un prodotto “appiccicoso” e che sta mantenendo i suoi clienti soddisfatti. Questo è anche un indicatore dell'efficienza del capitale.

- Per aziende che dispongono di applicazioni o siti di social networking, gli utenti attivi mensili ("MAU") sono un Kpi importante. MAU è il numero di utenti unici che risultano attivi all'interno dell'app o del sito in un periodo di trenta giorni. La comprensione del MAU è utile per determinare il potenziale di entrate di un'azienda o per quanto è effettivamente monetizzabile.
- Metriche di vendita, “Creating a Growth Engine”
 - Lifetime Value ("LTV") è la misura del valore netto di un cliente medio all'azienda per la durata stimata del rapporto con essa. Comprendere questo numero, specialmente in relazione al CAC, è fondamentale per determinare se l'azienda sia sostenibile o meno.
 - ARPU (reddito medio per utente), è una misura del contributo medio del cliente al reddito. Un livello crescente di tale valore può significare un grado di apprezzamento del cliente finale che aumenta la propria spesa.
 - Revenue Run Rate, ossia il tasso di gestione dei ricavi misura come le vendite e quindi il fatturato, si sviluppa nel tempo. Tale valore può aiutare a capire quanto è probabile che si siano centrate le previsioni effettuate.
- Metriche di gestione finanziaria
 - Tempo di recupero del CAC (o mesi per recuperare il CAC). Questo Kpi misura in quanto tempo un cliente riesce a generare reddito netto per la società per coprire il CAC. Il tempo di ripristino CAC ha un impatto diretto sul flusso di cassa e, di conseguenza, sulla valutazione. In altre parole misura la quantità di tempo che la società impiega per generare un flusso di cassa monetario disponibile, espresso in termini di mesi. Si preferisce osservare una stima conservativa di tale valore in quanto coperture brevi di cassa possono provocare “miopia” nei founders che in caso di necessità non hanno la libertà di modificare la propria strategia quando necessario e inoltre li costringe a concentrarsi sul prossimo round di raccolta fondi, invece che preservarsi per la crescita dell'azienda.
 - Espresso come percentuale il margine di profitto, “Profit Margin”, ci dice quanto il prodotto/servizio crea, in termini di crescita del valore societario, per il prezzo effettivo del prodotto stesso. Cambiando punto di vista, rivela quanto il prezzo di vendita riesca a fare "mark-up". Questa metrica ci permette di considerare il ritorno sull'investimento sul costo del prodotto ed è significativo per comprendere la scalabilità e la sostenibilità dell'azienda.

Come già specificato in precedenza questa è un'illustrazione parziale e la scelta dei Kpi utili dipende dalle informazioni disponibili e dagli obiettivi prefissati.

3)La predisposizione del cruscotto avverrà già prima della fase valutativa durante la stesura del business plan. Il controllo avverrà attraverso un confronto, con una player del settore o un panel creato ad hoc, tra i Kpi individuati. La scelta della controparte dovrà essere frutto di una attenta ponderazione che dovrà riguardare, ove ne esistano, aziende dello stesso settore. Ovviamente la componente tempo non dovrà essere accantonata e bisognerà prendere in considerazione l'azienda usata come benchmark anche essa nei suoi stadi iniziali. La difficoltà nel reperimento delle informazioni necessarie è effettivamente il maggior problema nella fase di confronto. La mancanza o la non reperibilità di un'azienda simile per prodotto offerto, business model o settore potrà essere colmata, per determinati Kpi, da ricerche su scala mondiale o continentale fornite da importanti aziende che si occupano di dinamiche aziendali come per esempio sulla crescita media del fatturato delle migliori startup eseguita da Deloitte²¹¹. Dal punto di vista meramente pratico i Kpi sono valori che si autoalimentano attraverso sistemi già implementati che permettono la simultanea correzione degli indicatori dovuti a cambiamenti delle voci da cui derivano. Gli standard di riferimento invece come abbiamo appena descritto saranno estrapolati da informazioni esterne alla start-up.

4) L'analisi del cruscotto aziendale porta al raggiungimento di due obiettivi: l'accrescimento della conoscenza della start-up e l'eventuale avallo della valutazione aziendale effettuata. A seconda delle informazioni derivanti dal cruscotto sia i founders, sia i potenziali investitori potranno desumere alcune informazioni importanti quanto la valutazione stessa oltre che fornire un campanello di allarme in caso di scostamento dagli standard richiesti. Infatti in caso gli scostamenti raggiungano livelli di allarme si ha la possibilità di modificare o ripensare ad alcuni comportamenti e azioni aziendali al fine di correggere il tiro (ossia la valutazione).

3.4 L'analisi delle componenti qualitative

Dopo la fase di valutazione dei flussi di cassa della start-up e il loro controllo tramite cruscotto, il valore intrinseco della start-up non può prescindere da elementi intangibili che esulano dalla mera valutazione di dati. Al fine di completare e dare un valore societario coerente con le possibilità del gruppo di lavoro e del prodotto o servizio in sé, utilizzeremo un metodo già approfondito in questa sede al Capitolo 2 paragrafo (2.3.7), ossia il metodo Scorecard. Utilizzeremo

²¹¹ www2.deloitte.com

suddetto metodo come confronto con altre imprese già finanziate, come il metodo describe, ma le ponderazioni avranno come punto di riferimento il valore del DCF della start-up. In altre parole useremo come base la valutazione derivante dall'utilizzo del DCF soppesandola per le variabili al quale il metodo scorecard attribuisce un peso. Tale passaggio risulta a nostro parere fondamentale per l'unione dei due aspetti che maggiormente influiscono nella valutazione di una società, ossia l'aspetto oggettivo e l'aspetto soggettivo. Attraverso questa fase infatti riusciamo ad integrare aspetti non strettamente monetari con una valutazione, DCF, che tende invece a rispecchiare la capacità della neo-impresa di fare cassa. Inoltre permette un serio e doveroso confronto con le realtà già presenti e con la quale la start-up si contende risultati, possibili finanziamenti e potenziali investitori. Dal punto di vista pratico la scorecard si presenterà così (B. Payne, 2006)²¹²:

Tabella 9: Scorecard Ponderation

COMPARISON FACTOR	WEIGHT	COMPARISON	FACTOR (W*C)
Strenght of Entrepreneur and Team	0-30%	0-150%	0-0.45
Size of the Opportunity	0-25%	0-150%	0-0.375
Product/Technology	0-15%	0-150%	0-0.225
Competitive Enviroment	0-10%	0-150%	0-0.15
Marketing/Sales/Partnerships	0-10%	0-150%	0-0.15
Need for Additional Investment	0-5%	0-150%	0-0.075
Others factors	0-5%	0-150%	0-0.075
SUM OF THE FACTORS	100%		0-1.5

Fonte: elaborazione personale, 2018.

La struttura della scorecard presenta una sezione “Comparison Factor” dove vengono elencati i fattori che si è preso in considerazione:

- Strenght of Entrepreneur and Team, dove viene valutato il capitale umano presente all'interno della start-up.
- Size of the Opportunity, dove viene valutata in senso lato l'opportunità di business in cui la start-up concentra il proprio core business.
- Product/Technology, dove viene valutato in termini qualitativi il prodotto e il livello di tecnologia utilizzato.
- Competitive Enviroment, dove viene valutato l'ambiente competitivo nel quale si inserisce l'impresa.
- Marketing/Sales/Partnerships, dove vengono valutati le componenti della start-up che si rivolgono all'esterno quali marketing, canali di distribuzione e i rapporti con i partner.

²¹² Bill Payne, Definitive Guide to Raising Money from Angels, 2006.

- Need for Additional Investment, dove vengono valutati gli scenari successivi ed in particolare la possibilità di investimenti addizionali.
- Others factors, dove vengono valutati dei generici fattori possibili di disturbo o di vantaggio.

La valutazione di questi fattori avverrà secondo lo schema seguente (B. Payne, 2011)²¹³:

Tabella 10: Fattori che impattano sulla valutazione

Factors and issues	
IMPACT ON THE VALUATION OF PRE-REVENUE, STARTUP COMPANIES	
Weighting	
0-30%	Strength of the Entrepreneur and Management Team
	Impact Experience
	+ Many years of business experience
	++ Experience in this business sector
	+++ Experience as a CEO
	++ Experience as a COO, CFO, CTO
	+ Experience as a product manager
	- Experience in sales or technology
	--- No business experience
	Impact Willing to step aside, if necessary, for an experienced CEO
	--- Unwilling
	0 neutral
	+++ Willing
	Impact Is the founder coachable?
	+++ yes
	--- No
	Impact How complete is the management team?
	- Entrepreneur only
	0 One competent player in place
	+ Team identified and on the sidelines
	+++ Competent team in place
0-25%	Size of the opportunity
	Impact Size of the target market (total sales)
	-- < \$50 million
	+ \$100 million
	++ > \$100 million
	Impact Potential for revenues of target company in five years

²¹³ Bill Payne, Scorecard valuation methodology, Establishing the Valuation of Pre-revenue, Start-up Companies, 2011.

	--	< \$20 million
	++	\$20 to \$50 million
	-	> \$100 million (will require significant additional funding)
0-15%	Strength of the Product and Intellectual Property	
	Impact	Is the product defined and developed?
	---	Not well define, still looking a prototypes
	0	Well defined, prototype looks interesting
	++	Good feedback from potential customers
	+++	Orders or early sales from customers
	Impact	Is the product compelling to customers?
	---	This product is a vitamin pill
	++	++ This product is a pain killer
	+++	This product is a pain killer with no side effects
	Impact	Can this product be duplicated by the others?
	---	Easily copied, no intellectual property
	0	Duplication difficult
	++	product unique and protected by trade secrets
	+++	Solid patent protections
0-10%	Competitive Environment	
	Impact	Strength of competitors in this marketplace
	--	Dominated by a single large player
	-	Dominated by several players
	++	Fractured, many small players
	Impact	Strength of competitive products
	-	Competitive products are excellent
	+++	Competitive products are weak
0-10%	Marketing/Sales/Partners	
	Impact	Sales channels, sales and marketing partners
	---	Haven't even discussed sales channels
	++	Key beta testers identified and contacted
	+++	Channels secure, customers placed trial orders
	-	No partners identified
	++	Key partners in place
0-5%	Need for additional rounds of funding	
	+++	None
	0	Another angel found
	-	Need venture capital
0-5%	Other	
	++	Positive other factors

Nella figura 11 viene illustrata una proposta dei principali fattori che interferiscono nella valutazione delle componenti qualitative della start-up e ovviamente risulterà essere solo una base da cui partire non escludendo in maniera alcuna ulteriori fattori che potranno essere inseriti e quindi ponderati a seconda della fattispecie presa in considerazione. La valutazione dei fattori avverrà secondo la presenza o meno dei fattori nella start-up e per ogni voce se presente o meno corrisponderà un valore che parte da --- e arriva in crescendo a +++. Il valore 0 corrisponde ad un fattore che valutato indifferente ai fini della nostra analisi. La seconda sezione della figura 4 cita la voce “Weight”, ossia il peso di ogni categoria di fattori comparativi. La somma di essi risulterà sempre il 100% a meno che di partenza non si sia fatte assunzioni per la quale i valori ponderati non corrisponderanno all’intero importo derivante dalla valutazione DCF. Il peso e quindi il valore più importante (30% della valutazione complessiva) viene attribuito alla forza e alle capacità dell’imprenditore e del team del management che gli fa seguito, ove presente. Ciò vorrà dire che il 30% del valore dell’impresa individuato con il metodo DCF dipenderà dalla valutazione dei fattori rientranti in questa categoria rispetto ad un giudizio che potrà essere assoluto o relativo, ciò determinato dalla presenza o meno di comparables. Il peso dell’opportunità di mercato che la start-up potrà cogliere peserà il 25% della valutazione precedente. Al prodotto/ servizio la ponderazione peserà per il 15% mentre scende al 10% per l’ambiente competitivo e la capacità di marketing, vendita e i partners. Il minor peso, ossia il 5%, è attribuito alla necessità di ulteriori finanziamenti o meno e ad una categoria residuale. Nella terza sezione troveremo il valore Comparativo dei fattori in esame. Esso deriverà dalle valutazioni dei fattori nella figura 4. Di regola ogni + o – corrisponderà ad una percentuale in aggiunta o in diminuzione che andrà a formare il fattore comparativo indicato nella sezione Comparison. La somma di + e – verrà ponderata in maniera da far risultare un minimo valore dello 0% e un massimo del 150%. Tale operazione dovrà essere effettuata per ogni categorie di fattori. Alla fine di tale procedimento basterà moltiplicare il valore del peso (W) con il valore del fattore comparativo (C). La somma di questi valori porterà ad un valore moltiplicativo finale che oscillerà tra lo 0 e 1.5. Il valore in questione dovrà essere poi moltiplicato con il valore oggettivo derivante dalla valutazione con il metodo DCF. In tale maniera sulla base del valore derivante da elementi quantitativi riusciremo a ponderare quegli elementi di natura qualitativa che nella valutazione mediante il metodo DCF non sono riusciti ad essere intercettati.

Capitolo 4 – Valutazione della start-up: JobTube

Premessa: opportunità e scelta della start-up valutanda

La start-up che andremo a valutare come case study della metodologia esposta e descritta nell'elaborato è un progetto che prende il nome di JobTube. L'opportunità di valutazione di questa start-up nasce dalla collaborazione della stessa con la società di consulenza L4V, Looking4Value, per la quale il sottoscritto è stato impegnato nel suo tirocinio curriculare. Il lavoro sull'evalutaion aziendale si inserisce in una più ampia collaborazione della stessa con L4V, che è stata incaricata di presentare un documento che possa essere di riferimento per le attività della futura impresa. Così facendo mi è stato lasciato modo di sviluppare e mettere in pratica quella che nel capitolo precedente abbiamo definito e circoscritto come una nuova metodologia di valutazione di start-up. Il ripensamento dell'apparato valutativo effettuato è stato sviluppato appositamente per JobTube, anche se esso è implementabile e applicabile a tutte le strat-up indistintamente. Il lavoro effettuato sulla start-up rispecchierà, quindi, simmetricamente ciò che è stato descritto dal punto di vista teorico. A convalida del metodo proposto, con particolare soddisfazione, affermiamo in primis che, il "cliente", JobTube, sta portando avanti effettive trattative con diversi Venture capitalist e Business angel basandosi sul valore economico del capitale aziendale individuato con la metodologia discussa ed esposta in tale elaborato. In questo capitolo verranno illustarti i passaggi e le disamine effettuate per la valutazione di questa particolare start-up.

