



Dipartimento di Consulenza Professionale e Revisione Aziendale

Cattedra di Controllo di Gestione Avanzato

**L'ATTENDIBILITÀ DEL BUSINESS PLAN NELL'AMBITO DELLE STARTUP DIGITALI.
IL CASO: IL BIZPLAN DI BPH CONSULTING**

RELATORE

Prof. Cristiano Busco

CANDIDATO

Flavio Faraci

Correlatore

Prof. Federica Izzo

Matricola 687881

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

*Ai miei genitori,
che mi hanno permesso di intraprendere questo percorso*

*Ai Ch.mi professori Cristiano Busco e Fabrizio Granà,
che mi hanno supportato nella stesura della tesi*

*Ai colleghi universitari,
per le esperienze avute insieme e per i
consigli utili che mi hanno saputo fornire*

*Ai ragazzi di BizPlace,
con cui ho avuto il piacere di collaborare*

*Agli amici e ai parenti,
che gioiscono insieme a me per i traguardi raggiunti*

INDICE

Introduzione	6
1. Il Business Plan	8
Introduzione	8
1.1 Il concetto di pianificazione	9
1.2 Definizione di Business Plan	10
1.3 Gli elementi del Business Plan.....	11
1.3.1 L'executive summary	11
1.3.2 Il prodotto/servizio.....	12
1.3.3 L'analisi del mercato	13
1.3.4 Il piano marketing.....	15
1.3.5 Il business model	16
1.3.6 Il piano operativo	18
1.3.7 Il piano finanziario.....	19
1.3.8 La richiesta d'investimento.....	21
1.3.9 Il team	22
1.4 I principi di redazione del Business Plan	24
1.4.1 Il principio di chiarezza	24
1.4.2 Il principio di completezza	25
1.4.3 Il principio di affidabilità.....	26
1.4.4 Il principio di attendibilità	26
1.4.5 I principi di neutralità e di trasparenza	27
1.4.6 Il principio di prudenza.....	28
1.5 Considerazioni sul business plan	28
Riflessioni conclusive	30
2. Startup digitali e investitori.....	32
Introduzione	32
2.1 Start-up digitali	33

2.1.1	La situazione italiana	34
2.2	Chi sono gli investitori.....	35
2.3	Il processo d'investimento	38
2.3.1	Il deal flow.....	39
2.3.2	Lo screening.....	40
2.3.3	La due diligence.....	40
2.3.4	I metodi di valutazione	42
2.3.4.1	Il Venture Capital Method.....	43
2.3.4.2	Il First Chicago Model	44
2.3.4.3	Il Berkus Method.....	45
2.3.4.4	Il metodo delle opzioni reali.....	47
2.3.5	La negoziazione	49
2.3.5.1	La valutazione	49
2.3.5.2	Liquidation preference	50
2.3.5.3	I dividendi.....	52
2.3.5.4	Il controllo della società	52
2.3.6	Exit.....	53
2.3.7	Modalità d'uscita	53
2.3.8	Timing.....	54
	Riflessioni conclusive	55
3.	Il BizPlan	56
	Introduzione	56
3.1	La storia di BizPlace	57
3.1.1	BizPlace oggi	59
3.2	Il pitch	60
3.3	Il financial plan	61
3.3.1	Le assumption di business	62
3.3.2	Il funnel di marketing	66
3.3.3	La scenario analysis.....	67

3.3.4 BizPlace valuation method	69
4. Conclusioni.....	71
5. Bibliografia.....	73
6. Sitografia	74
7. Abstract	78

Introduzione

Il presente lavoro di tesi ha lo scopo di comprendere in che modo i classici strumenti di pianificazione utilizzati per le grandi aziende sono adattabili al contesto delle start-up innovative. Ci concentreremo nello specifico sul business plan, un documento paragonabile ad una versione semplificata e snella del piano industriale. A differenza di questo, il business plan viene utilizzato non tanto per la pianificazione, quanto per la comunicazione esterna, in particolare verso potenziali investitori e finanziatori del progetto che si intende presentare.

Il lavoro è suddiviso in tre capitoli.

Il primo capitolo introduce il concetto di pianificazione e come questa viene intesa all'interno di un'organizzazione aziendale. Il business plan può essere infatti definito come l'output ottenuto a seguito di una procedura di pianificazione riguardante lo sviluppo di un nuovo progetto di business.

Si passa quindi all'illustrazione delle singole componenti del business plan. La prima di queste è l'executive summary, una breve presentazione che riassume i tratti salienti del progetto, i quali vengono analizzati nel resto del business plan. Questi sono: la descrizione del prodotto/servizio offerto, l'analisi di mercato, la strategia di marketing, il business model, il piano operativo, il piano finanziario ed il team. Un altro elemento che il business plan include è la proposta che viene fatta all'investitore, ovvero la richiesta di finanziamento del progetto in cambio di una quota partecipativa in esso.

Il capitolo si conclude poi con una breve panoramica su quelli che sono i principi di redazione del business plan (linee guida non vincolanti), emanati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti contabili.

Nel secondo capitolo viene inizialmente fatta una breve descrizione di cosa sono le start-up innovative e la situazione attuale, passando in rassegna anche quello che è il contesto italiano. Successivamente ci si sposta sul lato investitori, facendo opportune distinzioni tra le diverse categorie. I più famosi e più numerosi sono i fondi di venture capital ed i business angel, ma verranno illustrati anche i *seed*. Viene quindi fatta un'esposizione dettagliata step-by-step di quello che è il processo d'investimento in start-up, partendo dal deal flow, fase in cui gli investitori raccolgono le prime informazioni circa le start-up (che rispettano i parametri di ricerca dell'investitore) in cerca d'investimento, fino ad arrivare alla fase di trattative e di conclusione dell'operazione. Al suo interno verranno anche trattati i vari modelli utilizzabili per la valutazione di start-up, fase cruciale per la determinazione della proposta all'investitore.

Il terzo capitolo espone il caso pratico del lavoro. Sarà illustrato il business plan che BizPlace, una società di consulenza per start-up in cerca d'investimento, ha elaborato per supportare i

propri clienti in fase di presentazione del progetto agli investitori. Questo business plan è frutto di un rapporto, tenuto principalmente nei primi mesi di attività, con gli investitori a cui sono stati sottoposte le prime carte di lavoro.

Il capitolo si apre con la presentazione di BizPlace, dalla nascita allo stato attuale della società, analizzando in particolare lo sviluppo del suddetto business plan, il BizPlan. Si ripercorre passo dopo passo tutte le funzionalità che sono state implementate, con l'obiettivo di creare un business plan che sia adatto a considerare tutte le possibili variabili che caratterizzano il percorso di una start-up nei primi anni di vita. Vengono quindi trattati quegli aspetti che solitamente non sono così approfonditi su altri strumenti di pianificazione per imprese mature. Si vedrà come rendere affidabili e veritiere le assunzioni di business su cui si basano i dati economico-finanziari. Una volta impostate le assumption, si prosegue prendendo in analisi il funnel di marketing, facendo le opportune considerazioni sul flusso di utenti che si riesce a coinvolgere all'interno del proprio "imbuto".

Dopo aver analizzato il progetto a tutto tondo, viene effettuata la valutazione della start-up utilizzando il BizPlace Valuation Method, il quale viene spiegato nella parte conclusiva del capitolo.

1. Il Business Plan

Introduzione

Gli strumenti di pianificazione sono molto utili alle aziende che debbano programmare la propria produzione, o che necessitino di stimare la situazione economica futura o, nel caso delle start-up, tema che verrà ampiamente trattato all'interno del seguente lavoro, qualora vi sia la necessità di capire se un'idea di business possa essere profittevole e sostenibile nel tempo. Tali strumenti assolvono a tutti questi compiti.

Come si vedrà nel paragrafo 1.1, questi sono principalmente il piano industriale ed il business plan, i quali si differenziano innanzitutto per l'ambito d'applicazione, essendo il piano industriale una programmazione dell'attività aziendale pluriennale per imprese già mature, mentre il business plan viene utilizzato esclusivamente nel caso di startup o, più generalmente, in sede di analisi di fattibilità ed economicità qualora una società volesse attuare un nuovo progetto (una nuova linea di business, un investimento per un nuovo stabilimento, ecc.)

Il capitolo si apre con una panoramica sul significato di pianificazione, partendo dalle definizioni che la letteratura fornisce, fino ad arrivare a vedere come essa viene messa in atto in azienda, anche attraverso la spiegazione della distinzione tra piano industriale e business plan già sopra accennata.

Nel paragrafo 1.3 si passa all'analisi del business plan, concentrandosi principalmente tra i vari elementi di cui è composto. Elementi che, nel caso di una start-up, servono a far comprendere al lettore (l'investitore) la mission, l'idea di business, che cosa si vuole vendere (il prodotto/servizio), come lo si vuole vendere, a chi si intende vendere, il business model e le risorse necessarie (solitamente coincidono con le risorse che si intende richiedere agli investitori) per mettere in piedi il tutto. Tutte queste informazioni dovranno poi essere tradotte in dati economico-finanziari che attestino, all'interno del piano finanziario, la fattibilità del piano e la convenienza dell'investimento.

Infine verranno elencati i principi di redazione di un business plan, emanati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, applicabili però più agevolmente nel caso di un progetto aziendale piuttosto che di presentazione di una start-up. Questi non vanno intesi come delle regole da rispettare, ma più come delle linee guida da seguire al fine di rendere il business plan il più comprensibile possibile. Hanno inoltre lo scopo di creare omogeneità tra tutti i business plan, che se redatti secondo tali principi, avranno la medesima struttura e interpretazione. In particolare questi principi riguardano: la chiarezza, la completezza, l'affidabilità, l'attendibilità, la neutralità, la trasparenza e la prudenza.

1.1 Il concetto di pianificazione

Per molti autori per “pianificazione” si intende la capacità di pensare al futuro, controllarlo e saper prendere decisioni in funzione di esso. Secondo Ackoff: “la pianificazione è il disegno del futuro desiderato e di modalità atte a determinarlo [...] La pianificazione è necessaria quando la situazione del futuro desiderata implica l’adozione di un insieme di decisioni interdipendenti, cioè un sistema di decisioni...la complessità primaria della pianificazione deriva dalla correlazione tra le decisioni piuttosto che dalle decisioni stesse”.¹

In ambito aziendale la “pianificazione” consiste in uno strumento tramite il quale l’azienda definisce i propri obiettivi, analizzandone al contempo la fattibilità di questi e le risorse necessarie, al fine di poter eseguire le azioni in cui tale piano si articola. In mancanza di queste ultime, l’obiettivo della pianificazione non sarà perseguibile. La pianificazione si sostanzia all’interno delle organizzazioni attraverso due fenomeni: l’utilizzo di procedure formalizzate e la presenza di risultati complessi relativi ad un sistema integrato di decisioni.

È dunque possibile riassumere la pianificazione nelle seguenti fasi: definire gli obiettivi; stabilire le modalità per conseguirli; individuare e valutare i fattori che possono condizionare il raggiungimento di tali obiettivi. Alle suddette fasi seguono l’implementazione del piano, il controllo circa la realizzazione dello stesso ed infine la valutazione dei risultati ottenuti. “In ogni caso, la pianificazione strategica comprende tutte le attività mediante le quali si definisce la mission dell’ente, si stabiliscono gli obiettivi generali e si elaborano le strategie che, si spera, consentiranno di agire ottimizzando efficientemente le risorse per raggiungere efficacemente gli obiettivi prefissati e soddisfare in tal modo, i bisogni e le aspettative”.²

Lo strumento che al meglio concretizza l’attuazione della pianificazione all’interno dell’azienda è il Piano Industriale. Esso è il documento che riassume ed illustra (per un orizzonte temporale solitamente compreso tra i 3 e i 5 anni): le intenzioni strategiche del management; le azioni da intraprendere; l’evoluzione dei key value drivers e dei risultati attesi. Il piano industriale risulta utile sia in termini organizzativi, per poter rappresentare la visione imprenditoriale del management, sia in termini di visibilità, per poter attirare risorse finanziarie necessarie per l’implementazione del piano stesso, come per esempio nel caso di un IPO. Diversamente, il “budget” è un documento meno complesso, di durata inferiore (solitamente ha un orizzonte temporale di 1 anno), che fornisce un’informazione più accurata, ma focalizzata principalmente su dati interni all’organizzazione.