4.1 Descrizione della start-up: JobTube.

La start-up nasce con l'idea di fornire un servizio rapido ed innovativo per la gestione degli annunci da parte delle aziende e per le candidature dei candidati potenziali che cercano lavoro, creando un network smart e sempre a portata di click. JobTube trae beneficio dalla tecnologia video per accorciare le distanze e i tempi tra aziende e possibili candidati e nel contempo sfrutta il crescente trend del video-recording per esaltare le peculiarità e le skills di ogni candidato. Essa permette di gestire le prime fasi del recruitment con rapidità ed efficienza, tramite appunto il mezzo "video", arricchendo il mondo della selezione e ricerca lavoro con una componente audiovisiva che non emerge dai curricula classici. La piattaforma e l'app di JobTube permetteranno di raggiungere gli utenti in ogni luogo favorendo il match tra domanda e offerta di lavoro mentre il suo Freemium model e i servizi offerti porteranno JobTube e il suo team ad essere apprezzata da tutte le tipologie di utenti.

La neonata azienda si trova, al momento dell'analisi²¹⁴, in una fase pre-money, da considerarsi ancora seed, visto che si sono gettate le basi per lo sviluppo futuro ma che il prodotto non è stato ancora né testato né finalizzato. I 4 founders, formano, per ora, il nucleo centrale di JobTube ma grazie alle loro capacità complementari riescono a coprire tutte le fasi necessarie per il futuro sviluppo dell'idea. Al fine di comprendere meglio cosa intende fare e dove si vuole proiettare JobTube inseriamo tre elementi classici di un Business plan che permettono di identificare la società:

- Value Proposition. Offriamo a chi cerca lavoro e a chi seleziona personale la possibilità di cambiare il proprio futuro raccontando le esperienze passate e gli obiettivi futuri, non solo a parole... ma mettendoci la faccia!
- Mission. Realizzare una piattaforma di video-recruitment che migliori l'esperienza dei candidati e diminuisca i costi delle aziende nelle fasi di selezione e screening dei curricula.
- Vision. Diventare il primo canale di comunicazione nell'e-recruitment, rendendolo più efficiente ed innalzando la qualità della selezione tramite servizi interattivi e integrati con il mondo dei social media.

4.2 Ambiente competitivo

Quindi JobTube, come si intuisce nella breve descrizione precedente, si inserisce nel settore del recruitment, puntando in ogni caso in quella “zona” che viene definita e-recruitment. Negli ultimi vent'anni, infatti, il World Wide Web (WWW) ha cambiato radicalmente i processi di screening dei curricula e selezione dei candidati ed ha portato aziende e head hunters ad utilizzare internet nel loro processo di ricerca così che nasce l'e-recruitment negli anni Novanta negli Stati Uniti. Di fatti, una delle tematiche più delicate che le Risorse Umane di un'azienda si trovano ad affrontare, è riuscire a selezionare i candidati con le skills e knowledge indicati per essere inseriti efficientemente all'interno della realtà aziendale. Quindi, l'e-recruitment si pone l'obiettivo di rendere più efficaci e snelli i primi tre passaggi rappresentati nella figura sottostante.

Figura 1: Steps processo di recruitment

²¹⁴ Il business plan a cui si fa riferimento risale a Luglio 2017, mentre i gli ultimi dati aggiornati si riferiscono a Dicembre 2017.



Fonte: Business Plan JobTube, L4V, 2017.

Negli ultimi anni si è assistito ad un boom inerente a nuove tecniche di recruiting che possiamo chiamare e-recruitment o recruitment online, il cui obiettivo principale è quello di aumentare le possibilità di contatto tra le aziende che assumono e chi cerca lavoro. Più precisamente, l'e-recruitment è il processo aziendale attraverso il quale le aziende che desiderano assumere nuovo personale possono selezionare i candidati tramite la pubblicazione di annunci su piattaforme online specializzate per e-recruitment ed employer branding, su social network professionali oppure su siti di annunci di lavoro (o Job Board)²¹⁵. In conclusione, lo sviluppo di tutti questi strumenti è generato dalla possibilità di rendere il recruiting aziendale più veloce, snello e meno oneroso in termini di costi e impiego di risorse per effettuare le fasi di reclutamento classico. La tabella seguente sintetizza i principali vantaggi e svantaggi dell'e-recruitment.

Tabella 11: Vantaggi e svantaggi dell'e-recruitment

Vantaggi dell'e-recruitment	Svantaggi dell'e-recruitment
<ul style="list-style-type: none"> ○ Acquisizione di molti curricula in un tempo breve e velocità nella loro consultazione ○ Riduzione dei costi di recruitment grazie all'automatizzazione delle prime fasi del processo di selezione con la creazione di un database di curricula 	<ul style="list-style-type: none"> ○ La strutturazione di tali piattaforme, siti e social network diminuisce il contatto umano con i potenziali candidati. ○ La grande quantità di curricula arrivati per un'unica posizione che può essere impegnativa da gestire in

²¹⁵ Borgatti, Ferelli, Gandolfi e Iurilli, *E-Recruitment e Social Recruitment, Master in Risorse Umane e Organizzazione 2015/2016*, FondazioneIstud

- | | |
|--|---|
| <p>e di dati uniformi grazie all'applicazione di filtri (screening iniziale).</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Abbattimento delle barriere geografiche per candidati e imprese che grazie all'e-recruitment possono rispondere ad annunci o e ricevere candida da ogni paese del mondo. | <ul style="list-style-type: none"> ○ caso non si adottino delle tecniche adeguate di archiviazione dati e workflow valutativo ed approvativo. ○ L'eccessiva strutturazione e rigidità dei form da riempire per i candidati può portare ad avere notizie incomplete sui candidati. |
|--|---|

Fonte: elaborazione personale, 2018.

Partendo dall'analisi degli svantaggi dell'e-recruitment, un modo per fronteggiare in parte tali problemi, si potrebbe identificare in un particolare ramo, proprio dell'e-recruitment, che sta prendendo sempre più piede: il video recruitment, che secondo un'indagine, condotta dalla Dott.ssa Laurano di Aberdeen Group, già nel 2013 il 32% delle aziende ha investito in video-colloqui, con una crescita del 11% rispetto all'anno precedente.²¹⁶ Il video-recruitment è un nuovo canale comodo e veloce per l'azienda che può effettuare un primo screening dei candidati per una posizione lavorativa. Invece, per il potenziale candidato, è un modo di mettersi in gioco e raccontare la sua esperienza professionale e accademica, le sue attitudini e le sue capacità nei secondi concessi dal video, dove potrà mettersi in primo piano ed esporsi per la posizione lavorativa per cui si sta candidando. Inoltre, questo nuovo strumento di selezione permette di vedere la persona mentre si racconta e di captarne i gesti, le espressioni e tutto il linguaggio non verbale, ma anche del corpo che è parte integrante del processo valutativo effettuato tipicamente dalle Risorse Umane. Anche per i Job Seekers con il video si ha la possibilità di dimostrare le proprie capacità in un tempo limitato, in cui viene premiata la sintesi e la chiarezza espositiva. Chiaramente, ci sono anche degli svantaggi in questa nuova modalità di recruitment che, se da un lato facilita il lavoro dei recruiters rendendolo più veloce e dà maggiore visibilità ai candidati, dall'altro invece può dar luogo a dei pregiudizi o predilezioni dovuti all'aspetto fisico o al modo di presentarsi più affabile di alcuni candidati. Valutati tutti i pro e i contro del video-recruiting, tale fenomeno sta avendo molta risonanza; infatti il 25% delle prime 100 aziende per Fortune sta usando il video come forma di selezione dei candidati al posto dei tradizionali strumenti.²¹⁷ Ma la cosa più interessante è che il video-recruitment si sta diffondendo e viene utilizzato dal 24% delle aziende²¹⁸. Andando più nello specifico, un'indagine, svolta da Hivejobs²¹⁹, che ha coinvolto 727 persone del mercato americano (di cui 64% tra i 31 e 55 anni e il 34% tra i 25 e i 30 anni), ha evidenziato che circa l'8% dei partecipanti ha dichiarato di aver affrontato tra i 5 e i 10 video-colloqui nella propria carriera e che il 74% degli intervistati ritiene che

²¹⁶ www.ilsole24ore.com

²¹⁷ www.cornerstoneondemand.com

²¹⁸ www.shrm.org

²¹⁹ hivejobs.wordpress.com

nel 2020 il colloquio tradizionale, almeno per le prime fasi selettive, cederà il passo ai video-colloqui. Un'altra comodità infatti di quest'ultimi è la possibilità di effettuarli grazie ad uno smartphone e non necessariamente tramite pc fisso. JobTube colpisce proprio questa crescente necessità che porta le aziende a richiedere sempre più un contatto visivo col potenziale candidato mentre dall'altro lato è fruibile in maniera rapida e veloce da parte dei candidati, sempre più padroni di mezzi quali gli smartphone e più in generale le tecnologie video.

4.3 Driver di valutazione

4.3.1 Assunzioni

Per effettuare una valida valutazione di una start-up, come nel caso di JobTube, ci affideremo all'argomento core di questa trattazione. Le linee guide di questa valutazione ricalcano i passaggi logici effettuati in precedenza. Nel caso di JobTube, la valutazione è partita affidandoci ad un modello base di valutazione, utilizzando lo strumento excel, e creando quelli che sono i collegamenti tra i fogli di lavoro così da avere uno strumento rapido e preciso, in caso di ripensamento di assunzioni e dati, e sostanzialmente utile al nostro lavoro di valutazione. Partendo dalle assunzioni fatte in fase di analisi del mercato di riferimento, ossia quello del recruitment, troviamo riportata di seguito una tabella riassuntiva:

Tabella 11: Assunzioni

CONTO ECONOMICO		
CRESCITA COSTI OPERATIVI	2%	
TASSO D'INFLAZIONE	2%	www.inflation.eu
ECONOMIE DI SCALA	5%	
CRESCITA PREZZO SERVIZI	2%	
TASSO DI CRESCITA MERCATO	12,7%	www.ibisworld.com
BP 1°YEAR (BP 5 YEARS)	2018	
STATO PATRIMONIALE		
OTHER CURRENT ASSETS	0,0%	
INVENTORY ON COGS (EVALUATED AT COST)	10,0%	
REVALUATION RESERVE	0,0%	
LEGAL RESERVE	5,0%	Codice civile, art. 2430
IRES (average rate)	24,0%	www.guidafisco.it
IRAP (average rate)	3,5%	www.guidafisco.it
% TFR	6,9%	tfr-fondipensione.it
DIVIDENDS DISTRIBUTION	0,0%	
NET INCOME RETAINED	95,0%	

OTHER RESERVE	0,0%	
OTHER CURRENT LIABILITIES	0,0%	
DEFERRED TAXES	5,0%	
RAL	80,0%	

Fonte: Business Plan excel di JobTube, L4V, 2017.

4.3.2 Target di riferimento

Nel procedere con gli elementi essenziali della valutazione non possiamo prescindere dall'analisi di mercato che sarà il punto cardine per poter affrontare le stime sulla fattibilità economica dell'investimento. La suddetta analisi verte su diversi drivers:

- Il mercato, per il quale sottintendiamo il valore del mercato mondiale dell'e-recruitment (o online recruitment) stimato a circa \$ 4 miliardi (circa € 3.5 miliardi) di fatturato, ed ha una crescita annuale pari all'12,7%. Di conseguenza, le proiezioni per il 2022 mostrano un valore pari a € 9.2 Miliardi. A livello Europeo, secondo la World Employment Confederation, il mercato totale del recruitment è stimato essere il 29,5% di quello mondiale che, quindi, porta ad una stima di circa € 1 miliardo per il mercato dell'e-recruitment nel 2014. Invece, la quota di mercato italiana del recruitment è pari al 2% del mercato globale che quindi fa stimare il mercato dell'e-recruitment per circa € 70 milioni; il cui valore potrà raggiungere € 183 milioni nel 2022. Se rapportiamo il valore del mercato dell'e-recruitment al PIL italiano nel 2014²²⁰, ne rappresenta lo 0,043%. Gli attori che operano nel mercato dell'e-recruitment ad oggi possono essere suddivisi principalmente in tre categorie²²¹:
 - Siti di annunci lavoro (Job Board): piattaforme di recruitment che si compongono di una facciata di ricerca da parte dei candidati, che si limitano a pubblicare sulla bacheca il proprio curriculum e, eventualmente, ad aggregare i propri dati all'interno di un profilo personale.
 - Social network professionali: hanno l'obiettivo di sviluppare contatti professionali e si basano sulla creazione di networking. Si caratterizzano per l'alto livello di interazione tra gli attori in gioco, e per la condivisione continua non solo di curricula e posizioni lavorative aperte, ma anche di news ed informazioni di interesse professionale.

²²⁰ www.soldionline.it

²²¹ www.in-recruiting.com

- Piattaforme di Employer Branding: queste piattaforme possono presentare caratteristiche proprie di job board, con la possibilità di inserire il proprio curriculum, favorendo l'Employer Branding, ovvero la possibilità di promuovere l'azienda sulla piattaforma.
- Il target aziende, ossia le aziende potenzialmente interessate al prodotto in quanto in cerca di lavoratori, clienti a tutti gli effetti di JobTube che utilizzeranno la piattaforma per postare video-annunci di lavoro. Per stimare tale target nel mercato italiano si è considerato il numero delle aziende in Italia non fallite (Istat 2014), circa 4.2 Milioni, a cui è stato applicato il tasso di conversione inerente alle aziende che si prevede assumeranno nel 2017 pari al 36%²²². Questo tasso è calcolato come il complementare delle aziende che, nel sondaggio Hays Salary Guide 2017, hanno dichiarato che non hanno pianificato nuovi ingressi in organico per l'anno in corso (64%). A questo primo step sono state applicate le seguenti percentuali per arrivare al campione di aziende che operano online:
 - aziende italiane che hanno accesso a internet: 98,2% (Istat 2014);
 - aziende italiane che hanno accesso alla banda larga: 93,5% (Istat 2014);
 - aziende che usano i portali di recruitment online: 70%²²³.

Per definire ulteriormente il target delle aziende, è stato calcolato la quota di aziende in Italia che usano i portali per assumere che, secondo i dati delle aziende italiane iscritte a LinkedIn, sono 42.000 su 140.000 pari al 30%²²⁴. Alla potenzialità del mercato così calcolata è stato applicato poi un ulteriore 24%, rappresentante le aziende che utilizzano i video come strumento di recruitment²²⁵, ottenendo così un target di utenti aziende potenziale di circa 71.000 aziende. A tale valore va infine applicata la quota di mercato dello 0,59%, stimata facendo riferimento ai dati di Cornerjob e LinkedIn. Più precisamente, è stata considerata la quota di mercato attuale (2017) di Cornerjob ed è poi stata derivata quella del 2016, primo anno di attività dell'azienda. Nel calcolare tale quota è stata inoltre prevista la composizione duplice del mercato delle aziende di Cornerjob: Italiane e Spagnole, per cui è stato assunto che metà delle aziende iscritte alla piattaforma durante il primo anno fossero per metà spagnole e per metà italiane. Quindi, applicando tale quota di mercato 0,59% alle 71.000 aziende stimate per il mercato di riferimento, si ottiene il Target finale di JobTube per le aziende italiane di 421 nel primo anno di Business Plan. Per la crescita del target è stato applicato lo stesso tasso di crescita di LinkedIn (182%) e un tasso di internazionalizzazione

²²² www.businesspeople.it

²²³ www.forumhr.it

²²⁴ www.lastampa.it

²²⁵ www.shrm.org

pari al 50% previsto per il quarto anno in cui JobTube si aprirà ai mercati esteri. Infine, analizzando i trends delle aziende, relativi all'utilizzo dei video nella propria strategia²²⁶, si nota che:

- 62% delle aziende utilizzano un video esplicativo che presenti l'azienda;
- 81% delle aziende che utilizzano video nella propria strategia affermano che l'utilizzo di video esplicativi ha innalzato le proprie vendite;
- 83% delle aziende che utilizzano video esplicativo ritengono che abbia un buon impatto sul ROI;
- 79% dei consumatori preferisce guardare un video esplicativo piuttosto che leggere un documento.

In aggiunta, il 90% delle aziende di Fortune 100 utilizzano LinkedIn come strumento di recruitment²²⁷ e il 40% utilizza le Corporate Recruiting Solutions proposte dal Social Recruitment Network²²⁸.

- Il target candidati, invece risulta importante per individuare il numero di utenti candidati che cercano lavoro che possono essere considerati come utenti potenziali di JobTube. Per costruire la base di questi utenti, è stato preso in considerazione il numero di disoccupati e occupati in Italia (Istat 2016). Per gli occupati è stato poi considerato il 29% di coloro che attivamente cercano di cambiare lavoro²²⁹, arrivando così a circa 9.5 milioni di candidati potenziali. A questa parte del mercato è stato poi applicato:
 - il tasso di coloro che cercano lavoro sul web pari all'80%²³⁰;
 - il tasso di conversione pari a coloro che hanno partecipato ad almeno una sessione di video-colloqui²³¹ nella loro carriera, pari all'87% del campione usato nell'indagine effettuata da Hivejobs.

Si arriva così ad un mercato potenziale pari a circa 6,6 milioni. La quota di mercato per JobTube durante il suo primo anno di attività è stata stimata utilizzando la quota degli utenti attivi di Cornerjob in proporzione ai 9,5 milioni di candidati potenziali, che si traduce in una quota di mercato del 1,06%. Con l'applicazione di tale quota, si ricava un target per gli utenti candidati pari a 69.600 per il primo anno del piano economico-finanziario di JobTube. Anche per questa tipologia di utenti è stato previsto un tasso di crescita di mercato pari a quello stimato per

²²⁶ www.wyzowl.com

²²⁷ www.twitter.com

²²⁸ www.business.linkedin.com

²²⁹ www.repubblica.it

²³⁰ www.insidemarketing.it

²³¹ www.innovarecruitingreport.it

LinkedIn nei suoi primi anni di vita, ed un tasso di internazionalizzazione pari al 50% a partire dal quarto anno di attività. Infine, la base della popolazione italiana, su cui è basato il calcolo di questa quota di mercato, è stato aggiornato in funzione delle previsioni di sviluppo demografico nel futuro da dati Istat.

4.3.3 Linee di ricavi

I target di riferimento ci portano all'elaborazione degli input per lo sviluppo della stima delle linee di ricavo così riassunta nella tabella seguente.

Tabella 12: Input linee di ricavo

LINEE RICAVI	SERVIZI	N° VENDITE POTENZIALI PACCHETTI				
		2018	2019	2020	2021	2022
Aziende	PAY PER POST	4.818	13.582	38.292	161.936	456.549
	PACCHETTO 5 POST	147	416	1.172	4.957	13.976
	PACCHETTO 10 POST	83	235	661	2.796	7.884
	ABBONAMENTO POST ILLIMITATI	4	11	32	135	379
	UTENZA EXTRA	1.263	3.561	10.039	42.456	119.697
	ABBONAMENTO WORKFLOW	235	662	1.865	7.888	22.239
Candidati	ABBONAMENTO PREMIUM*	0	8.874	25.019	70.535	298.291
Advertising	COSTO PER 1000 VISUALIZZAZIONI	4.673	13.173	37.140	157.064	442.813
Data Selling	COSTO PER PACCHETTI DATI 10.000 UTENTI	21	59	167	708	1.995

**calcolato come conversione su base dell'anno precedente
(I°anno=0)*

Fonte: Business Plan excel di JobTube, L4V, 2017.

Rispecchiando lo stesso format, viene definito il pricing del servizio offerto da JobTube tenendo presente la tipologia di offerta proposta con l'andamento del mercato e il confronto dei principali competitors nel mondo del recruitment. Il pricing parte dalla fissazione del prezzo del 2018, mentre per gli anni successivi essa terrà conto delle assunzioni di crescita fatte all'inizio dell'elaborazione del modello.

Tabella 13: Pricing

LINEE RICAVI	SERVIZI	PRICING SERVIZI				
		2018	2019	2020	2021	2022
Aziende	PAY PER POST	€ 19,00	€ 19,38	€ 19,77	€ 20,16	€ 20,57
	PACCHETTO 5 POST	€ 49,00	€ 49,98	€ 50,98	€ 52,00	€ 53,04
	PACCHETTO 10 POST	€ 89,00	€ 90,78	€ 92,60	€ 94,45	€ 96,34
	ABBONAMENTO POST ILLIMITATI	€ 159,00	€ 162,18	€ 165,42	€ 168,73	€ 172,11
	UTENZA EXTRA	€ 2,00	€ 2,04	€ 2,08	€ 2,12	€ 2,16

	ABBONAMENTO PER WORKFLOW APPROVATIVO	€ 49,00	€ 49,98	€ 50,98	€ 52,00	€ 53,04
Candidati	ABBONAMENTO PREMIUM	€ 9,00	€ 9,18	€ 9,36	€ 9,55	€ 9,74
Advertising	COSTO PER 1000 VISUALIZZAZIONI	€ 5,00	€ 5,10	€ 5,20	€ 5,31	€ 5,41
Data Selling	COSTO PER DATO	€ 0,0004	€ 0,0004	€ 0,0004	€ 0,0004	€ 0,0004
	COSTO STIMATO PER UTENTE	€ 0,26	€ 0,27	€ 0,27	€ 0,28	€ 0,28
	COSTO PACCHETTO 10.000 UTENTI	€ 2.600,00	€ 2.652,00	€ 2.705,04	€ 2.759,14	€ 2.814,32

Fonte: Business Plan excel di JobTube, L4V, 2017.

Una volta stimati utenti potenziali e pricing siamo pronti ad elaborare le nostre linee di ricavo.

La miglior e più chiara rappresentazione di essi segue nella tabella seguente.

Tabella 14: Linee di Ricavo

RICAVI		2018	2019	2020	2021	2022
Aziende	PAY PER POST	€ 91.533	€ 263.221	€ 756.944	€ 3.265.116	€ 9.389.492
	PACCHETTO 5 POST	€ 7.226	€ 20.780	€ 59.757	€ 257.766	€ 741.257
	PACCHETTO 10 POST	€ 7.404	€ 21.292	€ 61.228	€ 264.110	€ 759.501
	ABBONAMENTO POST ILLIMITATI	€ 636	€ 1.830	€ 5.263	€ 22.701	€ 65.282
	UTENZA EXTRA	€ 2.526	€ 7.264	€ 20.890	€ 90.110	€ 259.128
	ABBONAMENTO WORKFLOW	€ 11.499	€ 33.066	€ 95.089	€ 410.171	€ 1.179.528
TOTALE RICAVI PER AZIENDE		€ 120.824	€ 347.453	€ 999.171	€ 4.309.973	€ 12.394.188
Candidati	ABBONAMENTO PREMIUM	€ -	€ 81.463	€ 234.264	€ 673.673	€ 2.905.921
TOTALE RICAVI PER CANDIDATI		€ -	€ 81.463	€ 234.264	€ 673.673	€ 2.905.921
Advertising	COSTO PER 1000 VISUALIZZAZIONI	€ 23.363	€ 67.184	€ 193.202	€ 833.388	€ 2.396.574
Data Selling	VENDITA DATI	€ 302	€ 2.447	€ 19.837	€ 361.866	€ 2.933.830
TOTALE		€ 144.489	€ 498.548	€ 1.446.475	€ 6.178.901	€ 20.630.512

Fonte: Business Plan excel di JobTube, L4V, 2017.

4.3.4 Linee di costo

In contropartita dei ricavi, nella stesura del business plan, sono stati stimati e ricondotti anche i costi, che nel caso di JobTube, presenteranno una struttura che sarà composta principalmente da costi indiretti, mancando i presupposti per definire dei COGS e il costo delle materie prime, essendo

un business web, basato sullo sviluppo di piattaforma e app, i cui unici costi previsti sono legati alle attività di:

- operations;
- marketing;
- personale.

Di seguito la struttura completa dei costi:

Tabella 15: Struttura dei costi

Categoria	Sottocategoria	Costo
Operations	Utilities	Telefoni aziendali Internet per sede operativa Elettricità Riscaldamento Aria condizionata Acqua
	Amministrativi	Utenze bancarie Cancelleria
	Consulenza specialistica	Contabile e Fiscale Consulente del lavoro Legale Business Comunicazione e web
	Servizi per sede operativa	Pulizia Manutenzione Affitto ufficio Mobilio
	IT e Web	Fotocopiatrice Hosting & emailing Web site & portal domain Hardware Software accounting & CRM Assistenza tecnica
Marketing	Fiere ed eventi	Career Fairs Career days Eventi
	Communication	Banners Radio Social Media Marketing Blogs Brochure, Business cards, gadgets Professional video Sponsorships Gestione di tutta la campagna di comunicazione
Personale	Ceo	Chief, Senior, Junior, Intern
	Finance	Chief, Senior, Junior, Intern
	R&d	Chief, Senior, Junior, Intern
	It	Chief, Senior, Junior, Intern
	Marketing	Chief, Senior, Junior, Intern
	Vendite	Chief, Senior, Junior, Intern
	Operations	Chief, Senior, Junior, Intern

	Legale	Chief, Senior, Junior, Intern
	Hr	Chief, Senior, Junior, Intern
	Risk&compliance	Chief, Senior, Junior, Intern
	Acquisti	Chief, Senior, Junior, Intern

Fonte: Business Plan excel di JobTube, LAV, 2017.

Il calcolo dei costi operativi, di marketing e di personale è stato proporzionato all'espansione e alla crescita che JobTube intende avere prima in Italia, poi sul mercato Europeo e per finire su quello mondiale. In Europa l'obiettivo è quello di aggredire paesi come l'Olanda, la Spagna e il Regno Unito, mentre extra-continente si pensa a Messico, Cile, Australia, Colombia e SudAfrica.

4.3.5 Scalabilità del business

La scalabilità, elemento fondamentale nella definizione di start-up, è pienamente rispettata in tale tipo di realtà, infatti, solo inizialmente il progetto JobTube si concentrerà sul mercato italiano, ma esso rappresenta un business facilmente replicabile e scalabile, sia dal punto di vista tecnico sia dal punto di vista del mercato e quindi del modello di business. La scalabilità, dal punto di vista tecnico, dipenderà dalle scelte iniziali effettuate da JobTube in termini di architettura software e/o architettura hardware. Tecnicamente JobTube dovrà, a fronte di una crescita della base utenti, in funzione delle necessità e delle disponibilità, incrementare le proprie prestazioni in termini di risorse fisiche (es. hardware, server etc.). Inoltre sarà necessario lo sviluppo della versione multilingue in funzione dei paesi target, almeno le versioni inglese e spagnola. Ciò potrebbe guidare un primo passo verso paesi di lingua inglese e di lingua spagnola, al fine di creare efficienze nell'implementazione e nelle attività di aggiornamento dei testi, oltre all'ampiezza del bacino potenziale. La scalabilità geografica di JobTube permetterà l'attuazione di una strategia di espansione estera mantenendo inalterata la sua usabilità e utilità. Tale fattispecie presenterà alcune criticità da superare:

- la lingua in cui verranno forniti i servizi;
- la conformità alle leggi sulla privacy vigenti nel paese estero;
- la conformità alle norme sul lavoro vigenti nel paese estero.

4.3.6 Bilancio previsionale

Le stime che confluiranno e alimenteranno il conto economico previsionale, lo stato patrimoniale previsionale e i flussi di cassa, quindi riepilogando, saranno le seguenti:

- I ricavi, con l'analisi del mercato, del target azienda e target utente che produrranno insieme con il pricing le linee di ricavo.
- I costi, con l'esplosione dei dati inerenti ai servizi, marketing e personale.
- Gli assets, ossia le immobilizzazioni, che attraverso l'ammortamento contribuiranno nel risultato economico dei singoli esercizi oltre che far parte a tutti gli effetti dell'attivo dello stato patrimoniale.
- Il dettaglio del REC&PAY, ossia l'analisi dell'account receivables e payables, che servirà per analizzare le voci di attivo circolante e lo sviluppo dei flussi di cassa della start-up
- L'Equity e i debiti, che forniranno informazioni utili sul grado di indebitamento societario e sulla capacità del progetto di far fronte agli impegni presi.