¹ Ackoff Russel Lincoln – 1969. “A concept of corporate planning”, Wiley-Interscience

² Meola Antonio, Antonelli Roberto – 2006. “Pianificazione strategica, controlli e PEG nella pubblica amministrazione locale”, Franco Angeli Edizioni, cap. 1, pag. 18

Il termine “Business Plan” è pressoché un sinonimo di Piano Industriale, ma viene principalmente utilizzato nella fase di start-up dell’impresa. Ovvero quando i co-fondatori sono alla ricerca di capitali per poter realizzare la propria idea di business. La vera e propria distinzione quindi si sostanzia nelle diverse caratteristiche che un piano deve avere tra il caso di un’impresa già avviata e una in fase di lancio. Oltre ai fondi privati, provenienti da banche, venture capital e business angel, negli ultimi anni sono sempre di più gli strumenti di agevolazione provenienti da risorse pubbliche (in Italia soprattutto a livello regionale), i quali richiedono di allegare, alla domanda di finanziamento, un piano che illustri dettagliatamente l’attività che si intende svolgere.

1.2 Definizione di Business Plan

Il Business Plan è un documento previsionale, orientato al futuro, che descrive la strategia della neo-impresa. Rappresenta, nella sua globalità, un progetto imprenditoriale, le linee strategiche e le relative informazioni di carattere patrimoniale, economico e finanziario. La sua funzione non si esaurisce nella pianificazione, ma può anche essere utilmente sfruttato in fase di controllo, svolgendo un’analisi sugli scostamenti. Come già anticipato nel paragrafo precedente, il business plan si differenzia dagli altri strumenti di pianificazione (budget e piano industriale) per alcune particolarità.

Innanzitutto il business plan comprende sia una parte qualitativa (analisi del mercato e della concorrenza) sia una parte quantitativa (break even point analysis, stima del fabbisogno finanziario, revenue model).

Inoltre esso viene redatto all’occorrenza e non regolarmente come il budget. È uno strumento che permette di analizzare in maniera dettagliata a tutti gli aspetti dell’azione che si vuole compiere (sia il lancio di una startup che una particolare operazione successiva al lancio).

Infine è molto meno particolareggiato, in quanto lo scopo con cui viene redatto, non è quello di definire specifici obiettivi mensili o annuali, ma quello della valutazione della convenienza e della sostenibilità del progetto.

Più specificatamente, le funzioni del business plan sono le seguenti:

- Analisi dell’ambiente esterno (analisi della concorrenza, definizione del mercato ed il proprio posizionamento competitivo all’interno di esso)
- Definizione della visione imprenditoriale e degli obiettivi perseguiti (vision e mission)
- Budgeting (definizione degli obiettivi in termini quantitativi e analisi degli scostamenti)

- Analisi della fattibilità finanziaria e dell'attività economica (riferito all'investimento richiesto per la nuova attività, o nel caso di ampliamento di questa)
- Pianificazione delle strategie (determinazione di un piano operativo che comprenda tutte le aree dell'attività)
- Definizione dell'assetto organizzativo (compiti e responsabilità del team)

Il business plan ha sia una funzione interna, ovvero quella di essere a supporto del management nei processi decisionali interni, sia una esterna, cioè quella di persuadere soggetti esterni all'organizzazione circa la fattibilità e la credibilità del progetto aziendale.

1.3 Gli elementi del Business Plan

I business plan vengono ormai sovente redatti in maniera informatica, in quanto in tal modo è più semplice da modificare, gestire e soprattutto da inviare a quanti più investitori possibili. È consigliabile l'utilizzo di una presentazione PowerPoint, o di un file pdf, allegando anche un file Excel che riguardi principalmente gli aspetti finanziari quantitativi del progetto (magari includendo qualche schermata di questo all'interno della suddetta presentazione). Tutta la documentazione a supporto di dati ed informazioni, esplicitati all'interno del business plan, è solitamente inserita in un'appendice. Questo accade perché non si intende includere tali dati nella presentazione del progetto agli investitori, per motivi di comodità o per non appesantirla troppo. Tuttavia, essendo informazioni importanti, vengono comunque inviati agli interessati, a supporto della valutazione che questi faranno del progetto imprenditoriale.

Per redigere un Business Plan non esiste una vera e propria struttura standardizzata. Tuttavia in questa sezione verranno trattati molti degli aspetti che, in base alla tipologia di business che si intende avviare, possono, o devono, essere inclusi all'interno del proprio business plan.

1.3.1 L'executive summary

L'executive summary, che viene solitamente scritto soltanto al termine della stesura del business plan, ha la funzione di presentare il progetto imprenditoriale ai destinatari del business plan, ovvero agli investitori nel caso delle start-up. Al suo interno deve racchiudere le informazioni maggiormente rilevanti, il tutto in forma sintetica. È spesso considerato una delle parti più importanti del business plan, in quanto consente alla platea di farsi un'idea sul

contenuto del progetto e di comprendere più facilmente il resto della presentazione. Il suo obiettivo primario è infatti proprio quello di persuadere gli investitori.

Secondo Guy Kawasaki, attuale CEO di garage.com, società finanziatrice di iniziative a stampo tecnologico nella Silicon Valley, sono 9 i componenti essenziali di un executive summary di successo (Kawasaki, 2006): la frase ad effetto (apre il summary e tende ad elogiare il progetto che si sta per andare a presentare), il problema (il motivo della nascita del nuovo business in oggetto), la soluzione (l'offerta), l'opportunità (ovvero il mercato in cui si intende entrare), il vantaggio competitivo (rispetto agli attuali competitor), il modello (spiegazione del business model evidenziando la scalabilità dello stesso), il team (che deve avere le caratteristiche adatte), la promessa (quella di offrire un investimento redditizio al finanziatore) e la richiesta (specificando l'ammontare richiesto, eventualmente proponendo anche delle milestone intermedie).

1.3.2 Il prodotto/servizio

Non si intende una mera descrizione dei prodotti e/o servizi che l'organizzazione ha intenzione di immettere nel mercato. In questa sezione è opportuno invece concentrarsi sulle utilità che i prodotti e i servizi possono offrire ai consumatori, riprendendo dall'executive summary le questioni riguardanti il problema e la soluzione. È necessario specificare l'attuale stato del prodotto, sia che esso già pronto per l'immissione sul mercato, o se invece al momento si dispone soltanto di un prototipo, indicando il tempo necessario al lancio dello stesso sul mercato (cosiddetto "time to market").

È poi indispensabile indicare il prezzo di vendita, il costo di produzione ed il relativo margine di contribuzione per ogni prodotto/servizio. Occorre inoltre descrivere se il prodotto è coperto da brevetto e se presenta eventuali caratteristiche distintive, tali da attribuirgli vantaggi competitivi nei confronti dei prodotti dei competitor attualmente sul mercato.

Una delle strategie maggiormente utilizzate è quella di elaborare un MVP (Minimum Viable Product), termine coniato nel 2001 da Frank Robinson, co-founder e presidente della SyncDev. Per MVP si intende un prodotto, un sito internet, un'applicazione mobile o un servizio, che viene sviluppato con i minori costi possibili e con le caratteristiche minime sufficienti per poter essere testato velocemente dai primi utilizzatori e ricevere i relativi feedback (Robinson, 2001). Una sorta di versione beta a cui verranno aggiunte tutte le feature aggiuntive, che saranno sviluppate in seguito in base alle opinioni suscitate dal mercato. Il vantaggio principale dell'adozione di un MVP è sicuramente quello di limitare le perdite in caso di fallimento del prodotto sul mercato.

1.3.3 L'analisi del mercato

Una volta descritto il prodotto, occorre definire a chi si intende venderlo. Si procede dunque all'individuazione del mercato nel quale verrà lanciato il prodotto, evidenziandone al suo interno il gruppo di consumatori, tutti con caratteristiche simili, a cui ci si vuole rivolgere, il target market (mercato di riferimento).

La dimensione del mercato selezionato può essere uno degli aspetti fondamentali su cui si baseranno poi le stime dei ricavi (R). Queste stime vengono infatti spesso elaborate stabilendo una quota di mercato obiettivo, in termini percentuali, moltiplicando tale quota (q) per il fatturato totale che quel mercato genera annualmente (FM), incrementandolo ove sia prevista una crescita delle dimensioni del mercato (g).

$$R = q * (FM * (1+g)) \quad (1)$$

L'analisi del mercato deve poi spostarsi sui competitor presenti all'interno del mercato e quelli potenziali. Tra di essi è possibile distinguere 2 tipi di competitor: i competitor diretti, che offrono prodotti simili o uguali, e i concorrenti indiretti, che offrono prodotti/servizi in parte simili ma che comunque hanno un basso tasso di sostituzione.

Dopo aver definito il target market e i competitor, si definisce una strategia di posizionamento sul mercato. Il posizionamento consiste nel modo in cui il proprio prodotto viene concepito dal potenziale consumatore. Esistono vari modelli che spiegano meglio questo concetto. Uno di questi è il modello di Abell (Figura 1-1), un modello tridimensionale che descrive il posizionamento del prodotto di un'azienda in base a 3 variabili (gli assi del modello):

- *Gruppi di clienti*: le categorie di clienti destinatari del prodotto;
- *Funzioni d'uso per i clienti*: bisogni, esigenze e desideri dei clienti;
- *Tecnologie*: in che modo il prodotto soddisfa il cliente.

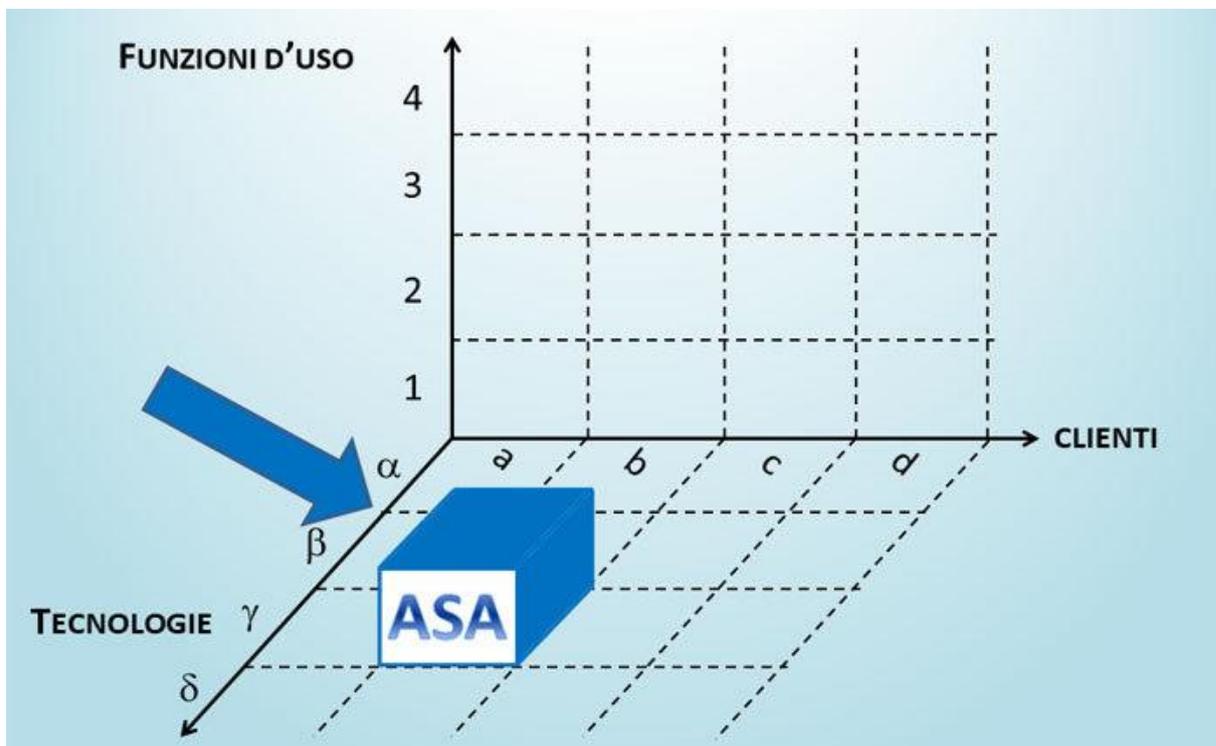


Figura 1-1 Il modello di Abell³

L'unione tra queste 3 dimensioni delinea l'Area Strategica d'Affari (ASA), anche detta Strategic Business Unit. L'Area Strategica d'Affari consiste in un business specifico dell'impresa che, anche se scorporato dall'azienda, è in grado di sopravvivere autonomamente. Questo modello permette all'impresa di comprendere come essa e i suoi competitor sono posizionati all'interno del mercato, ovviamente in relazione ai 3 suddetti fattori.