Tirando le somme alle nostre stime e previsioni il conto economico avrà la conseguente conformazione.

Tabella 16: Conto economico²³².

CONTO ECONOMICO	2018	2019	2020	2021	2022
TOTALE RICAVI	144.489	498.548	1.446.475	6.178.901	20.630.512
MARGINE OPERATIVO	144.489	498.548	1.446.475	6.178.901	20.630.512
COSTI AMMINISTRATIVI	45.840	93.144	95.363	151.068	252.499
CONSULENZE	19.000	19.380	19.768	35.020	66.028
MARKETING & SALES	113.648	115.921	147.860	183.236	273.049
PERSONNEL	83.430	288.853	675.829	1.140.882	1.661.113
TOTAL COSTS	261.918	517.298	938.821	1.510.206	2.252.689
EBITDA	-117.429	-18.751	507.654	4.668.694	18.377.823
DEPRECIATION & AMORTIZATION	12.200	14.000	17.000	14.600	23.000
EBIT	-129.629	-32.751	490.654	4.654.094	18.354.823
INTEREST	3.000	2.400	1.800	1.200	600
EBT	-132.629	-35.151	488.854	4.652.894	18.354.223
TAX	0	0	158.089	1.319.477	5.105.550
NET PROFIT	-132.629	-35.151	330.765	3.333.417	13.248.673
<i>PROFIT MARGIN (%)</i>	-91,8%	-7,1%	22,9%	53,9%	64,2%

Fonte: Business Plan excel di JobTube, LAV, 2017.

Nella tabella si può notare come i ricavi aumentino dal primo anno, stimati a € 144.489, fino ad arrivare al quinto con € 20.630.512. Per quanto riguarda l'EBITDA previsto per il progetto, durante il 2018 sarà di € -117.429 per poi raggiungere il punto di pareggio durante il 2020 e finire al quinto anno con un risultato di € 18.377.823. Anche l'utile sarà inizialmente negativo con un risultato di € -132.629 nel 2018, influenzato da tutti gli investimenti previsti per far partire le attività e lo sviluppo

²³² Valori in Euro €

della piattaforma. Mentre alla fine del quinto anno raggiungerà il risultato di € 13.248.673 grazie all'alta scalabilità del progetto JobTube. La previsione dei flussi di cassa per il primo anno del business plan prevede flussi negativi per € -123.697 per poi diventare positivi durante il 2020 e finire al quinto anno dell'analisi economico-finanziaria con € 12.722.747. L'andamento dei flussi di cassa, fondamentale per il successivo processo di valutazione è riportato nella tabella seguente.

Tabella 17: Dinamica dei flussi di cassa²³³

CASH FLOW	2018	2019	2020	2021	2022
NET PROFIT	-135.629	-39.651	328.953	3.332.547	13.248.238
DEPRECIATION & AMORTIZATION	12.200	14.000	17.000	14.600	23.000
Δ ACCOUNT RECEIVABLES	6.020	14.752	39.497	197.184	602.150
Δ ACCOUNT PAYABLES	28.374	27.666	45.665	61.900	80.436
Δ INVENTORY	26.192	25.538	42.152	57.139	74.248
CFO: OPERATING CASH FLOW	-127.267	-38.275	309.968	3.154.725	12.675.275
IT EQUIPMENT	6.000	9.000	15.000	38.000	42.000
PLATFORM	0	0	0	0	0
OFFICE FURNITURE	0	0	0	0	0
OTHER FURNITURE	0	0	0	0	0
TANGIBLE FIXED ASSETS	6.000	9.000	15.000	38.000	42.000
SOFTWARE	30.000	0	0	0	0
TRADEMARK	10.000	0	0	0	0
R&D	0	0	0	0	0
PATENT	0	0	0	0	0
INTANGIBLE FIXED ASSETS	40.000	0	0	0	0
CFI: INVESTING CASH FLOW	46.000	9.000	15.000	38.000	42.000
EQUITY INJECTION	110.000	0	0	0	0
DIVIDENDS	0	0	0	0	0
LONG TERM DEBT	-20.000	10.000	-40.000	-30.000	-20.000
SHORT TERM DEBT	0	0	0	0	0
OTHER CURRENT LIABILITIES	0	0	0	0	0
DEFERRED TAXES	0	0	0	7.870	58.087
PUBLIC WELFARE	6.210	15.290	29.683	33.737	38.723
PROVISION	360	886	1.721	1.956	2.245
CFF: FINANCING CASH FLOW	96.570	26.177	-8.597	13.563	79.055
CASH FLOW = CF + CFI + CFF	25.697	-21.098	286.372	3.130.287	12.712.329

Fonte: Business Plan excel di JobTube, L4V, 2017

²³³ Valori in Euro €

Per quanto riguarda lo Stato Patrimoniale i dati che interessano ai fini della valutazione e al fine di raggiungere un primo equilibrio di sostenibilità, il fabbisogno finanziario per il progetto JobTube potrà essere soddisfatto in parte da equity e in parte da debito:

1. Equity: € 110.000 capitale iniziale;
2. Debito: € 100.000 per 5 anni al 6% e ulteriori 50.000 per 5 anni al 7%

4.4 Applicazione della metodologia

Eviscerati i dati che interessano alla valutazione quantitativa della start-up, il calcolo del valore economico avviene attraverso l'applicazione del metodo di calcolo DCF. Per la valutazione si è preso come riferimento per i flussi di cassa i FCFO, ossia quelli operativi. Si è calcolata la posizione finanziaria netta da scontare al pari dei flussi di cassa operativi al fine di trovare il nostro enterprise value. Il prossimo passaggio riguarda l'individuazione del Wacc al fine di scontare i flussi di cassa e la PFN portandoli al valore dell'anno iniziale di valutazione, ossia il 2017. Da notare il fatto che nonostante i flussi di cassa si riferissero al quinquennio 2018-2022, la valutazione è avvenuta a Dicembre 2017. Per la stima del capitale proprio, K_e , si è utilizzato il metodo RR-C che parte dalla stima del Beta di riferimento, ossia il coefficiente di variabilità del rischio, che nel caso di JobTube si è pensato appartenesse alla categoria "Software system and application", valore considerato nella sua accezione unlevered dedotta dagli studi di A. Damodoran, pari a 0.94. Rilevando il Beta per il rischio finanziario dell'impresa, ossia il grado di indebitamento dell'impresa, tenendo presente la formula di Hamada, illustrata nel capitolo precedente avremo un valore per JobTube di 0.99. Tale Beta andrà a moltiplicare il cosiddetto risk premium, individuato nella misura del 9.46%, nei primi tre anni, comprensivo del Equity Risk Premium e del Country Risk Premium, considerando l'Italia come paese di riferimento, con l'aggiunta di un rischio dimensionale e di liquidità pari a 10,86%²³⁴ che invece rimarrà sostanzialmente invariato per gli anni di previsione analitica del DCF. Dal terzo anno in poi cambierà il Country Risk Premium legato all'espansione commerciale di JobTube dapprima nel mercato europeo e poi mondiale. Per ogni paese si raffronterà la media ponderata del Equity Risk Premium e del corrispettivo Country Risk Premium associato, quindi per il quarto anno il Risk Premium generale risulterà maggiorato dei rischi paese di UK, Olanda e Spagna e arriverà a 12,2%. L'ultimo anno di previsione prevede l'espansione in paesi quali Cile, Colombia, Messico, Australia e Sud-Africa portando tale fattore al 19,01%. Riassumendo in tabella questi valori avremo che:

Tabella 18: Parametri

PARAMETERS	2018	NOTES
------------	------	-------

²³⁴ tratto da Duff & Phelps, valore che oscilla tra 12,505% e 2,585% per LOG_{10} della capitalizzazione di mercato.

KD (cost of debt)	6,00%	"DEBT"
KE (cost of equity)	42,59%	$R_f + \beta_t \times P_m + P_m[RR-C \text{ model}]$
	38,31%	2021
	38,71%	2022
D (debt)	100.000	debt from bank (31/12/2018)
E (equity)	160.000	equity injection (31/12/2018)
D%	38,5%	$D/(D+E)$
E%	61,5%	$E/(D+E)$
TAX rate	27,5%	IRES + IRAP
Risk free rate	2,15%	Italy 10Y Bonds return (14-06-2017)
Unlevered Beta	0,94	Software System and Application
Levered Beta	0,99	$B_u * D/E$
Equity Risk Premium	7,27%	Italy
	5,08%	Netherlands
	5,65%	UK
	7,27%	Spain
	5,78%	Chile
	7,27%	Colombia
	6,46%	Mexico
	5,08%	Australia
	7,62%	South Africa
	6,32%	Media 4°anno
	6,39%	Media 5°anno
Country risk	2,19%	Italy
	0%	Netherlands
	0,57%	UK
	2,19%	Spain
	0,9%	Chile
	2,19%	Colombia
	1,38%	Mexico
	0%	Australia
	2,54%	South Africa
	0,99%	Media 4°anno
	1,12%	Media 5°anno
Rischio dimensionale	10,86%	Duff & Phelps
Growth rate	12,70%	www.ibisworld.com
WACC	27,88%	$[KE \times E\%] + [KD \times D\% \times (1-t)]$
	25,25%	2021
	25,49%	2022
delta growth	0,5%	$\Delta \text{ inc/dec}$
delta WACC	0,5%	$\Delta \text{ inc/dec}$

Fonte: Business Plan excel di JobTube, L4V, 2017

Una volta messi a sistema tutti i dati analizzati e tirato fuori il discount factor per tutti gli anni di valutazione analitica e valutato il TV, Terminal value, tenendo conto di un g factor per assunzione pari al 12,7%, frutto di uno studio di settore²³⁵ su www.ibisworld.com, potremo arrivare alla determinazione del fine ultimo della prima fase di valutazione, ossia l'enterprise value derivante dall'analisi quantitativa.

Tabella 19: Evaluation method²³⁶

EVALUATION METHOD	2017	2018	2019	2020	2021	2022
FCFO		-127.267	-38.275	309.968	3.154.725	12.675.275
TERMINAL VALUE						94.086.957
<i>year factor</i>	0	1	2	3	4	5
<i>discount factor</i>	1,00	0,78	0,61	0,48	0,41	0,32
DISCOUNTED CASH FLOW	0	-99.519	-23.404	148.211	1.281.894	34.299.595
PFN		89.883	103.209	98.430	114.311	141.619
ENTERPRISE VALUE	35.059.326					

Fonte: Business Plan excel di JobTube, L4V, 2017

Al fine di controllare che tale valore risulti coerente con la realtà economica del momento e non sia solo frutto di supposizioni irrealizzabili e inverosimili, la costruzione di un cruscotto ci permette di tenere sotto guardia determinati indicatori utili alla comprensione delle stime effettuate. Per JobTube questo lavoro è stato fatto tenendo conto i principali competitors e i leader di settore. Infatti avvalorando la vision aziendale si è voluto prendere come principali comparables i leader del settore del recruitment, quali LinkedIn, leader mondiale del social recruitment, CornerJobs, una ex start-up con un percorso simile a quello che auspica JobTube che attualmente risulta in grande ascesa nel settore del e-recruitment. Purtroppo dati relativi a realtà straniere che operano nella branca del video-recruitment non risultano attendibili e verificabili e per questa ragione si è ritenuto meglio escluderli dal gruppo di comparables. Con soli fini di chiarezza e completezza si fa riferimento a tali realtà nella lista seguente:

1. Jobma
2. RecRight
3. HireVue
4. Recruitee
5. Face4job
6. Visiotalent

²³⁵ www.ibisworld.com

²³⁶ Valori in Euro €

Il cruscotto, così elaborato, prevedrà una serie di indicatori che non dovranno superare i valori dei comparables trovati o se dovessero essere distorti comprendere un'ulteriore disclosure. I valori non consoni o non conformi con i comparables dovranno quindi nuovamente essere analizzati al fine di essere corretti o per averne necessaria giustificazione. Nel caso di JobTube, i valori risultano nella maggior parte dei casi ben al di sotto dei comparables citati, per questo motivo l'enterprise value trovato precedentemente potrà essere considerato "acceptable", senza che vi siano necessarie ulteriori verifiche o modifiche di strategia o previsione.

Tabella 20: Cruscotto-Indicators

	CRUSCOTTO				
Indicators	2018	2019	2020	2021	2022
Roi	-97,4%	-25,8%	63,3%	85,1%	76,6%
Roe	-556,5%	259,5%	104,9%	91,4%	78,4%
Ros	-93,9%	-8,0%	22,7%	53,9%	64,2%
Cac	51,84	28,63	15,70	6,71	3,32
Ltv	-26,25	-1,95	7,86	19,03	24,68
Profit margin	-92%	-7%	23%	54%	64%
Fatturato /dipendente	36.122,13 €	49.854,78 €	72.323,73 €	176.540,01 €	412.610,24 €
Crescita fatturato	0	245%	190%	327%	234%
Ratios	2018	2019	2020	2021	2022
ACCOUNT RECEIVABLES [% revenues]	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
ACCOUNT PAYABLES [% revenues]	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
CURRENT RATIO (liquidity ratio) [CA/CL]	3,02	1,58	3,16	14,84	39,17
Debt to capital [lt debt/equity]	50,0%	56,3%	31,3%	12,5%	0,0%
Equity/liabilities	17,5%	-10,0%	60,4%	92,8%	97,5%
St asset/lt asset	3,12	4,33	18,39	77,24	249,51
St debt/lt debt	0,44	0,88	3,12	13,07	0,00

Fonte: Business Plan excel di JobTube, L4V, 2017.

Unici elementi che presentano una distorsione e meritano un appunto chiarificante sono:

- I valori negativi del Roi nei primi due anni dovuti ad un utile netto negativo ed un valore degli assets alto, imposto dalla mole degli investimenti necessari.
- I valori, negativo nel primo anno e positivo nel secondo del Roe, "dopati" dalle assunzioni fatte per l'equilibrio finanziario necessario nei primi due anni dove i ritorni di cassa sono negativi.
- I valori negativi del Ros per i primi due anni dovuti ad elevati costi gestionali e una fase di vita aziendale che non è ancora arrivata al break-even point.
- I valori della voce Utile/dipendente negativa nei primi due anni, ovviamente dovuti ad uno scarso apporto di utile, mentre successivamente è in linea con le medie dei comparables e più in generale del settore informatico, caratterizzato da alti valori in tale campo.

- Per il fatturato si è pensato di iniziare a calcolarlo dal 2018, per questo motivo il valore del 2018 non viene preso in considerazione e la crescita parte dal 2019 in poi.

La seconda parte della valutazione verterà su quello che abbiamo definito in precedenza come il momento di valutazione “qualitativa”. L’applicazione della metodologia esposta in precedenza, nel Capitolo 3, prevede la compilazione di una scorecard che nel caso di JobTube porterà ai seguenti risultati.

Tabella 21: Scorecard JobTube

COMPARISON FACTOR	WEIGHT	COMPARISON	FACTOR (W*C)
Strenght of Entrepreneur and Team	30%	150%	0,45
Size of the Opportunity	25%	125%	0,3125
Product/Technology	15%	50%	0,075
Competitive Enviroment	10%	50%	0,05
Marketing/Sales/Partnerships	10%	125%	0,125
Need for Additional Investment	5%	100%	0,05
Others factors	5%	100%	0,05
SUM OF THE FACTORS	100%		1,1125

Fonte: Business Plan excel di JobTube, L4V, 2017

Per i pesi, ossia il valore presente nella colonna Weight, si è pensato di lasciarli così come il modello di Bill Payne descrive senza ulteriori modifiche. Il lavoro di valutazione invece avviene nella formazione dei valori che appaiono nella colonna Comparison. I valori saranno frutto delle risposte a domanda specifiche al fine di valutare i diversi fattori, come descritto e illustrato nel Capitolo 3. In ordine di fattore avremo:

- Strenght of Entrepreneur and Team, 150%, ossia il massimo ottenibile per tale fattore visto che tra le esperienze dei founders, c’è già stata quella della gestione in prima persona di una start-up, c’è la volontà in futuro di cedere la proprietà e più in generale non vi è un approccio negativo sulla possibilità di cedere il ruolo di CEO e inoltre i founders hanno ruoli complementari tra di loro tanto da essere e qualificarsi come un vero e proprio team, con ruoli e responsabilità ben distribuite.
- Size of the Opportunity, 125%, un valore che si presenta in ogni modo positivo ma non il massimo in quanto sebbene il mercato abbia chiaramente potenzialità molto interessanti, oltre i 100 milioni di \$, le previsioni per il fatturato dell’impresa al 5° anno superano anche esse i 100 milioni di \$, il che porterà necessariamente a degli investimenti e finanziamenti aggiuntivi e significativi.
- Product/Technology, 50%, valore sostanzialmente negativo in quanto nonostante il prodotto abbia già ricevuto feedback positivi dai clienti, sostanzialmente consta in uno sviluppo incrementale di un prodotto già esistente che, sebbene per i clienti azienda possa rappresentare un

netto taglio dei costi del H&R, non stravolge il mondo del recruitment e per la nostra scorecard rappresenta sostanzialmente una “vitamin pill”. Inoltre la voce che pesa in maniera più significativa è la mancanza ad oggi di brevetti o di elementi di proprietà intellettuale.

- Competitive Enviroment, 50%, valore anch'esso negativo dovuto alla presenza nel settore di giganti veri e propri del settore, quali per esempio LinkedIn, e più in generale di altri competitors in ascesa che propongono soluzioni altrettanto interessanti per aiutare e migliorare il mondo del recruitment.
- Marketing/Sales/Partnerships, 125%, valore positivo che rispecchia il lavoro di networking effettuato dai founders, che sono stati in grado già prima di avere il prodotto completo di aprirsi dei canali sia per la sponsorizzazione del prodotto che di distribuzione molto interessanti.
- Need for Additional Investment, 100%, valore indifferente ai fini della valutazione in quanto la volontà dei founders è quella di volversi affidare a Angel funds.
- Others factors, non identificati.

Così facendo il valore moltiplicativo sarà pari a 1.1125 e la nostra valutazione finale di JobTube derivante dalla moltiplicazione dello stesso al valore economico dell'azienda, trovato nella prima parte della suddetta valutazione, pari a 35.059.326 €, sarà pari a 39.003.500 €.

4.5 Analisi di sensitività

Con l'analisi di sensitività (sensitivity) il soggetto valutatore elabora un range di valori invece di un dato puntuale il che consente un esame dei risultati della valutazione in modo più completo e coordinato, potendo considerare contemporaneamente una gamma di valori e conseguentemente un ventaglio di possibili scenari. Questi scenari alternativi sono anche chiamati analisi “what if”. Il calcolo di tali valori alternativi può avvenire in qualunque fase del processo di valutazione e nei diversi stadi di start-up. Il loro utilizzo è utile e necessario quando si impiegano modelli di valutazione che contengono formule con variabili influenzate da un certo grado d'incertezza e più in generale quando si effettuano stime per la determinazione di queste variabili. Come noto, i modelli di valutazione di una start-up contengono numerose variabili con differenti gradi di incertezza. L'utilizzo delle analisi di sensitività può avvenire all'interno del processo valutativo, senza essere estrinsecata nei risultati finali, in questo caso è uno strumento a supporto del valutatore per le decisioni da prendere nella scelta dei valori da assegnare ad alcune variabili del modello. In tal caso essa mira a migliorare il processo decisionale del soggetto valutatore, conferendo maggiore

robustezza alle decisioni prese. L'analisi di sensitività, con il relativo range di valori, può essere anche inserita nei risultati finali della valutazione, come componente a giustificazione del range di valori proposto, al posto di un unico valore secco. Sul piano operativo, per la esecuzione di queste analisi di sensitività, vengono in aiuto gli strumenti per l'analisi di simulazione di Excel. In excel l'analisi di simulazione è il processo di modifica nei valori in determinate celle, che contengono le variabili, al fine di osservare l'effetto di tali modifiche sul risultato delle formule nel foglio di lavoro. La sensitivity creata ad hoc per JobTube riguarderà le variazioni riguardanti il growth rate (colonne) e il Wacc (righe) della prima valutazione dell'enterprise value dal quale poi si ricollega tutta l'analisi qualitativa.

Tabella 22: Sensitivity [Growth rate-Wacc]

SENSITIVITY [Growth Rate - WACC]							
35.059.326	11,2%	11,7%	12,2%	12,70%	13,2%	13,7%	14,2%
25,38%	37.630.561	39.016.574	40.510.839	40.510.839	42.126.555	45.786.806	52.677.293
25,88%	36.484.990	37.779.258	39.170.815	39.170.815	40.671.057	44.052.847	50.356.350
26,38%	35.416.876	36.628.522	37.927.947	37.927.947	39.325.047	42.459.908	48.250.342
26,88%	34.418.626	35.555.592	36.772.046	36.772.046	38.076.627	40.991.468	46.330.745
27,38%	33.483.609	34.552.840	35.694.299	35.694.299	36.915.562	39.633.487	44.573.869
27,88%	32.606.005	33.613.604	34.687.045	34.687.045	35.832.998	38.373.962	42.959.874
28,38%	31.780.690	32.732.041	33.743.592	33.743.592	34.821.242	37.202.567	41.472.020

EV MAX	52.677.293
EV AVG	36.772.046
EV MIN	31.780.690

Fonte: Business Plan excel di JobTube, L4V, 2017

Se si vuole, inoltre, analizzare l'effetto conseguente al modificarsi di più variabili bisogna utilizzare l'analisi degli scenari. Uno scenario è un insieme di valori e formule che è possibile creare attraverso la modifica di più variabili che portano ad al variare di esse diversi risultati. Quando si completano gli scenari utili nelle specifiche circostanze, è possibile creare un riepilogo contenente le informazioni relative a tutti gli scenari. Riprendendo la scelta effettuata in fase di studio della metodologia analizziamo lo scenario in cui il valore del Beta non è più determinato attraverso RR-C model ma bensì dal CAPM e vediamo come da esso ne risulti un delta positivo pari a 21.842.655 €. ossia quasi il 50% in più del valore da noi ipotizzato. La tabella seguente è l'estrema analisi dello scenario descritto.

Tabella 23: Scenario RR-C vs CAPM

KE (cost of equity)	42,59%	[RR-C model]	21,25%	CAPM
---------------------	--------	--------------	--------	------

WACC	27,88%	$[KE \times E\%] + [KD \times D\% \times (1-t)]$	14,75%	$[KE \times E\%] + [KD \times D\% \times (1-t)]$
Enterprise value	35.059.326	Valore in Euro	56.820.427	Valore in Euro
Valore finale	39.003.500	Valore in Euro	63.212.725	Valore in Euro
	<i>Delta</i>	24.209.224	Valore in Euro	

Fonte: Business Plan excel di JobTube, L4V, 2017

Inoltre si può notare come il valore della valutazione con il solo metodo DCF, con CAPM, sia nettamente più alto anche del valore finale comprensivo di analisi qualitativa del metodo che beneficia dell'utilizzazione del metodo RR&C. Ciò rende evidente come l'effettivo peso delle novità da noi introdotte sia da riscontrarsi principalmente nelle modifiche apportate alle metodologie di calcolo del costo del capitale. Per questo motivo si è pensato di analizzare esclusivamente elementi legati al tasso di sconto, visto anche che sono le principali fonti di dibattito su ogni tipologia di valutazione delle start-up. Tale analisi degli scenari con rilevazione degli scostamenti ci permette di capire meglio, proprio attraverso il confronto, il peso della novità introdotta dalla nuova metodologia di valutazione che dati alla mano non è per niente residuale. Infatti si evince che oltre al delta, dovuto all'utilizzo di un diverso metodo del costo del capitale proprio, anche l'integrazione della valutazione qualitativa impatti in maniera proporzionale, il che avalla la nostra tesi sull'importanza di un'integrazione qualitativa delle componenti non quantificabili di una start-up a maggior ragione quando il valore economico delle componenti quantificabile cresce.

Conclusioni

L'elaborato è partito dall'analisi delle componenti caratteristiche di una start-up, quali definizione, caratteristiche finanziarie, strutturali e organizzative. Si è descritto quindi fasi del ciclo di vita e individuato i soggetti preposti al supporto della stessa per poi passare ad evidenziare gli impatti della stessa sul contesto economico, inteso anche come il legame sulle dinamiche dell'avanzamento tecnologico e dell'occupazione. La nostra analisi poi si è concentrata sui metodi di valutazione esistenti in tema di start-up, tradizionali o alternativi che siano, sono stati evidenziati i difetti di ognuno e sono state specificate le peculiarità di una start-up dal punto di vista valutativo. Da essa si è partiti per il ripensamento dell'apparato valutativo che ha portato alla definizione di una nuova metodologia capace di integrare elementi puramente quantitativi con elementi difficilmente quantificabili di natura qualitativa. Il metodo DCF, con l'utilizzo di flussi di cassa operativi, è stato individuato come il più completo dal punto di vista della razionalità, neutralità e obiettività ed è stato affiancato ad esso un cruscotto aziendale capace di tenere sotto controllo dei Key performance indicators individuati tramite dei comparables o valori derivanti dal settore di riferimento. Questo processo si è reso necessario al fine di rendere più credibile l'enterprise value scaturito dalla valutazione tramite DCF. Dal punto di vista tecnico il metodo DCF è stato effettivamente modificato rispetto alla sua definizione tradizionale, in particolar modo si deciso di sostituire la metodologia di calcolo del costo del capitale proprio, dal tradizionale CAPM al RR-C model, capace di essere più performante in quanto integra nel suo Risk premium anche il rischio dimensionale, elemento comune in fase di start-up di tutte le imprese. Inoltre anche per il fattore Beta sono state apportate lievi accortezze riscontrabili nell'utilizzo di un beta levered rapportato al rischio finanziario intrinseco all'impresa valutanda. Con questi accorgimenti si è potuto così quantificare un WACC comprensivo di tutte gli aspetti critici di una start-up. L'estrapolazione di un valore economico della realtà valutata è poi stato messo in relazione con un fattore moltiplicativo derivante dall'analisi qualitativa della start-up stessa attraverso una scorecard, formata da elementi riguardanti sia il team di founders e le loro esperienze pregresse sia da aspetti legati al prodotto/servizio offerto. Così facendo l'utilizzo di tale strumento ha permesso di valutare in maniera proporzionale al valore quantitativo trovato l'incidenza di determinate caratteristiche qualitative intrinseche alla start-up. Dalla proposizione di tale metodo abbiamo riscontrato un maggior equilibrio della valutazione rispetto alle dinamiche quantitative e qualitative che si inseriscono nel processo valutativo di una start-up. Dal case study è emerso come ogni aspetto approfondito in quest'elaborato sia funzionale alla valutazione. Si è cercato infatti di dar peso ad ogni tipo di "segnale" su quella che potrà essere la traiettoria futura dell'impresa valutanda, tenendo presente sempre il target valutativo che interessa tale operazione. Il caso JobTube

ha offerto la possibilità di testare i punti critici di un metodo, quello proposto, che abbraccia la start-up a 360° e ci ha permesso di notare dal punto di vista pratico l'incidenza, del tutto non residuale, delle novità proposte. Da tenere presente che JobTube è stato il mezzo con cui tale metodologia è stata pensata e sviluppata ma che, come emerge dall'elaborato, non è concepito come sua esclusiva applicazione, infatti esso si presenta come adattabile e implementabili per tutti i casi di start-up. La tesi da noi fornita, quindi, partita dall'ipotesi che non ci sia ancora oggi una metodologia capace di mettere a sistema le variabili presenti inevitabilmente in realtà come le start-up, arriva proprio a colmare questo vuoto con la consapevolezza che il valore scaturito dalla valutazione dovrà tener conto di ulteriori dinamiche del mercato che sfuggono da qualsiasi possibile valutazione oggettiva e quantificabile. Infatti la metodologia proposta risponde esclusivamente all'obiettivo di cercare un valore di riferimento per le controparti, founder da una parte, e investitori dall'altra, soggetti di una transazione che potrà vedere l'apporto di diverse tipologie di capitale e assoggettata ad un valore temporale definito. L'effettiva cessione di parti del patrimonio netto delle start-up avverrà solo dopo trattative nelle quali il concetto di incontro tra domanda e offerta, inteso come la necessità dei founder di far crescere la propria creatura attraverso l'apporto di capitali e competenze, e degli investitori che dal canto loro sono intenzionati ad avere più benefici possibili dall'esito dell'operazione, sarà alla base della discussione. Con tale giustificazione riteniamo il frutto della nostra analisi capace di essere la miglior approssimazione del valore di convergenza tra le possibili valutazioni effettuabili dai soggetti interessati in un arco di temporale determinato e in condizioni di ipotetica staticità.