Un posizionamento strategico del proprio prodotto, concede alla start-up 3 vantaggi:

- Permette di differenziare il proprio prodotto o servizio, distinguendolo da quello offerto dai concorrenti.
- Consente di tagliare le spese pubblicitarie. Infatti se l'organizzazione ha ben chiaro il posizionamento del proprio prodotto all'interno del mercato, sa individuare più agevolmente i canali di marketing ideali. Potrà per esempio comprendere se una campagna su AdWords sia più o meno efficiente di una campagna di sponsorizzazione su Instagram.
- Permettere di sfruttare una nicchia di mercato. Una piccola parte del mercato non ancora aggredita dai competitor o, seppur aggredita, non ancora in grado di soddisfare appieno la domanda dei consumatori.

³ G&O Marketing Consulting. "Il modello di Abell e l'area strategica di affari" <https://geo.consulting/morsi-di-marketing/strumenti-di-lavoro/modello-di-abell-area-strategica-di-affari/> (Consultato il 24/08/2018)

1.3.4 Il piano marketing

Fase strettamente collegata all'analisi di mercato e diretta conseguenza di essa. La strategia di marketing si concentra infatti sui canali da utilizzare per poter coinvolgere, all'interno del proprio "imbuto di conversione" (conversion funnel), un bacino più ampio possibile di utenti. Uno dei modelli di funnel più diffuso è sicuramente l'AIDA (figura 1-2), modello teorico attribuito a Elias St. Elmo Lewis, pioniere della pubblicità in americana che descrive le fasi che intercorrono dal momento in cui il consumatore viene a conoscenza del marchio o prodotto, fino a quando egli decide di procedere con l'acquisto. Il nome AIDA è in realtà l'acronimo dei 4 step di cui tale modello si compone:

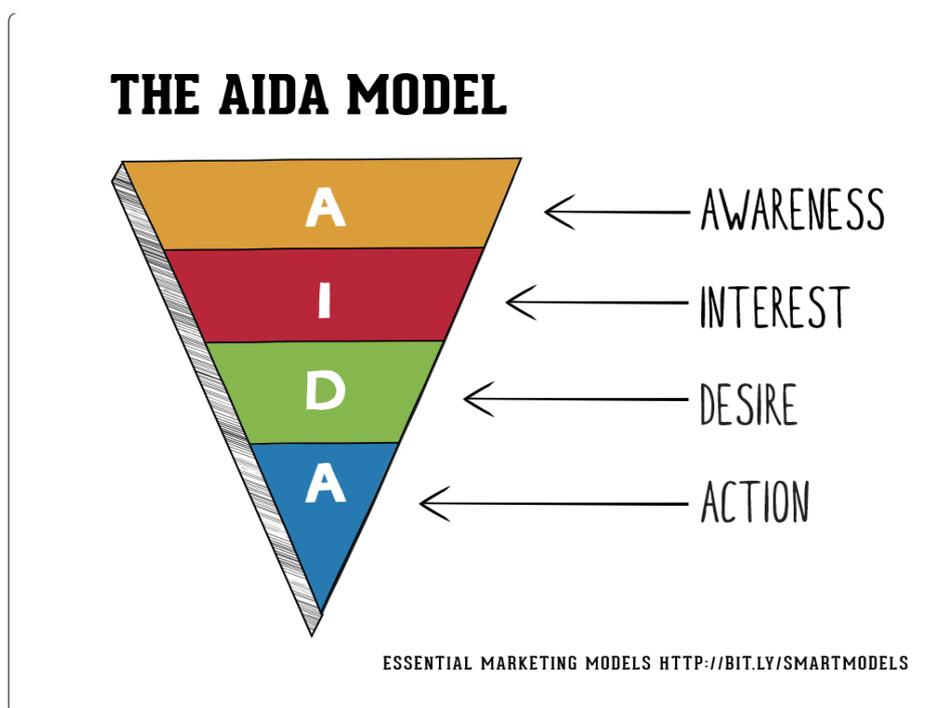


Figura 1-2 Modello AIDA⁴

Awareness (o Attention): Un annuncio può essere anche estremamente persuasivo, ma se nessuno lo vede diventa inefficace. L'awareness è appunto la fase in cui l'utente viene a conoscenza del brand o del prodotto. Nel caso di un'app, coincide col momento in cui un potenziale cliente viene a conoscenza di questa, per esempio tramite un'inserzione pubblicitaria su Facebook, o tramite un banner pubblicitario su un sito internet. I relativi dati di analytics dovranno poi essere analizzati per comprendere al meglio da quali fonti vengono maggiormente attratti i propri clienti (riprendendo qui il concetto del taglio dei costi per le spese pubblicitarie, quando un'azienda ha ben chiaro il posizionamento dei propri prodotti sul mercato).

⁴ Smart Insights – Ottobre 2013. "The AIDA Model" <https://www.smartinsights.com/traffic-building-strategy/offer-and-message-development/aida-model/> (Consultato il 26/06/2018)

Interest: Una volta che il cliente viene a conoscenza dell'esistenza dell'azienda, bisogna cercare di suscitare interesse per i vantaggi arrecati dal proprio prodotto/servizio. Tornando all'esempio dell'app, questo step si identifica nel momento in cui, dopo aver visto l'inserzione pubblicitaria, l'utente si informa del funzionamento dell'applicazione, magari scorrendo una landing page (esempio di MVP), che riassume in una pagina tutte le funzioni e i vantaggi offerti.

Desire: A questo punto si deve innescare, all'interno del potenziale cliente, un desiderio di poter usufruire di tale servizio. È questa la fase in cui l'utente scarica la nostra applicazione ed effettua la registrazione.

Action: È l'obiettivo del messaggio pubblicitario, si può semplificare come la vendita del prodotto. In media soltanto un utente su cento giunge dall'awareness all'action. È una fase che deve essere analizzata principalmente a livello quantitativo. Si concretizza con l'utilizzo effettivo dell'app da parte del nostro utente, che ci permette di generare ricavi sia tramite la presenza di inserzioni pubblicitarie all'interno dell'applicazione (banner, foto, video), sia tramite la presenza di funzionalità aggiuntive a pagamento.

1.3.5 Il business model

Uno degli aspetti su cui si concentra maggiormente l'analisi degli investitori in fase di valutazione è il business model. Esso ha il ruolo di descrivere come l'azienda intende creare valore per i potenziali clienti. EconomyUp definisce il business model come: "il modo più ampio, e allo stesso tempo preciso, con cui si può definire un'azienda, il suo modo di operare e di produrre ricavi. Per dirlo in termini molto semplici il business model è il primo passo da fare quando si pensa di avviare un'azienda: Che tipo di azienda si vuole che sia? Cosa si vuole che produca? Che volumi di profitto si intende generare?"⁵

Sono incluse nel business model anche eventuali partnership con società terze, enti, competitor e clienti. In ambito startup uno dei modelli che viene più spesso usato per rappresentare il proprio business model è il Business Model Canvas (figura 1-3), che consente di rappresentare visivamente il modo in cui un'azienda crea, distribuisce e cattura valore per i propri clienti. Offre quindi la possibilità di comprendere elementi complessi che riguardano il funzionamento di un'intera azienda, in modo semplice, efficace ed intuitivo. Tale modello, ad oggi riconosciuto uno standard internazionale, è stato proposto per la prima volta da Alexander Osterwalder nel suo primo lavoro, "Business Model Ontology" (2004).

⁵ EconomyUp - Giugno 2016. "Business model – definizione" <https://www.economyup.it/glossario/business-model-definizione/> (Consultato il 30/06/2018)

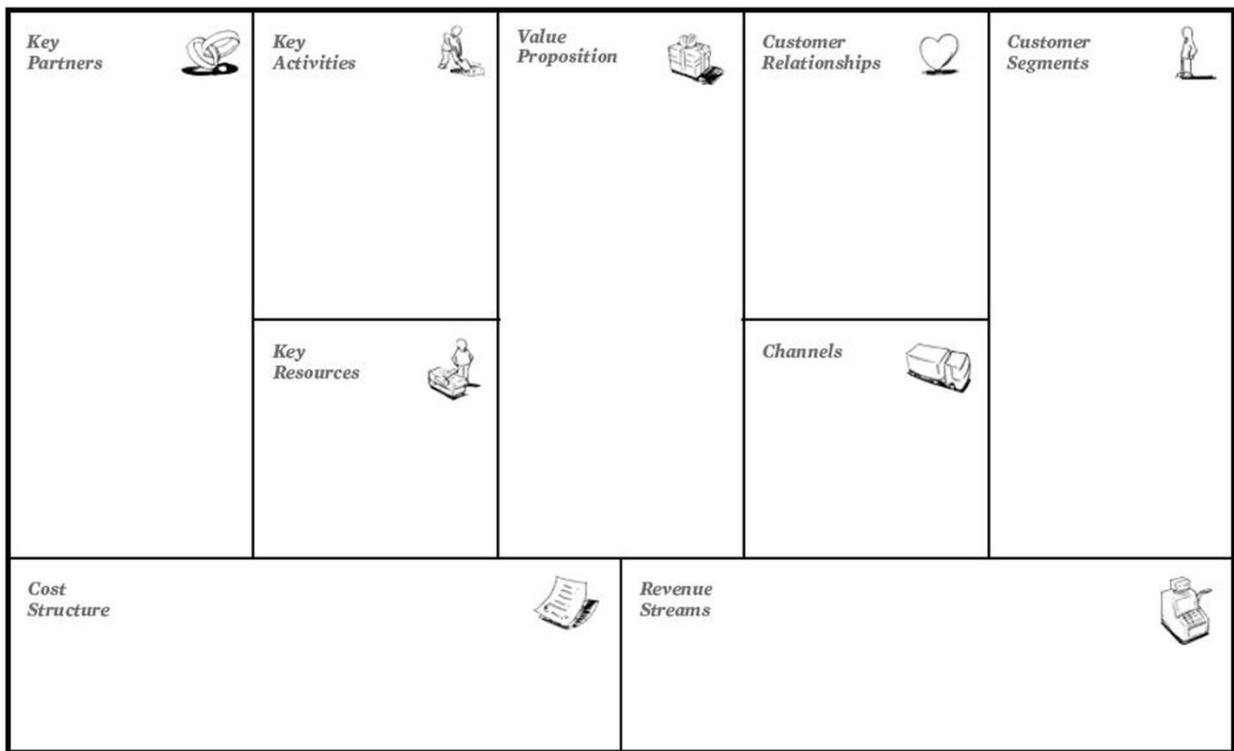


Figura 1-3 - Business Model Canvas⁶

Il Business Model Canvas al suo interno riassume sia il piano marketing (value proposition, customer relationships, channels e customer segments), che abbiamo già visto in precedenza, ma anche il piano operativo (key partners, key activities e key resources) ed il piano finanziario (cost structure e revenue streams), che vedremo successivamente. Il modello è suddivisibile anche secondo un approccio qualitativo (sezioni facenti parte del piano marketing e del piano operativo) e secondo uno quantitativo (il piano finanziario).

Passiamo ora ad una spiegazione delle varie parti che compongono il Business Model Canvas:

Key partners: Nel caso in cui ci fossero delle attività che si intende far svolgere a partner esterni all'organizzazione, occorre specificare quali siano queste attività e quali siano i suddetti partner. Scelta che andrà poi possibilmente motivata in fase di presentazione del progetto agli investitori.

Key activities: Le attività chiave che l'azienda deve svolgere per far funzionare efficacemente il proprio modello di business. Solitamente infatti riguardano il core business.