BIBLIOGRAFIA

- S.A. Alvarez e J. B. Barney, *Discovery and creation: alternative theories of entrepreneurial action*, 2007.
- A. Amaduzzi, *La teoria della valutazione dei complessi aziendali*, 1954.
- P. Anderson, M. Tushman, *Technological Discontinuities and Dominant Designs: A Cyclical Model of Technological Change*, 1990.
- M. Arcangeli, *Breve storia di Twitter*, 2016.
- Banca Mondiale, *Doing Business*, 2013.
- L. Bandera, *Un passo per San Luca, un passo per il welfare culturale, Percorsi di secondo welfare*, 2014.
- P. Belleflamme, T.Lambert, A. Schwienbacher, *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, 2012.
- F. Bernabè e altri autori, *L'evoluzione del controllo di gestione. Modelli ed esperienze*, 2003.
- L. Bollen, H. Hassink, G. Bozic, *Measuring and explaining the quality of Internet investor relations activities: a multinational empirical analysis*. International Journal of Accounting Information Systems 2006.
- G. Bonfante, G. Cottino, *Trattato di diritto commerciale - Vol. I: L'imprenditore*, 2001.
- Borgatti, Ferelli, Gandolfi e Iurilli, *E-Recruitment e Social Recruitment*, Master in Risorse Umane e Organizzazione 2015/2016, FondazioneIstud
- A. Borriello, *Il business plan*, 1999.
- C. Boschetti, A. Grandi, R. Grimaldi, *Risorse, competenze e incubatori di impresa*, 2011.
- M. Brogi, *L'evoluzione del rapporto banca-impresa in Italia*, Milano, 1997.
- G. Brugger, *La valutazione di aziende e acquisizioni*, a cura di G. Pivato, Trattato di finanza aziendale, 1983.
- G. Brugger, *Le decisioni finanziarie*, a cura di G. Pivato, Trattato di finanza aziendale, 1983.
- C. Bussolati, F. Malerba, S. Torrisi, *L'evoluzione del sistema industriale italiano e l'alta tecnologia*, 1995.
- L.M. Cabral, *Economia Industriale*, 2002.
- V. Capizzi, R. Giovannini, *Business Angels e Informal Venture Capital in Italia*, 2009.
- C. Caramiello, *La valutazione d'azienda*, 1993.
- A. Carlesi, *Il problema finanziario nell'economia della nuova impresa*, Torino, 1990.
- S. Caselli, S. Gatti, *Venture capital: a euro-system approach*, 2004.
- E. Castagnoli, L. Peccati, *Matematica in azienda 1*, 2006.

- H. Chesbrough, *Open Innovation: The New Imperative For Creating And Profiting From Technology*, 2005.
- P. Chinetti, *Come finanziare l'azienda*, Milano 2001.
- A. Chwolka, M. Raith, *The value of business planning before startup-A decision theoretical perspective*, 2012.
- V. Cioli, *Modelli di business e creazione di valore nella New Economy*, 2010.
- B. Clarysse, N. Moray, *A process study of entrepreneurial team formation: the case of a research-based spin-off*, 2004.
- M. Confalonieri, *Lo sviluppo e la dimensione di impresa*, 1998.
- Consob, Consultazione pubblica revisione regolamento n°18592, *Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line*
- A. Conti, M. Thursby, F. Rothaermel, *Show Me the Right Stuff: Signals for High-Tech Startups*, Journal of Economics & Management Strategy, 2013.
- T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Il valore dell'impresa. Strategia di valutazione e gestione*, 1993.
- A. Coppola, "Workshop: understanding investors", presso i-lab, LUISS (2014).
- A. Corbo, *Storia di skype: uno svedese, un danese e milioni di telefonate online*, 2011.
- A. Cosh, D. Cumming, A. Hughes, *Outside Entrepreneurial Capital*, The economic journal, 2009.
- C. Criscuolo, P. Gal e C. Menon, *The dynamics of employment growth: new evidence from 18 countries*, 2014.
- J. Dahlqvist, P. Davidsson, *Business start-up reasons and firm performance*, 2000.
- E. D'Amico, *La valutazione delle banche*, 1995.
- E. D'Amico, *La stima dell'avviamento delle banche: un'indagine empirica*, 1996.
- E. D'Amico, E. Laghi, *Le metodologie di stima del capitale economico delle aziende. Un raffronto tra la teoria e la prassi italiana e quella dei paesi di lingua anglosassone. Il caso delle banche*, 1996.
- A. Damodaran, nella traduzione di C. Consolandi, *Valutazione delle aziende*, 2010.
- A. Damodaran, *Real options: Fact and Fantasy*, 2013.
- R. Del Giudice, A. Gervasoni, *Finanziarsi con il venture capital*, Milano, 2002.
- A. Dessy e J. Vender, *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, 2001.
- G. Donna, *Uno strumento al servizio della competitività*, ne L'impresa, 1996.
- A. Dringoli, P. Boccardelli, *Le imprese start-up nei business ad alta innovazione: caratteristiche e fattori di successo*, 2004, p. 91.
- P. Drucker, *The Practice of Management: A Study of the Most Important Function in American Society*, 1954.
- P. Dubini, *Bilancio & gestione Istruzioni per l'uso*, 2010.

S. Durmusoglu, A. Griffin, C. Noble, *Open Innovation*; H. Chesbrough, *Open services innovation. Competere in una nuova era*, 2011.

J.D. Emory, *The value of marketability as illustrated in initial public offerings (IPO) of common stock*, 1992.

L.Fadda, *Il tasso di attualizzazione nella valutazione d'impresa*, 1994.

E. Fama, K. French, *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt*, in *Review of Financial Studies*, 2002.

A. Ferrandina, F. Carriero, *Il business plan, guida strategico operativa*, 2012.

G. Ferrero, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, 1966.

G. Ferrero, *Il calcolo economico del reddito d'esercizio e del capitale di bilancio*, 1968.

M. Frank, V. Goyal, *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*, 2011.

Frey, Urs, *Le fasi dello sviluppo aziendale*, 2009.

A. Galgano, R. Comai, *L'imprenditore italiano e la delega*, Milano, 1992.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3 cosiddetto *Investment Compact*

A. Gervasoni, F.L. Sattin, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2015.

S. Giacomelli, C. Menon, *Con tribunali lumaca l'impresa resta piccola*.

F. Giunta, *La creazione di nuove imprese*, 1993.

R. Goldberg, *An introduction to startup financing and a new approach to attracting capital resources*, 2012

P. Gompers, *Corporations and the financing of innovation: the corporate venturing experience*, 2002.

E. Gualandri e V. Venturelli, *Nasce l'impresa, Business Angels: investitori a valore aggiunto*, 2011.

E. Guatri, C. Marinelli, *Costruire il business plan*, 2002.

L. Guatri, *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, 1990.

L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, 1998.

IBAN, Italian Business Angels Network, *Chi sono i Business Angels?*

R. Hamada, *The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks*, 1972.

R.S. Hamada, *Portfolio analysis, market equilibrium and corporate finance*, 1969.

T. Horngren, L. Sundem, W. Stratton, *Programmazione e controllo*, 2007.

Istat, *Mercati, strategie e ostacoli alla competitività*, Novembre 2013.

T. Kane, *The Importance of Startups in Job Creation and Job Destruction*, Kauffman Foundation, 2010.

- T. Kane, *The Collapse of Startups in Job Creation*, 2012
- D. Kirkpatrick, *Facebook, la storia*, 2013.
- E. Kleinschmidt, R. Cooper, *The impact of product innovativeness on performance*, 1991.
- E. Laghi, *La stima del valore economico del capitale delle banche e nella dottrina e nella pratica dei paesi in lingua anglosassone*, 1996.
- H. Landström, *Informal investors as entrepreneurs*, 1998.
- B. Larralde, A. Schwienbacher, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, 2010.
- F. Lazzeri, *Il ruolo degli incubatori d'impresa*, 2010.
- B. Lev, *Sharpening the intangibles edge*, 2004.
- J. Linter, *The valuation of risk assets and the selection of risk investment in stock portfolios and capital budget*, 1965.
- D. Lotti, materiale didattico, 2017.
- J. Malfatto, *Viaggio nella nuova imprenditoria. Startup e innovazione in Italia*, 2014.
- C. Mason, M. Stark, *What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels*, 2004.
- A. Maxwell, J. Scott, M. Lévesque, *Business angel early stage decision making*, Journal of Business Venturing, 2011.
- L. Miles, *Guida alla valutazione delle imprese*, 1989.
- F. Modigliani, M. Miller, *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, 1958.
- F. Moscarini, *Il valore di mercato delle aziende, modelli di stima*, 2000.
- J. Mossin, *Equilibrium in a capital asset market*, 1966.
- Muzyka, L. Benoit, *Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists*, 1996.
- Ocse, *Studi economici dell'Ocse*. Italia, Maggio 2013.
- L. Olivotto, *La valutazione economica dell'impresa*, 1983.
- P.D. Olsson, D.A. Bosserman, *Attributes of the entrepreneurial type*, 1984.
- M. Onado, *Economia degli intermediari finanziari*, Bologna, 1992.
- P. Onida, *Le dimensioni del capitale di impresa. Concentrazioni. Trasformazioni: Variazioni di capitale*, 1994.
- A. Osterwalder, Y. Pigneur, A. Smith, *Business Model Generation*, 2010.
- S. Ozerturk, *Cost of Capital (WACC: Weighted Average Cost of Capital)*, 2009.
- O. Paganelli, *Valutazione delle aziende*, 1990.
- I. Pais, P. Peretti, C. Spinelli, *CROWDFUNDING*, 2014.
- B. Payne, *Definitive Guide to Raising Money from Angels*, 2006.

- G. Pellicelli, *Strategia e pianificazione delle imprese*, 1992.
- F. Perrini, *Economia e gestione delle imprese industriali*, Milano 1998.
- L. Peters, M. Rice, M. Sundararajan, *The role of incubators in the entrepreneurial process*, Journal of Technology Transfer, 2004.
- L. Potito, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, 2013.
- D. Prandina, *Start up. Il manuale di riferimento per iniziare un nuovo business*, 2001.
- S. Preda, *Valutazione delle aziende: analisi critica e operativa dei diversi metodi*, 1982.
- A. Ramírez, S. Rambaud e J. Cañadas, *Discount rate and cost of capital: Some more about the puzzle*, 2011.
- G. Rana e G. Gagliardi, *Capitale di rischio: la scelta del partner e la redazione del business plan*, in Amministrazione & Finanza n. 18/2001.
- A. Rappaport, *Discounted cash-flow valuation*, 1987.
- J. Reuer, J. Tong, *Real Options Theory*, 2007.
- M. Saita, *Economia e strategia aziendale*, 2001.
- S. Sarasvathy, *Entrepreneurship as Method: Open Questions for an Entrepreneurial Future*, Baylor University, 2010.
- L. Sau, *Gli effetti del venture capital sulle gerarchie di finanziamento delle Imprese innovative*, 2013.
- W.F. Share, *Capital asset price: a theory of market equilibrium under condition ok risk*, 1964.
- S. Scarpetta, *Perché restano piccole imprese*.
- S. Scheinberg, I. MacMillan, *An eleven country study of the motivations to start a business*, 1988.
- D. Shepherd, R. Ettenson, A. Crouch, *New venture strategy and profitability: a venture capitalist's assessment*, 2000.
- Shilling, Izzo, *Gestione dell'innovazione*, 2013.
- J. Shumpeter, *Teoria dello sviluppo economico*, 1971.
- M. Simoncini, *Il metodo reddituale puro. Approfondimenti ed applicazioni*, 1993.
- E. Solomon, *Teoria della finanza aziendale*, 1982.
- M.Spini, *La ricerca del valore: una guida per il management e per gli azionisti*, 1998.
- Steward G.B. III, *The Quest for Value*, Harper Business New York, 1991
- M. Talani, *La nozione di imprenditore nel codice civile*, 2014.
- L. Thompson, *The state of Investor Relations*, 2013.
- L. Trigeorgis, *Real Options. Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*, 1999.
- T. Tyebiee; A. Bruno, *A Model of Venture Capitalist Investment Activity*, 1984.
- I. Vanaelst, *Entrepreneurial team development in academic spinouts: An examination of team heterogeneity*, Entrepreneurship Theory and Practice, 2006.

- R. Verganti, *Design-Driven innovation. Cambiare le regole della competizione innovando radicalmente il significato dei prodotti e dei servizi*, 2011.
- F. Vermiglio, *Valutazione dell'azienda in caso di trasferimento, in il trasferimento di azienda. Aspetti civilistici e fiscali*, 1989.
- D. Vise, M. Malseed, *Google story*, 2014.
- M. Vulpiani, *Gli aggiustamenti al costo del capitale*, OIV Best practices, Deloitte, 2014.
- M. Wright, K. Robbie, *Venture capital and private equity: a review and synthesis*, Journal of Business Finance & Accounting, 1998.
- Rob Wiltbank, *Returns to Angels in Groups*, 2007.
- A. Zacharakis, D. Meyer, *A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process?*, 1998.
- G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, *La valutazione delle aziende*, 2013.
- C. Zara, *Il finanziamento alla nascita e allo sviluppo delle imprese indipendenti a base tecnologica*, Working paper Università Bocconi, Milano n. 13/1996.