Key resources: Le risorse chiave di cui necessita l'azienda per poter funzionare. Possono essere umane, finanziarie, materiali e immateriali.

Value Proposition: Prodotti e servizi che l'azienda intende offrire sul mercato.

Customer Relationships: La relazione che si desidera instaurare con i clienti, al fine di migliorare la loro fidelizzazione con l'azienda e col marchio.

⁶ Coach City – Febbraio 2018. “Business Model Canvas | Fare strategia per il tuo modello di business” <https://coachcity.it/business-model-canvas-fare-strategia-per-il-tuo-modello-business/> (Consultato il 30/06/2018)

Channels: Si ritorna al concetto di selezione dei canali di marketing, che permettono all'impresa di raggiungere i propri clienti in maniera più efficiente.

Customer Segments: Segmentazione della clientela, al fine di poter individuare a quali tra questi si rivolge l'azienda.

Cost Structure: I costi di struttura (fissi e variabili) che l'azienda dovrà sostenere per poter compiere la propria attività. Valutare se è possibile sfruttare eventuali economie di scala e/o di scopo.

Revenue Streams: A livello generico, questa parte riguarda la previsione dei flussi di cassa in ingresso, generati dalla vendita di prodotti e servizi. Più nello specifico si studiano i prezzi e le modalità di pagamento.

È bene precisare che sporadicamente si troverà un Business Model Canvas così strutturato all'interno di un business plan. È infatti un documento con finalità prettamente interne, in quanto la sua flessibilità e la sua facilità d'utilizzo, lo rendono uno strumento fondamentale per far comprendere a tutti i componenti dell'organizzazione quali sono gli elementi chiave, che saranno poi i pilastri del business plan vero e proprio.

1.3.6 Il piano operativo

L'elaborazione del piano operativo consiste in una sintesi organica e organizzata delle strategie definite in precedenza. Esso è, per l'appunto, un programma dettagliato con cui l'impresa rende noto a tutti i suoi stakeholder come intende raggiungere i propri obiettivi.

Tutte le varie attività inserite all'interno del piano operativo devono avere una relativa tempistica pianificata, ovvero devono esserne indicati i tempi d'inizio e di fine attività. Ad esempio, nel caso si intenda fondare una o più società, il piano operativo deve includere tutte le informazioni relative, come la sede, il capitale sociale e i tempi necessari per la costituzione, includendo ovviamente le ragioni strategiche, come per esempio il fatto di costituire una società in un certo paese per sfruttarne le relative agevolazioni fiscali o per motivi di comodità e vicinanza con fornitori strategici. Altri elementi chiave di un piano operativo possono essere: lo sviluppo del prodotto (il modo in cui l'impresa intende svilupparlo, ma soprattutto il modo in cui l'azienda ritiene che sia fattibile giungere alla produzione del proprio progetto), le risorse e i processi (le risorse ed i processi che permettono di innescare e condurre con successo le attività produttive, e come queste risorse vengono remunerate tramite i cash flow generati dalle attività), l'assistenza consumatori (fattore da non sottovalutare, che può fare la differenza nel valorizzare il proprio prodotto o servizio. L'assistenza post-vendita è in grado di contribuire a generare un grado di fidelizzazione verso il cliente, maggiore di quanto possa farlo il prodotto

stesso) ed i fattori di influenza esterni (fattori che potrebbero essere in grado di influenzare il piano aziendale, mostrando i diversi scenari che potrebbero crearsi).

1.3.7 Il piano finanziario

Il piano finanziario è la parte strettamente quantitativa del business plan, solitamente riassunta all'interno di un file excel. Si tratta principalmente di previsioni economico-finanziarie, presentate attraverso gli schemi contabili tradizionali (stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario), chiaramente anche in forma riclassificata o semplificata. L'utilizzo di tali strumenti infatti non obbliga la startup a dover presentare il piano finanziario del proprio progetto con la necessità di aderire a formalità o a principi contabili. Il business plan non è un documento ufficiale come lo è il bilancio d'esercizio, ma semplicemente un mezzo per promuovere e far comprendere al meglio il proprio progetto. Si conviene quindi che per quanto concerne il piano finanziario possono essere fatte alcune semplificazioni, come ad esempio sul calcolo delle imposte (il cui studio approfondito richiederebbe un ingente dispendio di risorse). A supporto delle previsioni economiche ci sono delle assunzioni di base, le cosiddette "assumption". Citando Kingsley A. Borello: "Gli assunti alla base delle analisi e delle proiezioni [...] sono cruciali per la realizzazione di un piano realistico e attendibile. L'imprenditore può approfondire lo studio del mercato, tracciare scenari della concorrenza e calcolare dettagliati flussi di cassa prospettici. Tuttavia, se le ipotesi di partenza non sono realistiche e credibili, il piano non ha alcuna validità. Anzi, risulta controproducente, in quanto non può ingenerare nell'imprenditore, ancor prima che nel lettore, un pericoloso entusiasmo o un ingiustificato pessimismo per un progetto che ha un valore intrinseco del tutto differente da quanto sia in realtà emerso. Non si vuole affermare che un piano correttamente imposto diventi una sfera di cristallo attraverso cui è possibile predire l'esatto esito di un progetto. Anche piani con ipotesi di base del tutto realistiche possono portare a insuccesso, allorché per esempio, la reazione del mercato al prodotto offerto sia stata assolutamente imprevedibile. Quello che preme sottolineare è che un piano, proprio perché fondato su assunti, è un'arma a doppio taglio: occorre seguire la massima prudenza soprattutto in sede di proiezioni e costruzione di scenari".⁷ Queste assumption devono essere quindi fondate su dati di business esplicitati in precedenza e devono essere il più credibili possibili, al fine di poter persuadere gli investitori della veridicità dei dati economico-finanziari. La stima dei ricavi è facilmente e meno aleatoriamente stimabile rispetto ai ricavi. È infatti per la stima di questi ultimi che si ricorre all'utilizzo di tali

⁷ Borello Kingsley A. – 2015. "Excellent business plan. Come pianificare una startup, sviluppare un'impresa e monitorare la performance". Hoepli Editore, Sesta Edizione, Cap 1.10.7.

assumption. Esse possono riguardare, per esempio, la stima del numero di prodotti venduti o la quota di mercato che si intende raggiungere (per questo caso si rimanda alla formula 1), ma possono essere anche più complesse e accurate. Ad esempio, si potrebbero utilizzare come assumption dati provenienti da studi sul comportamento degli utenti che usufruiscono di una versione beta o di un MVP.

Un'altra analisi importante che è utile svolgere è quella che riguarda il break even point, ovvero l'analisi del "punto di pareggio". Considerando che il punto di break even è la quantità minima di prodotti che occorre vendere affinché si voglia ottenere un profitto positivo, quest'analisi riveste particolare importanza nello studio di economicità e fattibilità del progetto, che gli investitori svolgeranno in sede di valutazione (e che si presume abbiano precedentemente svolto anche i promotori del progetto stesso). È inoltre uno strumento utile in fase di pricing, ovvero di determinazione del prezzo del prodotto.

Come già accennato, il break even point è il numero minimo di output venduti sufficienti a pagare tutti i costi. Per calcolare il break even point è necessario fare una distinzione preliminare tra i costi. Più in particolare tra costi fissi (quote d'ammortamento, affitti, stipendi, assicurazioni), che non variano al variare della quantità di output prodotto, e costi variabili, che invece variano al variare della quantità di output (materie prime, merci). Una volta fatta questa distinzione, la formula per il calcolo del break even point è la seguente:

$$Q_{BE} = CF / (R - CV) \quad (2)$$

Q_{BE}: Quantità di Break Even

CF: Costi Fissi

(R - CV): Margine di contribuzione del singolo prodotto (Prezzo - Costo Variabile)

La figura 1-4 rappresenta graficamente tale formula.

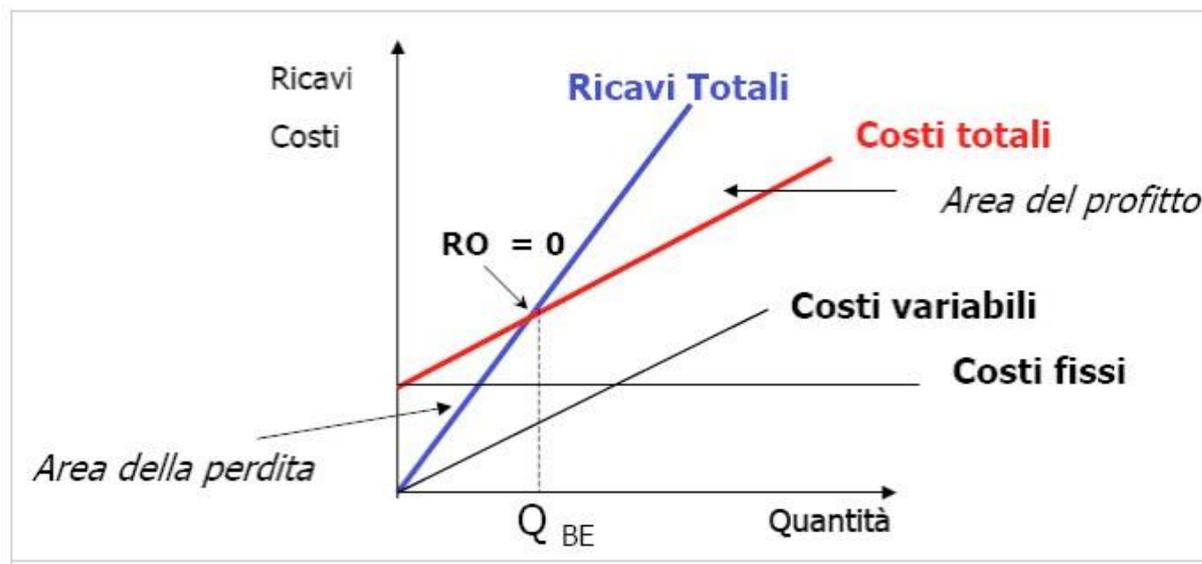


Figura 1-4 Break even point analysis⁸

Al termine della redazione del piano economico, dopo aver calcolato gli utili/perdite previsti, si passa al calcolo dei flussi di cassa. Tali flussi di cassa sono solitamente in uscita nel primo periodo (investimenti ingenti e ancora pochi ricavi) ed in entrata successivamente (quando l'impresa inizia a fatturare). Al fine di poter avviare e mantenere per i primi anni (o mesi) l'attività, occorre quindi coprire tali flussi in uscita, il cosiddetto fabbisogno finanziario.

1.3.8 La richiesta d'investimento

Giungiamo ora al punto cruciale del business plan, ovvero la richiesta economica che viene fatta agli investitori al fine di poter dar vita al progetto finora descritto. Normalmente la cifra che si va a richiedere è quella necessaria per coprire il fabbisogno finanziario calcolato precedentemente nel piano finanziario (solitamente maggiorato di un piccolo margine di sicurezza). Sovente in questa fase l'investitore valuta l'offerta in funzione del tasso interno di rendimento del progetto. Questo tasso è in funzione: delle previsioni economiche (sempre queste siano valide e fondate su assumption solide), dell'investimento richiesto e della quota offerta. Più esplicitamente, il tasso interno di rendimento si calcola come segue:

$$TIR\ i = (P * Q) / I \quad (3)$$

TIR i: Tasso interno di rendimento dell'investitore

⁸ B2Corporate – Giugno 2014. “Tutto sulla break even analysis” <https://www.b2corporate.com/tutto-sulla-break-even-analysis/> (Consultato il 6/07/2018)

P: Profitto generato annualmente

Q: Quota detenuta dall'investitore

I: Investimento

Ovviamente, in cambio delle risorse finanziarie, vengono offerte agli investitori delle quote della società neonata o nascita. Questa parte in un certo senso apre le trattative tra investitori e promotori del progetto. Trattative che potrebbero includere anche delle milestone (traguardi intermedi), cosa che solitamente accade con gli investitori istituzionali. In questo caso l'investimento complessivo viene suddiviso in tranche, la cui erogazione sarà subordinata al raggiungimento di predeterminati traguardi, che possono essere di carattere tecnico, commerciale o economico-finanziario. Questo è uno strumento che consente all'investitore di ridurre la rischiosità del proprio investimento e di poter monitorare meglio la crescita della startup finanziata. Nel caso in cui non si dovesse raggiungere la milestone, gli scenari possibili sono 2 (scenari ovviamente definiti precedentemente tramite clausole contrattuali):

- Liberazione totale dell'investitore dal versamento della tranche relativa alla milestone non raggiunta.
- Erogazione parziale della tranche in relazione al livello di milestone raggiunto, con eventuale rinegoziazione del finanziamento.

Tuttavia, anche nel caso in cui non siano incluse clausole di questo genere, sarà necessario prevedere elementi che permettano all'investitore un opportuno monitoraggio. In particolare la società dovrà fornire informazioni riguardanti la situazione finanziaria e l'andamento del business. Tutto ciò avviene attraverso la redazione di report mensili e/o trimestrali, contenenti gli aggiornamenti sulle voci di conto economico e sulla posizione finanziaria della società.

1.3.9 Il team

Spesso l'unica risorsa che una start-up possiede al momento della presentazione del proprio progetto è il capitale umano, parte preponderante del valore aziendale nella fase iniziale dell'attività. Il team è il fattore che, più dell'idea, deve convincere l'investitore a concedere il finanziamento. Se si sottovaluta l'aspetto del team si è destinati a fallire. È opportuno presentare ogni membro del team, evidenziandone: il percorso formativo, le esperienze lavorative passate ed il ruolo che svolgono all'interno dell'azienda. Ovviamente in una start-up non si presume avere un team di molte persone, ma vi è la necessità, in particolar modo nel mondo digital, di 3 figure essenziali, tutte con competenze complementari tra loro. Innanzitutto il CEO (Chief Executive Officer), l'amministratore delegato della società, il CMO (Chief Marketing Officer),

il capo del marketing, e il CTO (Chief Technology Officer), il responsabile di tutta la parte tecnologica e informatica dell'organizzazione.

In una start-up solitamente colui che ricopre il ruolo di CEO è l'ideatore e solitamente anche il socio di maggioranza. Tuttavia il suo ruolo è ben diverso da quello che svolgono gli amministratori delegati di aziende già avviate, come testimonia Daniel Lambert, CEO di BoardVitals su Forbes: "L'amministratore delegato della start-up deve presentarsi con una tolleranza ad alto rischio, un'incredibile etica del lavoro e una versatilità di abilità diversa da qualsiasi altro lavoro. Il fondatore deve essere disposto ad affrontare una percentuale di insuccessi del 90% prima ancora di fare il salto. [...] Una parte chiave del successo risiede nel focalizzarsi e ripensare continuamente alle tre responsabilità primarie. Esse sono le seguenti: Impostazione di una strategia [...] Assumere le persone giuste [...] Salvaguardare le risorse finanziarie."⁹

Il CMO è invece la figura che si occupa di come catturare l'attenzione dei consumatori e di fargli comprendere l'utilità del prodotto/servizio che la startup offre. È una figura che negli ultimi anni si sta evolvendo, sfruttando sempre più strumenti informatici per compiere le ricerche di mercato, e contemporaneamente utilizzando ormai quasi esclusivamente i social network come canali per raggiungere la potenziale clientela. Più genericamente, il CMO ricopre tutte le funzioni che abbiamo precedentemente trattato relativamente all'analisi di mercato e alla strategia di marketing.

Per concludere il quadro, il CTO è colui che dirige l'aspetto tecnico dell'azienda. Egli si può considerare come il project manager dell'IT, il capo di un eventuale team di sviluppatori. Specialmente se si parla di digitale, il CTO è solitamente egli stesso il programmatore che si occupa dello sviluppo dell'applicazione, sito internet, o quale che sia il mezzo con cui la start-up si interfaccia con i propri utenti. Questa è una figura che talvolta viene omessa, affidandosi ad uno sviluppatore esterno alla società. Durante la mia esperienza lavorativa in BizPlace (di cui si parlerà più ampiamente nel terzo capitolo), interfacciandomi in prima persona con investitori, ho avuto modo di capire che sovente essi non approvano questa soluzione. Infatti avere un CTO interno anziché uno sviluppatore esterno, porta numerosi vantaggi. In particolare a livello di costi, in quanto il CTO, essendo un socio, sostituirà il proprio salario da sviluppatore (almeno parzialmente), con la partecipazione agli utili. Inoltre questa scelta consente una maggior flessibilità, qualora serva rimettere mano all'apparato tecnologico della start-up, sarà un'operazione più semplice e immediata, piuttosto che dover continuamente contattare, e pagare, uno sviluppatore esterno anche per piccole modifiche.

⁹ Daniel Lambert – Novembre 2017. "Three ways to become a better startup CEO", Forbes <https://www.forbes.com/sites/theyec/2017/11/27/three-ways-to-become-a-better-startup-ceo/> (Consultato il 10/07/2018)

1.4 I principi di redazione del Business Plan

Come già detto in precedenza, non esistono standard né leggi da seguire per la redazione di un business plan. Tuttavia il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili ha individuato alcuni principi “a cui il commercialista dovrebbe ispirarsi in sede di impostazione e realizzazione di un documento aziendale a carattere pianificatorio e previsionale. Tali principi generali concernono l’atteggiamento mentale e la motivazione che devono animare il redattore in sede di predisposizione del suddetto piano”.¹⁰

Tali principi hanno quindi lo scopo di supportare la redazione dei business plan, al fine di agevolarne l’elaborazione e di renderli omogenei tra loro. Funzione che diventa fondamentale con la progressiva diffusione della loro applicazione sia in ambito della finanza agevolata che dei finanziamenti privati. Inoltre, l’osservanza dei principi permette una miglior valutazione ed evidenza più chiaramente quali sono i veri rischi e criticità del progetto.

Fatte queste premesse, i principi generali di redazione del business plan sono sette:

- Chiarezza
- Completezza
- Affidabilità
- Attendibilità
- Neutralità
- Trasparenza
- Prudenza

1.4.1 Il principio di chiarezza

Il business plan è chiaro quando è facilmente comprensibile e di semplice lettura. Così facendo l’interlocutore può comprendere più agevolmente l’idea imprenditoriale. Una condizione necessaria, ma non sufficiente, che prevede il principio di chiarezza, è la presenza del requisito dell’univocità terminologica. Per “univocità terminologica” si intende che ciascun vocabolo all’interno del documento debba avere una sola determinazione semantica (un unico

¹⁰ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili – Linee guida alla redazione del business plan – A cura del Gruppo di Lavoro Area finanza Aziendale
http://www.cndcec.it/MediaContentResource.ashx?/PortalResources/Document/Attachment/98c7979a-5d06-4883-a1c1-afef737e5eea/Linee%20guida%20Business%20Plan_protocollo_2.pdf
(Consultato il 11/07/2018)

significato). Il non rispetto di questo vincolo potrebbe accidentalmente causare equivoci e confusioni, distogliendo l'attenzione del lettore dal contenuto del piano stesso.

Nel caso la startup sia già stata fondata e avviata (in questo caso l'investimento richiesto è finalizzato all'espansione di un'attività già esistente), per il rispetto del principio di chiarezza, è necessario specificare eventuali operazioni straordinarie svoltesi negli ultimi anni. È poi in ogni caso indispensabile allegare al piano, lo statuto sociale.

1.4.2 Il principio di completezza

Il business plan deve essere completo, è necessario includere ogni informazione ritenuta rilevante per l'effettiva comprensione del progetto. Il principio della completezza trova applicazione in due diverse accezioni: la completezza dell'ambito di riferimento del documento (completezza sostanziale) e la completezza dei contenuti documentali (completezza formale).

Per completezza sostanziale si intende che l'analisi economica non debba limitarsi agli elementi propri dell'iniziativa stessa, ma deve includere e studiare anche le eventuali interferenze che potrebbero manifestarsi con l'ingresso dell'organizzazione in un nuovo ambiente e contesto. È dunque necessario che il business plan includa:

- Un'analisi dell'idea progettuale che faccia riferimento a tutte le aree aziendali;
- Le interferenze significative che potrebbe subire l'organizzazione aziendale;
- L'analisi di tale interferenze in termini di causa-effetto.

Ovviamente nel caso di una startup questa condizione è soddisfatta automaticamente, in quanto tali analisi sono obbligatorie in sede di valutazione di un nuovo business.

La completezza formale (completezza dei contenuti documentali) implica invece che il business plan sia costituito almeno dai seguenti documenti essenziali:

- Descrizione del progetto imprenditoriale (contenuti, tempi e modalità di sviluppo);
- Descrizione del prodotto/servizio;
- Storia dell'azienda;
- Storia dei soci, degli amministratori e del top management;
- Analisi della struttura organizzativa dell'azienda;
- Analisi degli aspetti amministrativi;
- Analisi delle risorse umane;
- Analisi della logistica;
- Analisi del mercato e scelte di marketing;
- Piano delle vendite del prodotto/servizio;

- Piano degli investimenti e le relative risorse;
- Analisi del know how e delle licenze d'uso;
- Descrizione del ciclo produttivo;
- Descrizione degli aspetti ambientali e di sicurezza, se significativi;
- Analisi della struttura finanziaria;
- Previsioni patrimoniali, economiche e finanziarie;
- Punti di forza e di debolezza del progetto;
- Considerazioni conclusive;
- Allegati.

Chiaramente nel caso di startup tutte le considerazioni sulla storia aziendale vengono omesse e sostituite con i dati sui promotori del progetto imprenditoriale.

1.4.3 Il principio di affidabilità

L'affidabilità delle assumption e dei procedimenti utilizzati per la stima delle previsioni, rendono il business plan corretto ed adeguato. Una procedura, per essere affidabile, deve innanzitutto partire da una raccolta di dati che sia documentata, successivamente questi dati devono essere elaborati in maniera sistematica ed infine l'analisi svolta deve essere controllabile. È inoltre necessario soddisfare le seguenti condizioni:

- Indicare tutte le variabili di input e di output;
- Esplicitare le modalità di costruzione dei modelli per la formulazione delle proiezioni;
- Spiegare le assunzioni e le ipotesi sottostanti allo sviluppo delle proiezioni;
- Rappresentare le fonti dei dati alla base delle proiezioni.

Ricapitolando, un business plan affidabile contiene al suo interno delucidazioni riguardanti la veridicità e la dimostrabilità delle ipotesi su cui si basano le previsioni commerciali, economiche e finanziarie, come ad esempio: i tassi di sviluppo ipotizzati, le valutazioni che hanno portato a determinate scelte, i tassi di conversione delle strategie di marketing, le valutazioni sulle ipotesi di marginalità dei prodotti e dei servizi.

1.4.4 Il principio di attendibilità

Per attendibilità si intende che ci sia compatibilità e coerenza tra i singoli elementi del business plan, ma anche tra questi ed il piano stesso nella sua interezza. Per esempio, è possibile ottenere

un buon grado di attendibilità, qualora nel business plan venga specificata la relazione tra previsioni commerciali e investimenti in marketing (ovviamente cercando di attestare, con qualche dato o magari con qualche test effettuato a riguardo, la veridicità di tale relazione) o, più semplicemente, tra l'utilizzo delle risorse (umane, materiali e finanziarie) ed il loro costo, in parole povere, stimare la spesa per la provvigione di risorse moltiplicandone la quantità necessaria per il loro costo unitario stimato.

L'attendibilità è considerabile come un fattore inversamente proporzionale al rischio. In termini finanziari, il rischio si definisce come: "l'incertezza legata al valore futuro di un'attività o di uno strumento finanziario o, più in generale, di un qualsiasi investimento"¹¹. Nel caso di un business plan, infatti, il rischio si può quantificare come lo scostamento tra le previsioni e gli effettivi scenari che potrebbero manifestarsi. Maggiori sono questi scostamenti (nel numero e nell'ammontare), maggiore è il rischio e di conseguenza minore sarà l'attendibilità del piano, e viceversa.

Un altro aspetto sotto cui è misurabile l'attendibilità di un business plan, riguarda la tipologia e l'impiego di risorse qualificate, la cui combinazione definisce il ciclo produttivo dell'attività. Questa verifica di attendibilità sulla scelta e allocazione delle risorse si svolge in due passaggi: *Verifica della disponibilità*: requisito oggettivo da verificare nella quantità (la quantità di risorse disponibili è fondamentale per la copertura del fabbisogno ipotizzato nel piano), nella qualità (il piano potrebbe prevedere determinate risorse specifiche di cui occorre verificarne la disponibilità) e nel tempo (fattore rilevante, considerando la dinamica temporale del fabbisogno).