Sitografia

www.aifi.it
www.asfim.org
www.avviareunimpresa.com
www.bnl.it
www.borsaitaliana.it
www.billpayne.com
www.business.linkedin.com
www.businesspeople.it
www.b2corporate.com
www.confimprenditori.it
www.consob.it
www.cornerstoneondemand.com
www.damodaran.com
www.deloitte.com
www.economyup.it
www.economyup.it

www.emiliaromagnastartup.it
www.finanziamentiprestititutui.com
www.forumhr.it
www.gazzettaufficiale.it
www.google.com
www.guide.directio.it
www.ibisworld.com
www.ilsole24ore.com
www.it.inflation.eu
www.innovarecruitingreport.it
www.insidemarketing.it
www.in-recruiting.com
www.it.investing.com
www.lastampa.it
www.magazine.startus.cc
www.millionaire.it
www.mise.gov.it
www.pages.stern.nyu.edu
www.paulgraham.com
www.pwcmoneytree.com
www.repubblica.it
www.shrm.org
www.soldionline.it
www.startups.co
www.startupsventurecapital.com
www.steveblank.com
www.treccani.it
www.twitter.com
www.vz19.it
www.wyzowl.com

RIASSUNTO

L'ipotesi dalla quale parte l'analisi dei contesti valutativi di una start-up è quella dell'assenza di una metodologia univoca tramite la quale poter valutare tali realtà. Il motivo di tale mancanza è da ricercarsi in diversi fattori che caratterizzano la start-up e, in particolar modo, le trattative ad essa collegate. Siamo partiti dalla definizione del termine "start-up", espressione con la quale s'intende una nuova impresa nelle forme di un'organizzazione temporanea o di una società di capitali, che presenta una forte dose d'innovazione, configurata al fine crescere in modo rapido secondo un business model scalabile e ripetibile. Nello specifico, la start-up può considerarsi innovativa sia per il modello di business in sé per sé considerato, sia per il livello di innovazione dei suoi prodotti e servizi. Con l'aggettivo "scalabile" s'intende un business idoneo ad accrescere, in modo esponenziale e senza un impiego di risorse proporzionali, le sue dimensioni e, conseguentemente, il numero dei suoi clienti e il suo volume d'affari. La start-up, per considerarsi tale, deve quindi essere in grado di sfruttare le economie di scala. Per business model "replicabile" s'intende invece un modello idoneo a essere ripetuto in diversi luoghi e in differenti periodi, senza essere però rinnovato se non apportando piccole modifiche. Dal punto di vista imprenditoriale con il termine start-up si identifica un'operazione nonché il periodo durante il quale si avvia un'impresa. Si tratta solitamente di imprese neo costituite, nell'ambito delle quali non si sono ancora consolidati processi organizzativi stabili e, sebbene esista un business di riferimento, questo non sia ancora stato esclusivamente definito. Al buon esito di un'operazione di start-up concorrono, in ogni caso, diversi fattori, che costituiscono e caratterizzano la formula imprenditoriale della neo-impresa, tra cui l'innovazione del prodotto/servizio, la capacità dell'imprenditore e una valida strategia competitiva. Per un'impresa in fase d'avvio, infatti, senza una storia che dia sostegno alle proprie previsioni, la figura dell'imprenditore diviene il perno d'ogni valutazione del progetto d'investimento, per un investitore. Purtroppo tale evidenza risulta assai limitante, soprattutto in fase di accesso al credito, la cui fruizione potrebbe essere limitata dall'assenza di dati storici che fungano da garanzia per l'imprenditore. Inoltre le caratteristiche finanziarie della start-up ci mostrano come il ricorso all'indebitamento contribuisca allo sviluppo immediato dell'impresa, limitandone però quello futuro. Al crescere del rapporto di leva, infatti, l'autofinanziamento futuro non potrà essere utilizzato allo scopo di sostenere lo sviluppo poiché assorbito dal servizio del debito pregresso. Esiste, quindi, un limite invalicabile all'indebitamento, e il tentativo di sfruttare rapporti di indebitamento elevati, unitamente alla quasi assenza di equità, può indurre a cadere nella "trappola del debito". La componente equity è fornita oltre che dai risparmi delle 3F, Founder-Family-Friends, da risorse reperibili all'esterno, distinti in Incubatori di primo miglio, Business angels e Venture capitalists, e il crowdfunding. In ogni caso il

canale più adatto al finanziamento delle start-up è individuato nel venture capital, vale a dire il capitale di rischio fornito a imprese innovative da investitori istituzionali. È importante sottolineare come gli investitori siano specializzati per stadio o valore dell'investimento, settore del target o area geografica, ciò comporta che l'imprenditore, o aspirante tale, debba indirizzare la sua scelta verso il partner potenziale che presenti preferenze e caratteristiche d'investimento compatibili con le proprie necessità finanziarie. L'importanza dello stadio in cui si trova la start-up è da riscontrarsi nelle caratteristiche della stessa rispetto alla fase di ciclo di vita in cui si trova, le fasi o stage di una start-up hanno, infatti, differenti conseguenze anche in relazione ai finanziamenti e all'entrata di potenziali investitori. La breve descrizione di queste diverse tipologie di investitori istituzionali ci permette di evidenziare le differenze appena accennate. Gli incubatori di primo miglio, spesso, svolgono il loro ruolo prima della costituzione legale della società. Il periodo di incubazione varia solitamente dai 3 mesi ai 3 anni e ha l'obiettivo di consentire lo sviluppo dell'idea imprenditoriale. Gli incubatori collaborano con la start-up nella fase precedente al finanziamento, che va dallo sviluppo del business plan, periodo in cui l'impresa non ha ancora portato i propri prodotti sul mercato, fino all'inizio effettivo dello svolgimento dell'attività. La differenza tra incubatori e altri investitori finanziari risiede nel fatto che questi ultimi, solitamente, non entrano nel merito della gestione strategica, limitandosi a selezionare gli investimenti relativamente ai quali intravedono potenziali opportunità. I Business Angels, invece, sono costituiti da società ad alto valore netto le quali solitamente forniscono finanziamenti per somme inferiori, da € 25.000 a € 500.000, in una fase seed o addirittura pre-seed della start-up. Spesso vengono affiancati anche da venture capitalist, entità che, come specificheremo in seguito, si inseriscono in una fase più avanzata del business. Gli angels soddisfano il fabbisogno finanziario delle imprese nelle prime fasi di vita, investendo denaro in cambio di una partecipazione al capitale sociale, sono propensi al rischio e partecipano alla gestione dell'impresa. Inoltre, l'intervento dei business angels risulta idoneo a colmare il fabbisogno di competenze, oltre che quello finanziario, dell'impresa in fase di start-up, contribuendo alla riuscita economica del progetto. Differente è il ruolo dei venture capitalist veri e propri, appartenenti alla categoria del private equity, che si adattano perfettamente al finanziamento di imprese in fase di start-up e early growth, risultando invece meno indicati nel caso in cui sia necessario finanziare progetti in fase embrionale, ovvero seed. Un Venture Capital si configura come un'iniziativa economica a tempo limitato, solitamente 5 o 8 anni. Il rendimento deve essere il più alto possibile al fine remunerare adeguatamente gli investitori, accrescere la propria "credibilità", reperire nuovi fondi ed iniziare, così, un nuovo ciclo d'investimenti. Essendo un impiego di denaro ad alto rischio, il rendimento atteso del Venture Capital è intorno a 30%-35%. Il venture capitalist affianca, quindi, sia il management sia la proprietà nelle decisioni più delicate che caratterizzano le prime fasi di vita dell'impresa, aiutando la start-up a livello

operativo e mettendo a disposizione competenze manageriali, tecniche e relazioni che la possano migliorare. Esso possiede competenze tecniche specifiche che gli permettono di eseguire un'attività di screening delle imprese innovative ed una più accorta selezione dei progetti rispetto ad una banca o ad un generico finanziatore outsider. L'investitore di venture capital nel capitale di rischio rappresenta un socio temporaneo dell'imprenditore, interessato a monetizzare il proprio investimento e, una volta raggiunti gli obiettivi prefissati, a realizzare un guadagno di capitale tramite la vendita della propria partecipazione. Oltre che dal punto di vista finanziario e dal punto di vista di vari soggetti coinvolti nel processo di crescita della start-up, la valutazione delle neonate imprese si rende ancor di più necessaria in virtù del ruolo indispensabile giocato in tema di tessuto economico, occupazionale e di innovazione. Sono numerosi, infatti, gli studi che collegano la presenza di start-up di successo al benessere economico e all'avanzamento tecnologico di un paese. Anche per questo motivo l'Italia, con il decreto crescita 2.0, cerca di lasciare più spazio alle neo-realtà innovative tramite la concessione di benefici e sostegni economici. Dal punto di vista occupazionale le start-up sembrano inoltre sviluppare una capacità crescente nel generare occupazione qualificata a condizioni a volte decisamente migliori rispetto a quelle offerte da aziende più strutturate, offrendo così una valida alternativa lavorativa, sottintendendo anche quella legata all'autoimprenditorialità. In questo contesto generale si inseriscono le valutazioni sul valore economico delle start-up. L'obiettivo di un processo di valutazione aziendale, che sia relativo a start-up o meno, varia in relazione al contesto in cui si rende necessario definire il valore di un'azienda. La misurazione del valore assume una particolare rilevanza in operazioni di fusione e acquisizione (M&A), quotazione nei mercati finanziari (IPO), investimento nel capitale di rischio di società non quotate (private equity e venture capital) e può, infine, rivelarsi utile per finalità interne (auto-diagnosi). L'ipotesi sulla quale si basa questo elaborato è frutto dello studio dei metodi di valutazione già esistenti, dell'analisi di essi e della capacità di porre rimedio ai punti critici individuati. Partendo dai metodi di valutazione tradizionali, possiamo distinguere metodi indiretti e diretti. I metodi di valutazione tradizionali che appartengono alla classe dei così detti metodi "indiretti" si basano sui risultati economici e finanziari contabilmente rilevabili. Questi metodi si possono basare su parametri contabili, se ci riferiamo al metodo patrimoniale, fondato sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale, tenendo sempre come riferimento la condizione di applicabilità che presuppone implicitamente che l'azienda sia in grado di remunerare il patrimonio netto rettificato comprensivo anche dei beni immateriali in caso della variante "complessa" $R=i(K' + V.IMM.)$. Se si tengono in considerazione i parametri reddituali, il metodo utilizzato è invece quello economico o reddituale, metodo valutativo che desume il valore del capitale economico dell'azienda dal presunto valore assegnato ai redditi attesi, esso calcola, in sostanza, il capitale economico in funzione della capacità

di reddito dell'impresa. Nel prendere in considerazione i parametri finanziari, sottointendiamo il metodo finanziario o dei flussi di cassa scontato noto come DCF-Discounted Cash Flow che desume il valore di un'impresa dalla attitudine in prospettiva dell'impresa a generare flussi di cassa operativi (free cash flow) stabili, che offrano una congrua remunerazione del capitale investito. Infatti, secondo la metodologia finanziaria, il valore del capitale economico di un'impresa è pari al valore dei flussi di cassa che si prevede la stessa potrà generare, attualizzati applicando un tasso di sconto che rifletta il profilo del rischio operativo-finanziario dell'investimento. Misurare una qualsiasi attività secondo un approccio finanziario non può prescindere da una puntuale stima dei flussi di cassa e del tasso di attualizzazione con cui scontare tali flussi. Le metodologie finanziarie e reddituali, asset side o equity side, fondano, quindi, la loro costruzione sulla base di alcuni passaggi, sintetizzati nell'elenco seguente:

- Determinazione dei flussi di risultato lungo l'orizzonte di previsione
- Calcolo del tasso di attualizzazione, che intercetta il valore finanziario del tempo.
- Stima del valore lungo l'orizzonte di previsione analitica
- Calcolo del valore terminale, Terminal Value, ossia il valore dell'azienda oltre l'orizzonte temporale di previsione analitica
- Valore complessivo, ossia la somma dei due fattori precedentemente citati.

Per quanto riguarda le metodologie “dirette” la valutazione risulta meno corretta delle precedenti sul piano dottrinale, ma risulta essere molto utile a livello operativo dal momento che analizzano direttamente l'impresa sulla base di valori desumibili da indici di mercato o altri elementi, rilevabili al di fuori delle scritture contabili. Si definiscono metodi diretti quelle metodologie che fanno riferimento agli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende similari. Risulta evidente che ove un'azienda non abbia titoli quotati sul mercato, l'unica forma di valutazione che possa dirsi, in qualche misura, diretta è quella che si basa sui prezzi effettivamente pagati per aziende similari, in termini di settore e di grandezze economiche, ovvero il c.d. comparison approach to valuation, che presenta però formali limiti razionali legati all'unicum rappresentato dalla transazione economica rilevata. I metodi tradizionali appena riassunti presentano evidenti limiti nozionali e spesso risultano inadeguate per fornire una corretta valutazione del valore potenziale di una start-up. Concentrandosi sul metodo finanziario, che come vedremo successivamente verrà utilizzato come punto di riferimento della nuova metodologia proposta, risulta alle volte difficoltoso e poco attendibile applicarlo alle start-up, poiché richiede la presenza di fattori che spesso risultano assenti nelle imprese in questione. In particolare si evidenzia l'elevata incertezza che caratterizza per esempio le iniziative ad alto contenuto tecnologico, il che rende difficile la stima

di costi, ricavi e investimenti, quindi anche i flussi di cassa che ne derivano possono essere poco attendibili. Inoltre le tecniche utilizzate non sono abbastanza flessibili per valutare imprese che lo sono invece per loro natura e scarsamente si adattano a scontare le opzioni future che l'azienda si troverà a valutare in virtù degli investimenti effettuati. Altri elementi di criticità sono la difficoltà utilizzo dei flussi di cassa in presenza di flussi negativi, caratteristici di iniziative come quelle in esame e nella determinazione del tasso di attualizzazione. La mancanza di dati storici cui fare riferimento crea, inoltre, difficoltà nella stima dei parametri di rischio, primo fra tutti il Beta azionario del modello del CAPM ed impedisce di calcolare alcune medie di lungo periodo da utilizzare come parametri di confronto. La mancata possibilità di fare riferimento all'esperienza storica, ovvero al track record, sulla cui base stimare il rischio ed il conseguente tasso di attualizzazione rendono difficoltoso il ricorso appunto al metodo finanziario. Simili problemi si incontrano anche in fase di applicazione del metodo reddituale, in quanto la base di partenza è un risultato di esercizio, spesso negativo, se pur espresso in termini economici di reddito prospettico normalizzato e non di flussi monetari. Anche per quanto concerne i metodi "diretti" come per esempio quello per multipli, la quasi assenza di parametri normalizzati, rende difficilmente applicabile una serie di multipli tradizionali nel caso di aziende di recente costituzione. Per ultima l'assenza di società comparabili o la difficoltà nell'individuare, rende difficoltoso l'uso dei metodi di valutazione "diretti". Ne consegue, alla luce di queste considerazioni, che le tradizionali metodologie di valutazione devono essere applicate tenendo ben presente tutte queste considerazioni che caratterizzano le imprese nella loro fase iniziale. I modelli tradizionali, infatti, se adottati in un contesto di imprese in forte cambiamento e sviluppo non sempre sono in grado di cogliere anche gli elementi di matrice più qualitativa ed intangibile che impattano sul valore finale del capitale economico di un'impresa in fase di start-up. Per completare la nostra analisi prima di affrontare i metodi alternativi con la quale valutare la start-up l'elaborato cerca di mettere in risalto alcune delle variabili fondamentali che necessariamente devono essere tenute conto in fase valutativa e che i metodi tradizionali tendenzialmente non riescono a intercettare. In tal senso le variabili analizzate sono:

- Il ruolo del tempo, in particolare si può affermare che gli investimenti ricevuti da una start-up sono correlati positivamente con il tempo di esistenza della stessa per la qualità delle attività svolte dall'impresa. Nella valutazione di start-up, quindi tenendo in considerazione la tematica temporale appena illustrata, dovremmo presupporre un ambiente valutativo di ipotetica staticità che permetterà così di tenere fisse determinati variabili altrimenti non valutabili o valutabili in maniera complessa che potrebbero determinare una eccessiva variabilità del risultato.