Verifica della fattibilità della combinazione produttiva: accertare la fattibilità della combinazione tra le varie risorse, ma anche tra le risorse e le tecnologie utilizzate, tra regole eco-politiche e processi produttivi e tra necessità e mercato delle fonti.

1.4.5 I principi di neutralità e di trasparenza

Il business plan deve essere oggettivo e neutrale. Il redattore, nell'elaborazione del piano, deve far attenzione a non essere influenzato da visioni particolarmente ottimistiche. I criteri da seguire devono essere il più obiettivi e ponderati possibile, particolarmente nella fase previsionale del piano. Il business plan deve essere redatto con il fine di informare il soggetto economico, gli amministratori ed i terzi, sull'evoluzione della situazione aziendale sia nel suo

¹¹ AssoGestioni – Il rischio finanziario <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,628,0,49,html/il-rischio-finanziario>
(Consultato il 16/07/2018)

insieme che nelle sue singole aree, con l'intento di condurre l'azienda da un determinato punto di partenza ad un nuovo punto di equilibrio prestabilito.

Il principio di trasparenza riprende in parte i principi di chiarezza e di affidabilità già trattati. La trasparenza del business plan si verifica principalmente attraverso due concetti:

- Tramite la consultazione dei fogli di lavoro o di altra documentazione disponibile, vi deve essere la possibilità di poter ripercorrere a ritroso ogni elaborazione del piano ed i relativi risultati.
- L'identificabilità delle fonti di tutti i dati utilizzati, che stanno alla base delle ipotesi del piano.

1.4.6 Il principio di prudenza

Principio che sostanzialmente ripropone quello applicato nei bilanci d'esercizio. Tuttavia, un business plan troppo prudente rischia di abbassare eccessivamente il rendimento atteso del progetto, rendendolo meno allettante per gli investitori e portando quindi ad un risultato opposto a quello che è l'obiettivo del business plan. È anche vero però che l'applicazione di stime prudenziali e pessimistiche, può rafforzare significativamente i risultati del piano stesso. L'obiettivo del redattore deve essere quindi quello di trovare il miglior trade-off tra prudenza e risultati previsionali.

Il business plan non deve rappresentare lo scenario migliore, ma lo scenario più probabile. Nel caso vi siano scenari equiprobabili è anzi preferibile, puramente a fini prudenziali, considerare l'ipotesi che prevede i risultati economici peggiori (maggiori costi e/o minori ricavi) e la situazione finanziaria meno florida (in termini di esposizione debitoria).

Il principio di prudenza implica infine l'inclusione di valutazioni ragionevoli e di spiegazioni adeguate sui criteri adottati.

1.5 Considerazioni sul business plan

Per decenni il business plan si è rivelato uno strumento estremamente utile e continua ad esserlo anche oggi per molte aziende. Infatti, estremamente utilizzato laddove una società intenda valutare se lanciare un nuovo prodotto o un nuovo progetto, o intenda creare un nuovo gruppo di lavoro, una nuova divisione aziendale o acquisire una controllata.

Il business plan è pertanto un valido supporto nella complessa gestione dell'azienda, facilita la misurazione e lo studio della performance aziendali e l'analisi degli scostamenti, semplifica l'individuazione di eventuali inefficienze ed indirizza al meglio l'attività produttiva futura.

Tuttavia la funzione principale del business Plan resta il reperimento di fondi, area in cui entrano in campo per ovvi motivi le start-up. L'esperienza in BizPlace (società che fornisce consulenza a startupper in cerca di fondi per il proprio progetto) ed il contatto diretto con gli investitori hanno dimostrato che il business Plan non viene mai considerato nella sua totalità. Infatti, i business angel e venture capitalist hanno dimostrato di essere più interessati a comprendere gli aspetti funzionali e peculiari del prodotto, come l'individuazione dei canali di vendita, le metriche e la composizione del team, che ad informazioni finanziarie riguardanti previsioni di utili e di fatturato. Atteggiamento giustificato dall'imprevedibilità del mercato digitale di oggi, caratterizzato da molteplici circostanze che quasi mai i semplici startupper, sono in grado di considerare. Si tratta di un settore ben più rischioso rispetto ai business tradizionali, nei quali diventa molto più semplice effettuare previsioni di questo genere.

Se un contadino è in cerca di fondi per poter allargare il proprio terreno in cui coltiva olive, sarà sicuramente agevole calcolare l'aumento del raccolto. Certamente resterà un fattore aleatorio riguardante aspetti meteorologici o simili, ma è di sicuro una stima ben più semplice e precisa rispetto al quantificare il numero di utenti che scaricheranno una certa app dallo store e, di questi, quanti saranno disposti a pagare per usufruire di un servizio extra.

La tendenza degli investitori è infatti quella di acquisire tali informazioni finanziarie, comprenderne le assumption che ne stanno alla base, verificarne l'affidabilità e la veridicità e, da ciò, rielaborare questi dati per ottenerne previsioni e valutazioni sviluppate da loro stessi. Tenendo conto di tutto ciò, il business Plan redatto in BizPlace ha subito importanti modifiche rispetto a quanto veniva fatto per i primi clienti. L'inserimento di correttivi ha consentito di raggiungere un prodotto finale più credibile nei confronti degli investitore.

Il business Plan della BizPlace sarà poi trattato in modo più puntuale nel terzo capitolo.

Riflessioni conclusive

In questo primo capitolo si è visto come gli strumenti di pianificazione possano essere sfruttati all'interno della realtà aziendale. L'analisi si concentra sul business plan, elemento che sarà poi centrale nel proseguo del lavoro. Sono stati illustrati tutte le componenti possibili che possono andare a costituire un business plan. Primo tra tutti l'executive summary, il cui scopo principale è quello di sintetizzare il contenuto del piano, per semplificare la successiva comprensione da parte del lettore.

Successivamente, l'attenzione si è spostata su come sia idoneo produrre e vendere il prodotto/servizio, illustrando tra l'altro il significato di MVP, e di come farlo percepire ai propri clienti. Quest'ultimo processo viene spiegato nell'analisi di mercato grazie al modello tridimensionale di Abell.

Il piano marketing invece, conseguente all'analisi di mercato, riguarda i canali tramite i quali si acquisisce la clientela. Mostra inoltre tutto il processo con cui si convertono i potenziali clienti, attraverso l'AIDA model, dalla mera conoscenza del brand o del prodotto, fino all'acquisto.

Si poi affrontato l'aspetto dei modelli e come questi, in particolare il business model canvas (utilizzato da quasi tutti gli "startupper") possa rivelarsi uno strumento estremamente efficace qualora si voglia esplicitare graficamente, sia all'interno che all'esterno dell'organizzazione, il business model di una startup. In esso ritroviamo riassunto tutto il progetto, insieme alle strategie di marketing, quelle operative e quelle finanziarie. Le strategie operative vengono poi riassunte all'interno del piano operativo, rendendole esecutive; mentre per quanto concerne il piano finanziario, questo ha il compito, non solo di quantificare in termini di valuta monetaria i costi e i ricavi connessi al progetto, ma anche di analizzare tutta la gestione dei flussi di cassa, andando ad evidenziare il fabbisogno finanziario. Dato fondamentale da cui partire per andare a formulare un'offerta all'investitore.

Il business plan si conclude con la presentazione del team. All'interno del quale abbiamo visto quali siano le figure essenziali (CEO, CMO e CTO) e quali caratteristiche essi debbano rispecchiare.

Vengono successivamente fornite delle delucidazioni in merito ai presupposti da rispettare, al fine di redigere un business plan conforme ai principi di redazione emessi dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. Tali principi, spesso correlati tra loro, riguardano l'atteggiamento che il redattore debba assumere in fase di stesura del piano. Se questi vengono rispettati, il business plan ne gioverebbe sia in termini di veridicità delle informazioni contenute, sia in termini di semplicità d'interpretazione dello stesso.

Il paragrafo conclusivo ha riepilogato l'effettiva efficacia che può avere un business plan in fase di contrattazione con gli investitori. Argomento ampiamente trattato durante un'esperienza lavorativa in BizPlace, che ha consentito di elaborare sul campo insieme agli investitori il "BizPlan", un business plan ad hoc ideato per le start-up innovative, per cui si rimanda al terzo capitolo.

2. Startup digitali e investitori

Introduzione

Il secondo capitolo ha una funzione di raccordo tra il capitolo precedente, nel quale è stato chiarito come redigere un business plan, le funzioni a cui esso assolve, le finalità che persegue e le criticità che emergono qualora venga applicato ad una start-up innovativa, ed il terzo capitolo, dove verrà illustrato come, sviluppando il BizPlan, le criticità siano state trattate e superate.

Nello specifico, il capitolo si apre con una panoramica di quello che è il mondo delle start-up digitali, fornendo al lettore un'infarinatura generale sull'argomento. Si chiarisce innanzitutto il concetto di start-up innovativa, esponendo alcune definizioni che ne delineino le caratteristiche, passando successivamente ad illustrare alcuni dati, in particolare relativi al contesto italiano, con l'obiettivo di far comprendere al lettore la crescita che tale fenomeno ha registrato negli ultimi anni.

Sarà effettuata una rassegna sulle tipologie di investitori che investono nelle start-up nelle prime fasi di vita (non verranno infatti trattati fondi di private equity, che talvolta investono in start-up che si trovano in stadi abbastanza avanzati), primi investitori che dovranno analizzare i business Plan. Tra di essi verranno illustrate principalmente le caratteristiche dei business angel e dei venture capital.

Si passa poi all'analisi dei singoli passaggi che prevede un percorso d'investimento, a partire dal deal flow e dallo screening, fasi in cui gli investitori fanno una prima scrematura delle start-up di loro interesse, fino ad arrivare alla negoziazione, momento in cui si stipula l'accordo tra fondatore e investitore, e all'exit, il cui obiettivo è quello di trovare il miglior modo per uscire dall'investimento massimizzandone il rendimento effettivo.

La fase di maggior rilevanza ai fini della tesi è la due diligence. Infatti l'investitore ha qui il compito di analizzare le informazioni ottenute, la maggior parte delle quali sono contenute all'interno del business plan. L'obiettivo è quello di analizzare nei minimi dettagli il progetto, individuarne tutte le possibili criticità e valutarne l'effettiva profittabilità.

2.1 Start-up digitali

Del termine “start-up” se n’è spesso abusato negli anni, molte volte utilizzato per definire una qualsiasi impresa che producesse un prodotto o servizio ad alto livello tecnologico. Questo concetto è tuttavia parzialmente vero. In realtà per start-up si intende un’impresa che abbia un contenuto innovativo nella propria offerta e che al contempo sia entrata da poco sul mercato. Requisiti che sono infatti presenti all’interno della legge n. 221 del 17 Dicembre 2012, la quale delinea le caratteristiche che deve avere un’impresa al fine di poter essere definita “start-up innovativa”. Alcuni dei suddetti requisiti che deve rispettare la start-up per essere definita tale dalla legge italiana sono: la costituzione sotto forma di società di capitali, di cui i soci fondatori devono detenere la maggioranza delle partecipazioni per i primi 24 mesi; valore della produzione non superiore ai 5 milioni di euro a partire dal secondo esercizio; la presenza della produzione di prodotti o servizi ad alto livello innovativo all’interno dell’oggetto sociale; l’età massima per la società pari a 5 anni (dalla sua costituzione); l’assenza di distribuzione di utili. Per avere una definizione più pratica e soprattutto valida anche a livello internazionale, si può fare affidamento a quella di Steve Blank, imprenditore della Silicon Valley e autore di numerose pubblicazioni in tema di start-up: “Le start-up sono organizzazioni temporanee che cercano un modello di business scalabile, ripetibile e profittevole”¹². Concetti già visti nel capitolo precedente. Sempre secondo Steve Blank, esistono poi alcune caratteristiche fondamentali che una start-up deve avere:

- *Temporaneità*: la fase di start-up deve essere provvisoria, l’obiettivo deve essere quello di ambire a diventare una grande impresa.
- *Sperimentazione*: eseguire numerosi tentativi al fine di ricercare la miglior soluzione da offrire sul mercato, che porti allo stesso tempo un elemento di novità dal punto di vista tecnologico e profitti per l’impresa.
- *Modello di business scalabile e ripetibile*: affinché esso possa essere scalabile, occorre operare in un mercato che sia il più grande possibile e con possibilità di crescita future.

¹² Blank Steve, Dorf Bob – 2012. “The startup owner’s manual: The step-by-step guide for building a great company”, Vol. 1, pag. 30.

2.1.1 La situazione italiana

Dopo un boom avvenuto negli ultimi anni, dove il numero delle start-up in Italia tendeva quasi a raddoppiare ogni anno (figura 2-1), questa crescita si è col tempo assestata. Come testimoniano i dati di InfoCamere e del MISE, aggiornati al 31 Marzo 2018, il numero di startup innovative iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese è pari a 8.897, in crescita del 6% rispetto al 2017.

Alla data di riferimento della Relazione Annuale 2017
(30 giugno 2017) le startup innovative erano **7.398**.

- + 1.456 in un anno (+24,5%)
- + 3.149 in due anni (+74%)

Oggi abbiamo superato quota 8.000 (8.315 al 18 dicembre 2017)



Figura 2-1 Crescita delle start up in Italia¹³

“Il capitale sociale complessivamente sottoscritto dalle start-up sfiora i 500 milioni di euro, in notevole aumento rispetto al trimestre precedente (+18%). Per quanto riguarda i settori di attività, il 71% delle start-up innovative si occupa di servizi alle imprese, il 19% opera nel settore manifatturiero e il 4,1% nel commercio. Inoltre, sono quasi 2.000 le imprese che hanno ricevuto un prestito garantito grazie al Fondo di Garanzia, aperto alle start-up da Settembre 2013 [...] Sono 1.192 (il 13,4% del totale) le startup a prevalenza femminile, ossia in cui le quote di possesso e le cariche amministrative sono detenute in maggioranza da donne. Inoltre, in quasi la metà delle imprese è presente almeno una donna nella compagine sociale. Per quanto riguarda i giovani, il 19,3% delle start-up innovative, ovvero 1.715 unità, sono a prevalenza giovanile (under 35), una percentuale superiore a quella relativa alle imprese non innovative

¹³ Rusconi Gianni – Dicembre 2017. Il Sole 24 Ore, “Startup: i dieci numeri (e i dieci grafici) che raccontano il 2017”
<http://www.infodata.ilsole24ore.com/2017/12/19/startup-dieci-numeri-dieci-grafici-raccontano-2017/>
(Consultato il 21/08/2018)

[...] Per quanto riguarda la distribuzione geografica, è la Lombardia a detenere il primato per numero di startup innovative, con 2.132 (pari al 24% del totale). A seguire il Lazio con 911 imprese (10,2%), l'Emilia Romagna con 884 (9,9%) e il Veneto con 822 (9,2%). La prima regione del Mezzogiorno a rientrare in questa classifica è la Campania, posizionata al quinto posto con 658 startup iscritte al Registro delle imprese. A livello provinciale, è Milano a detenere il record di 1.494 startup, seguita da Roma con 798 unità, Torino con 322 e Napoli con 290¹⁴.

2.2 Chi sono gli investitori

Qualora si intenda realizzare un investimento in una start-up digitale, è bene tenere a mente che esso non si esaurisce in un semplice apporto di capitali, da cui ci si attende ricevere dividendi e profitti futuri. È una tipologia d'investimento ben diversa, che richiede una maggior attività e coinvolgimento dell'investitore stesso. Per esempio, può rivelarsi estremamente utile sfruttare eventuali sinergie tra la start-up oggetto dell'investimento e altre (startup o imprese mature), presenti all'interno del portafoglio dell'investitore, che svolgono business simili o complementari. Un altro fattore determinante sono le competenze proprie dell'investitore. Egli dovrà infatti supportare il progetto, mettendo a disposizione della start-up le proprie conoscenze, quali: i meccanismi di mercato, le competenze manageriali e l'importanza dell'innovazione nei diversi settori.

Come abbiamo già visto, la raccolta di capitali, è il momento più importante nella fase di lancio di una start-up. È opportuno distinguere preliminarmente il capitale di debito da quello di rischio. Per capitale di debito, solitamente emesso da banche o altri istituti finanziari, si intende il classico prestito da ripagare, secondo un piano d'ammortamento, tramite rate che comprenderanno sia il rimborso del prestito (quota capitale) che il pagamento degli interessi maturati (quota interesse).

Per quanto riguarda il capitale di debito, quasi mai le banche sono propense a prestare fondi alle start-up, in quanto per loro natura non sono in grado di generare fin da subito i cash-flow necessari per ripagare il debito. A ciò si aggiunge l'assenza di garanzie (collateral) idonei ad assicurare il rimborso del prestito. Considerando poi che uno degli obiettivi di una start-up, nelle fasi iniziali, è ridurre i costi al minimo, l'approvvigionamento di fondi tramite capitale di

¹⁴ Redazione MondoPMI - Giugno 2018. "Dati startup innovative: il primo trimestre 2018. L'analisi di InfoCamere e del MISE sulle startup innovative."
<https://www.mondopmi.com/economia/dati-startup-innovative-il-primo-trimestre-2018>
(Consultato il 21/08/2018)

debito non è mai l'ideale per una start-up, in quanto essi generano interessi passivi, per l'appunto costi.

Ciò che solitamente richiedono le start-up è invece il capitale di rischio. Questo viene fornito dai venture capital, dai business angel e da altre figure che vedremo in seguito. Tuttavia non sono da escludere le banche, che talvolta possono avere al loro interno divisioni che svolgono un ruolo simile a quello dei fondi di venture capital. A differenza del capitale di debito, il capitale di rischio non prevede la maturazione di interessi. Esso si ottiene infatti attraverso la cessione in favore degli investitori di quote societarie, che verranno poi remunerate tramite i dividendi o con la cessione delle stesse ad un prezzo maggiorato, nel caso in cui la start-up sia riuscita ad accrescere il proprio valore finanziario (ovvero solo in caso di successo della start-up). È su quest'ultimo tipo di operazione che ci andremo a concentrare.

A sua volta il capitale di rischio che viene conferito alle start-up può essere di origine pubblica o privata. I conferimenti pubblici (provenienti ad esempio dallo stato o da enti regionali) sono molto più rari, in quanto essi tendono a prestare denaro (e quindi capitale di debito) alle aziende, startup e non, a condizioni favorevoli rispetto al mercato. Gli investimenti in startup effettuati da enti pubblici hanno carattere eccezionale e sono solitamente soggetti a condizioni particolari, sono più probabili alcune iniziative a fondo perduto.

Decisamente più comuni sono invece gli investimenti di origine privata. Fanno parte di questa categoria i venture capital ed i business angel, già precedentemente accennati, ma anche altri fondi d'investimento, piattaforme di crowdfunding, nonché acceleratori ed incubatori. Questi ultimi due si differenziano dagli altri in quanto il loro apporto alla start-up, sempre in cambio di quote societarie, non è in denaro (o lo è ma in piccola parte), ma in vantaggi e servizi che offrono a quelle che loro valutano come le più interessanti. Questi benefit si sostanziano in: spazi di lavoro, corsi di formazione, servizi professionali (avvocato, commercialista, ecc.), utilizzo di piattaforme, ecc.

Il crowdfunding è invece un processo collaborativo di raccolta di fondi, solitamente effettuato online. Questo modello si basa su una "folla" (crowd) di finanziatori, i quali possono sovvenzionare risorse economiche alla start-up attraverso una piattaforma online. È un sistema che può rivelarsi estremamente efficace, in quanto, se si dispone di un vasto bacino di utenti finanziatori, anche un piccolo contributo individuale può generare un sostanzioso apporto finanziario all'impresa.

La maggior parte del capitale di rischio viene erogato dai business angel e dai fondi di venture capital. Tra questi prevalgono senza dubbio, in termini di investimenti realizzati, i venture capital, settore che purtroppo in Italia stenta a decollare, come testimonia nel 2017 Roberto Del Giudice, partner del Fondo italiano d'investimento: "Il mercato del venture capital in Italia

conta ancora poco: 74 milioni, un decimo rispetto alla Spagna”¹⁵. A riguardo, fornisce una definizione generale Maurizio Rija: “Con il termine *venture capital* si intende l’investimento nel capitale di rischio, ossia l’apporto di risorse finanziarie da parte di operatori specializzati, sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni per un arco temporale medio-lungo, in aziende nuove, appena costituite e di dimensioni medio-piccole, non ancora quotate, dotate di un progetto innovativo con alta potenzialità di crescita e sviluppo (*high growth potential firm*)”.¹⁶ I fondi di *venture capital* si orientano infatti principalmente verso investimenti in favore di aziende giovani e innovative, come per l’appunto le startup digitali. Sono la categoria di investitori che effettuano investimenti di importo maggiore, che si spingono anche oltre i 500 mila euro. Questi fondi raccolgono capitali principalmente da fondi istituzionali, quali: enti previdenziali, enti pubblici territoriali, banche, fondazioni bancarie ed assicurazioni.

A differenza dei fondi di *venture capital*, i *business angel* sono persone fisiche che investono in startup utilizzando il proprio patrimonio. Questi sono investitori informali, solitamente manager o ex-manager, con una buona capacità imprenditoriale, che tendono a lavorare in gruppi, denominati “BAN” (*Business Angel Network*). In questo caso gli investimenti hanno importi compresi tra i 50 e i 150 mila euro, ma oltre a questo, una grande risorsa che questi forniscono consiste nella loro attività a favore dell’impresa, comprensiva di capacità gestionali ed amministrative, ma anche di una vasta rete di conoscenze.

Vi è poi il *seed capital*, una fascia intermedia tra i *business angel* e i *venture capital*. Termine utilizzato per lo più negli Stati Uniti, meno in Europa, si tratta dei fondi, i quali si ottengono tramite round di investimento (*seed round*) necessari ad una start-up per coprire i costi per l’avvio dell’impresa.

Una volta raggiunto il *break even point*, il progetto comincerà a rivelarsi profittevole ed affidabile, l’impresa potrà iniziare a definirsi in via di maturazione e di conseguenza avrà più facilmente accesso al capitale di debito. Anche in questo campo sono presenti alcuni fondi privati che investono nel capitale di rischio, i fondi di *private equity*. Questi chiaramente realizzano investimenti più ingenti dei fondi di *venture capital* precedentemente descritti, sia tramite l’acquisizione diretta di quote societarie, ma anche attraverso la sottoscrizione di nuove azioni, qualora la nuova impresa decida di lanciare un IPO (*Initial Public Offering*).