- L'idea e il bisogno sottostante, che possono essere sintetizzate nel concetto che maggiore è il numero di potenziali utenti che il servizio o il prodotto della start-up è in grado di conquistare, maggiore è l'interesse che gli investitori attribuiscono alla start-up.
- Il ruolo del capitale umano, tra gli aspetti critici da intercettare per una buona e completa valutazione comprensiva anche di elementi qualitativi.
- Caratteristiche del servizio/prodotto, è la conclusione e la finalità ultima del percorso iniziato dagli imprenditori, sulla quale si basano le varie analisi di mercato e le previsioni in essere.
- Modello di business, rappresenta le logiche secondo le quali i founders e quindi la start-up, vogliono creare, distribuire e raccogliere valore. In altre parole, è l'insieme delle soluzioni organizzative e strategiche attraverso le quali l'impresa acquisisce vantaggio competitivo
- Il settore di riferimento, sintetizzabile nel concetto che l'interesse degli investitori verso una start-up aumenta se il mercato in cui essa opera è il più ampio possibile, mostra un trend orientato alla crescita e permette un facile contatto con il cliente finale
- Posizione del soggetto valutatore, che dovrà essere il più distaccata possibile al fine di una valutazione priva di influenza di elementi soggettivi, i quali dovranno essere opportunamente analizzati e valutati alla luce di tre requisiti fondamentali:
 - Razionalità
 - Obiettività
 - Generalità

Tenendo conto dei fattori appena elencati la descrizione dei metodi, cosiddetti, alternativi individua quelle metodologie in grado di cogliere anche gli elementi di matrice più qualitativa ed intangibile che impattano sul valore finale del capitale economico dell'impresa. Nei metodi che seguono, tipicamente utilizzati dai nuovi investitori a titolo di capitale di rischio la logica comune è quella di individuare come periodo di riferimento non il momento attuale, ma una data futura nella quale si ritiene che l'impresa avrà raggiunto un certo equilibrio economico e finanziario, mostrando flussi finanziari e reddituali stabili e positivi. Tale calcolo potrà essere fatto basandosi su un unico scenario o su scenari alternativi ponderabili con specifiche probabilità di successo per l'evento. Successivamente, il risultato così ottenuto verrà riportato alla data odierna mediante le tecniche di attualizzazione. Accanto alle variabili strettamente quantitative necessarie per l'applicazione dei vari metodi, essi tengono conto anche di una componente derivante dall'analisi qualitativa sul management che può comportare alternativamente sia un ulteriore premio che una diminuzione del valore ottenuto. Tra i metodi in parola troviamo il Venture capital method, che presenta tassi di attualizzazione di norma molto elevati, infatti nella prassi, i tassi di rendimento minimi richiesti nell'attività di venture capital oscillano tra il 25% e il 60% annuo e sono inversamente proporzionali

allo stadio di investimento, come visto precedentemente. L'iter valutativo di tale metodo ripercorre quello dei metodi tradizionali con la differenza che il tasso di sconto verrà "forzato" dal tasso di rendimento richiesto dal venture capitalist. Una sua variante è il First Chicago model in cui vengono ponderati tre scenari differenti: ottimistico, realistico e pessimistico. Simile a tale approccio anche il metodo delle opzioni reali che permette il valutatore di valutare i futuri sviluppi dell'impresa attraverso la ponderazione delle probabilità di avvenimento dei determinati eventi. Il valore complessivo di un'impresa quindi deriverà dalla somma del valore dei flussi di cassa che la strategia corrente può generare e del valore implicito nelle opzioni strategiche future che il management potrà attuare. La descrizione dei metodi alternativi prosegue analizzando l'Economic Value Added (EVA), il quale indica il valore che un singolo progetto è potenzialmente in grado di creare, misurandolo come differenza tra il rendimento del capitale investito ed il costo delle fonti di finanziamento utilizzate, opportunamente rettificata. L'obiettivo di questa metodologia consiste nel verificare se le risorse finanziarie investite sono state adeguatamente remunerate e se lo saranno anche in una prospettiva futura. Ulteriori metodi di valutazione analizzati sono il Berkus, il Risk Factor Summation e la Scorecard. Questi ultimi sono ancor più di matrice qualitativa e ponderano a diversi livelli elementi soggettivi di valutazione. Il primo si basa su cinque fattori di rischio che verranno valutati separatamente e per ognuno è previsto un valore aggiuntivo alla valutazione nel caso infatti una start-up soddisfi a pieno tutte le voci avrà una pre-valuation money di 2,5 milioni di €, 500 mila € per ogni fattore valutato. La seconda spalma i fattori in 13 sottocategorie che potranno pesare da 500 mila € a -500 mila € a seconda del loro valore di "mitigazione". Il terzo valuta invece rispetto ad un gruppo di comparables le variabili qualitative del core business della start-up e dal confronto tra esse catturerà un valore moltiplicativo, derivante da una ponderazione con un peso pre-impostato, che andrà a correggere il valore economico del capitale della media delle comparables individuate. Anche per essi sono stati analizzati i limiti e le problematiche che si focalizzano sul fronte della reperibilità delle variabili, su quello della proiezione dei risultati nelle annate future e sulla valutazione estremamente soggettiva di alcune variabili. La difficoltà di individuare delle imprese che siano comparabili con la start-up che andiamo a considerare, crea il rischio di fare notevoli errori di valutazione, così che al mutare del campione di comparables adottati, cambi anche la valutazione effettuata. Con questi metodi, se da un lato si evita la formulazione delle ipotesi in merito all'andamento dei risultati economici ed alla loro traduzione in proiezioni di flussi di cassa, dall'altro rimane il problema della soggettività. In particolare, la confrontabilità delle imprese è spesso limitata dalla non coincidenza tra le attività svolte, dal differente profilo di rischio legato alla leva finanziaria ed operativa e, soprattutto, dal diverso stadio di sviluppo dell'impresa. Tutte queste considerazioni ci inducono quindi a riflettere sul fatto che per giungere ad una valutazione corretta del valore dell'impresa,

occorre comprendere il modello di business dell'azienda che stiamo valutando, il suo management ed il correlato sentiero di crescita possibile sfruttando il più possibile sia elementi quantitativi che qualitativi. Partendo dall'analisi di pregi e difetti di ogni metodologia valutativa analizzata abbiamo provato a proporre una soluzione volta a limitare le complessità ed i fattori di incertezza appena descritti, aggiungendo dei correttivi al metodo che tiene in maggior considerazione il business model dell'impresa, ossia il Discounted cash flow (DCF). Correttivi e integrazioni che hanno il preciso scopo di valutare le stime future delle prestazioni della start-up che non possono prescindere oltre che da elementi puramente oggettivi, derivanti e valutabili da un valido business plan, anch'esso carico di assunzioni spesso soggettive o frutto di ragionamenti e deduzioni, anche da elementi strettamente soggettivi, quali per esempio il capitale umano o l'idea in sé. Partendo da questa considerazione svilupperemo una valutazione che parte dal "classico" metodo del DCF attenendo sia le modalità di generazione dei flussi cassa che i tassi di sconto. Per i primi si è specificato l'utilizzo dei cosiddetti FCFO, ovvero i flussi di cassa operativi, i quali verranno scontati, rispettando la loro natura, tramite il WACC. La determinazione del costo medio ponderato dei capitali avverrà però non seguendo il tradizionale metodo del CAPM, Capital Asset Pricing Model, ma bensì attraverso l'RR-C model il quale riesce ad intercettare in maniera più soddisfacente quelli che sono i rischi legati alla dimensione ridotta dell'impresa in fase di start-up oltre che il country risk premium e l'equity risk premium. Anche il rischio finanziario rientra a far parte delle correzioni proposte e impatterà sul calcolo del Beta che verrà in tal caso appositamente re-levered, partendo da un valore unlevered individuato e calcolato dal Professor. A. Damodoran. I valori così individuati del Wacc si avvicineranno in maniera significativa a quelli che sono i rendimenti richiesti degli investitori, rappresentativi dell'offerta del mercato dei capitali, aiutando la convergenza verso un univoco e attendibile valore economico. Un ulteriore processo è implementato per validare i flussi di cassa attraverso il controllo di determinati Key Performance Indicators, KPI, derivanti dal business plan che funzioneranno da campanello di allarme nel caso di valori poco veritieri o poco verificabili. Tale verifica avverrà per mezzo del confronto con preindividuati comparables rilevanti nel settore di riferimento o riconducibili alla start-up valutanda. Elementi soggettivi come il capitale umano, la valutazione dell'idea o il settore d'appartenenza invece verranno valutati in una seconda fase che porterà all'integrazione e alla correzione dell'esito della valutazione "oggettiva" attraverso il metodo precedentemente identificato della scorecard. Anche esso presenta gradi di diversificazione rispetto al modello originale. Infatti verranno valutati i valori assoluti degli elementi qualitativi della scorecard che daranno luogo in ogni caso ad un valore moltiplicativo che oscillerà tra 0 e 1.5 e che però impatterà a differenza del metodo classico sulla valutazione quantitativa precedentemente individuata attraverso il DCF "corretto". In tale maniera sulla base del valore derivante da elementi quantitativi riusciremo a ponderare quegli

elementi di natura qualitativa che nella valutazione mediante il metodo DCF non sono riusciti ad essere intercettati. Di fondo la volontà è di limitare e controllare quelli che sono le variabili soggettive che difficilmente attraverso metodi conosciuti si riescono ad intercettare in una valutazione. Integrando i diversi sistemi la valutazione rispecchierà a 360° gradi i vari aspetti di una start-up e potrà essere utilizzata indipendentemente sia lato azienda che lato investitori. L'elaborato si chiude con l'applicazione del metodo in parola su una start-up inserita nel settore del e-recruitment in fase pre-money, per la quale è stata richiesta una valutazione in virtù della possibilità di reperimento di investitori. L'opportunità di valutazione di questa start-up nasce dalla collaborazione della stessa con la società di consulenza L4V, Looking4Value, per la quale il sottoscritto è stato impegnato nel suo tirocinio curriculare. Il lavoro sull'evalutaion aziendale si inserisce in una più ampia collaborazione della stessa con L4V, che è stata incaricata di presentare un documento che possa essere di riferimento per le attività della futura impresa. La descrizione dell'applicazione parte dall'inquadramento generale della realtà operativa di JobTube ne descrive le peculiarità e ne individua svantaggi e vantaggi. L'analisi riflette temi centrali alla stesura di un business plan, quali l'identificazione dell'ambiente competitivo, l'analisi di mercato e la conseguente identificazione di linee di ricavo e di costo. Una volta esplicate ed estrapolate tali informazioni si è passati all'elaborazione pratica del metodo valutativo precedentemente esposto. La disamina è stata effettuata rispettando la sequenzialità del processo valutativo descritto in precedenza ed ha portato un valore conclusivo di valutazione intorno ai 39 Milioni di €. In conclusione è stata poi effettuata un'analisi degli scostamenti rispetto ad un metodo DCF, con uso del CAPM, che ha permesso di capire meglio, proprio attraverso il confronto, il peso della novità introdotta dalla nuova metodologia di valutazione che dati alla mano non è per niente residuale ed ammonta a circa il 30% in meno rispetto al valore riscontrabile con la metodologia "classica". Infatti si evince che oltre al delta, dovuto all'utilizzo di un diverso metodo del costo del capitale proprio, anche l'integrazione della valutazione qualitativa impatti in maniera proporzionale, il che avalla la nostra tesi sull'importanza di un'integrazione qualitativa delle componenti non quantificabili di una start-up a maggior ragione quando il valore economico delle componenti quantificabile cresce. Concludiamo concedendoci una giustificazione legata alla natura intrinseca che sussiste nell'effettiva cessione di parti del patrimonio netto delle start-up, la quale avverrà solo dopo trattative nelle quali il concetto di incontro tra domanda e offerta, inteso come la necessità dei founder di far crescere la propria creatura attraverso l'apporto di capitali e competenze, e degli investitori che dal canto loro sono intenzionati ad avere più benefici possibili dall'esito dell'operazione, sarà alla base della discussione. Con tale discolpa riteniamo il frutto della nostra analisi capace di essere la miglior approssimazione del valore di convergenza tra le possibili valutazioni effettuabili dai soggetti interessati in un arco di temporale determinato e in condizioni di

ipotetica staticità.