¹⁵ Corriere Innovazione – Fondi, <<angel>> e club degli investitori. Ecco come far nascere una startup <http://corriereinnovazione.corriere.it/2017/03/24/fondi-angel-club-investitori-ecco-come-far-nascere-startup-54cbc734-1095-11e7-8dd1-8f54527580f3.shtml>. (Consultato il 02/08/2018)

¹⁶ Maurizio Rija – 2012. “Il ruolo del *venture capital* e del *private equity* nel capitale di rischio delle imprese. Dall’analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica”, Franco Angeli, cap.1.2, pag. 23

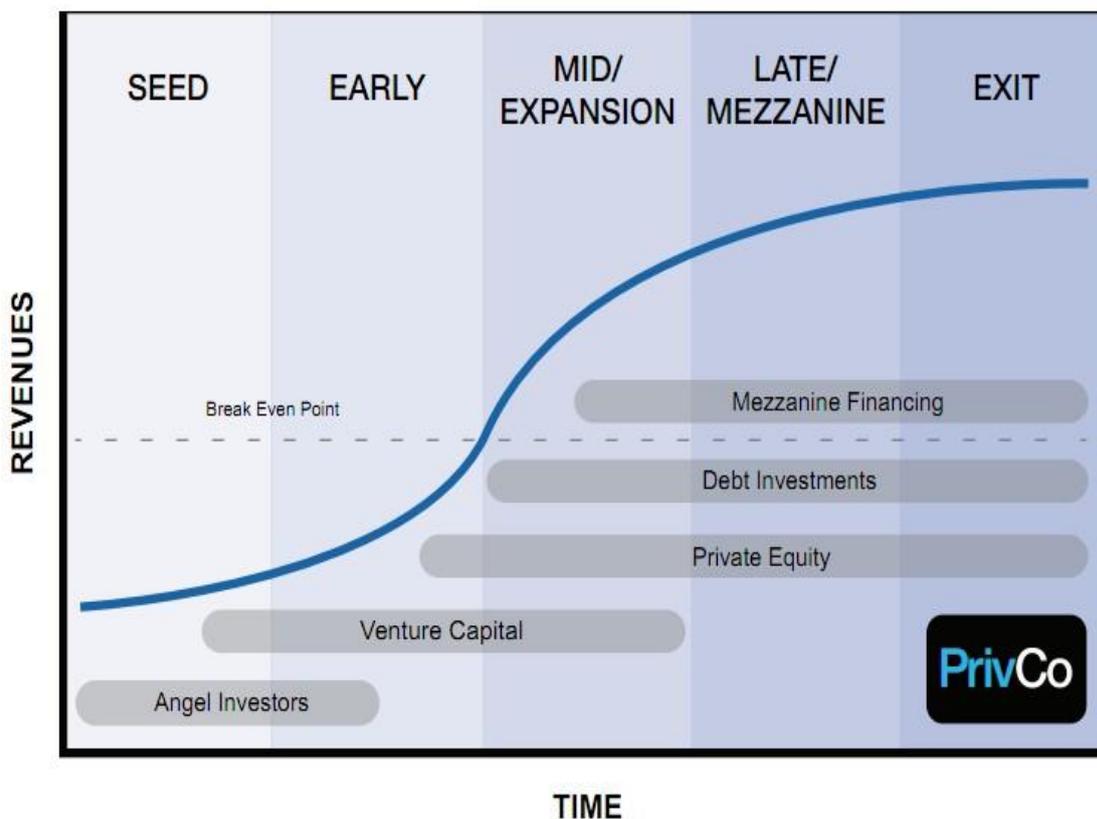


Figura 2-2 Stages of the private company life cycle¹⁷

2.3 Il processo d'investimento

Sia che si parli di business angel che di venture capital, il processo d'investimento in una start-up è molto lungo (figura 2-3). Ha una durata che può variare da alcuni mesi fino a 1-2 anni. Inizia con una fase di “deal flow” dove gli investitori ottengono informazioni e documentazioni sulle start-up in cerca di capitali. Segue poi una fase di “screening” alla fine della quale si procederà alla selezione delle start-up con cui avviare un periodo di “due diligence”, al termine del quale l'investitore deciderà se investire o meno nel progetto. Oltre ad essere un processo lungo è anche un processo estremamente selettivo, basti pensare che soltanto l'1-2% dei business plan che vengono presentati otterranno poi un finanziamento per realizzare la propria idea di business.

¹⁷ PrivCo Knowledge Bank – The private company life-cycle
<https://www.privco.com/knowledge-bank/private-equity-and-venture-capital>
 (Consultato il 04/08/2018)



Figura 2-3 Il processo d'investimento¹⁸

2.3.1 Il deal flow

La prima fase di investimento in startup consiste nel generare il “deal flow”, ovvero il flusso delle opportunità di investimento individuate ed analizzate dall’investitore. Questo consente di prendere in considerazione tutte le start-up che rispettino i requisiti, le quali verranno via via scremate durante le fasi successive. Normalmente gli investitori tendono a fissare alcuni parametri e caratteristiche alla base di tale ricerca, come ad esempio la tipologia di business che la start-up propone, l’area geografica in cui intende operare o le tecnologie che desidera sviluppare.

Per ottenere questo flusso le vie sono molteplici. Nella migliore delle ipotesi, qualora il fondo godesse di un buon livello di notorietà, tali opportunità si presenteranno spontaneamente. In altri casi invece potrebbe risultare opportuno istituire una funzione marketing all’interno del fondo, la quale avrà il compito di promuovere la propria attività d’investimento andando ad individuare le opportunità sul mercato che corrispondano alle caratteristiche ricercate dall’investitore. Questa finalità può essere raggiunta sia attraverso canali pubblicitari online, ma anche tramite l’organizzazione di eventi e conferenze. Altre soluzioni le suggerisce Mark Suster, imprenditore e venture capitalist: “Ho capito abbastanza presto che gli avvocati erano una grande fonte di deal flow. Perché? Perché gli imprenditori spesso andavano dagli avvocati fin dalle prime fasi per ottenere la registrazione della loro azienda. Avvocati imprenditoriali come Don Lee, Dave Young o Ted Wang sono bravi a scoprire quali sono gli imprenditori ad alto potenziale. [...] Ovviamente ho usufruito anche di altri normali canali di deal flow. Ho passato del tempo nei campus universitari. Ho sfruttato i miei contatti presso grandi aziende (Salesforce, Google, Oracle). Ho chiesto informazioni ad amici imprenditori. Ho partecipato ad eventi.”¹⁹

¹⁸ Swiss Confederation, Commission for Technology and Innovation CTI – Evaluation and due diligence of business angels investments
<https://www.slideshare.net/cflorin/evaluation-and-due-diligence-public>
 (Consultato il 05/08/2018)

¹⁹ Mark Suster – The importance of proprietary deal flow in early-stage VC
<https://bothsidesofthetable.com/the-importance-of-proprietary-deal-flow-in-early-stage-vc-f1858278a>

2.3.2 Lo screening

Dopo aver raccolto un bacino di potenziali startup su cui investire, l'investitore avvia lo screening, fase intermedia tra il deal flow e la due diligence. In questa sede viene infatti effettuata una prima selezione dei progetti precedentemente individuati, basata su ulteriore documentazione, come ad esempio un pitch di presentazione dell'idea di business. Questa selezione si basa innanzitutto su uno studio di fattibilità, non solo riguardante la redditività del progetto ma anche la scalabilità dello stesso, fattore fondamentale in ambito startup, che sta ad indicare la capacità di espansione a livello esponenziale. Più precisamente, ciò che deve essere scalabile è il business model, il quale deve essere facilmente replicabile in modo tale da poter aumentare le dimensioni ed il giro d'affari che esso genera. La scalabilità è sicuramente un elemento caratteristico delle start-up digitali, difficilmente infatti un business tradizionale si può definire scalabile. Basti pensare a un bar o a un negozio di scarpe, questi sono business che di natura non possono essere definiti scalabili e non possono quindi moltiplicare il loro giro d'affari. Possono al massimo aprire un altro punto vendita o lanciare una catena propria, ma questo richiede ingenti investimenti. Esempi di scalabilità vengono invece forniti da applicazioni come Uber o Air BnB, i quali senza essere in possesso di autovetture, di conducenti (uber), di hotel e di appartamenti (Air BnB), offrono passaggi e soggiorni ogni giorno a milioni di persone in tutto il mondo.

Altre considerazioni importanti che vengono fatte in fase di screening riguardano le possibili sinergie che si potrebbero innescare tra i progetti e gli attuali partner dell'investitore.

2.3.3 La due diligence

Dopo aver catturato l'interesse dell'investitore, inizia un periodo chiamato "due diligence". Questa può essere generalmente definita come: "un'indagine conoscitiva attraverso la quale sono raccolte informazioni su un'impresa, nell'ottica di accertarne lo stato di salute e, in particolare, per valutare in modo più consapevole le opportunità e le criticità in relazione a differenti ambiti"²⁰. In ottica di valutazione di startup, la due diligence è la fase in cui l'investitore svolge un'indagine più approfondita sul progetto e sulle persone che ci lavorano, al termine della quale dovrà decidere se passare alle trattative o meno. Di seguito vedremo quali sono gli aspetti principali su cui si concentrano gli investitori, alcuni dei quali riprendono tematiche già trattate nel capitolo precedente:

(Consultato il 07/08/2018)

²⁰ Fazzini Marco – 2015. "Due diligence", Wolters Kluwer, Presentazione

1. *Il Team*: è formato dalle persone a cui l'investitore affiderà i propri soldi. È quindi necessario svolgere un'attenta analisi sulle competenze che questi possiedono, interpretare la loro visione e valutarne la motivazione, per comprendere fino a che punto essi sono disposti ad impegnarsi nel progetto. Gli investitori avranno sicuramente una maggior fiducia e saranno più facilmente convincibili nel caso in cui i componenti del team abbiano già avuto esperienze passate nel mondo startup.

Come abbiamo già visto, è necessario che il team sia composto di alcune figure fondamentali, quali: un CEO (solitamente il fondatore e socio di maggioranza), un CTO (imprescindibile quando si parli di start-up digitali) ed eventualmente anche un CMO (qualora anche la funzione marketing abbia un'importanza rilevante).

2. *Il prodotto/servizi all'interno del mercato*: le domande che si pongono gli investitori riguardano principalmente la collocazione del prodotto che si intende offrire all'interno del mercato. Si cerca di capire se esistono prodotti simili o meno, o se esistano prodotti che possano essere sostitutivi. In poche parole, bisogna comprendere che fetta del mercato target tale prodotto è in grado di aggredire.

Si riprende inoltre in considerazione il fattore della scalabilità, ovvero le potenzialità di crescita che ha il prodotto. Non solo considerando la facilità di replicabilità del prodotto stesso, ma anche l'estensione del mercato potenziale, se è un prodotto che verrà distribuito esclusivamente su scala locale o se ha potenzialità di essere esportato a livello globale.

Tutte queste valutazioni possono essere semplificate qualora il promotore del progetto sia in grado di fornire un prototipo o una demo agli investitori, come raccontano Brad Feld e Jason Mendelson: “La maggior parte dei venture capitalist adora le demo [...] abbiamo giocato con un robot, indossato un dispositivo in grado di rilevare il nostro livello di ansia, interagito con un software che misura il numero di volte che abbiamo sorriso nel guardare un video, visto un sistema di proiezione che funziona su pareti curve con una riproduzione incredibilmente fedele, e infine giocato con un servizio web che riconosce le notizie che ci interessano grazie ad un nuovo approccio che sfrutta le nostre interazioni social. Abbiamo imparato più da queste demo, soprattutto sul nostro interesse a livello emotivo verso i prodotti con cui abbiamo giocato, di quanto non avremmo potuto evincere da qualunque documento [...] A nostro parere avere una demo, un prototipo o un primo prodotto è molto più importante di un business plan o di un modello finanziario, soprattutto per una società in fase iniziale”²¹.

3. *Traction*: Gli investitori raramente prendono in considerazione startup che non hanno almeno qualche mese di vita. Questo perché esse non possono fornire dati riguardanti la

²¹ Feld Brad, Mendelson Jason – 2014. “Startup e venture capital. Guida ai segreti di un rapporto ad alto potenziale”, FrancoAngeli, cap. 3.7, pag. 45

traction. Per traction si intende la crescita di utenti della startup. Questi dati sono facilmente ottenibili anche tramite una versione beta o un MVP. Sono dati molto utili, sia per verificare se effettivamente il prodotto raggiunge l'interesse dei consumatori, ma sia per comprendere il comportamento di questi. Sono dati su cui gli investitori possono fare grande affidamento, in quanto non si parla più di previsioni future, ma di numeri oggettivi da cui si possono trarre misurazioni molto importanti come la CPA (cost per acquisition), il tasso di conversione degli utenti, il CLP (customer lifetime period), l'RPU (revenue per user), ecc.

4. *L'exit strategy*: Si tratta di come gli investitori andranno a trarre profitto dal loro investimento. Chi investe in startup non punta ad una remunerazione tramite l'erogazione di dividendi, in quanto gli utili generati verranno quasi sicuramente reinvestiti nella startup stessa come forma di autofinanziamento. È opportuno quindi fare valutazioni in merito alle modalità ed alle strategie da applicare per la futura cessione delle proprie partecipazioni. Qualora la start-up riesca ad aumentare notevolmente le proprie dimensioni, diventando un'impresa a tutti gli effetti, tale strategia potrebbe sostanziarsi in un'IPO.

2.3.4 I metodi di valutazione

Se anche dopo il periodo di due diligence l'investitore conferma il proprio interesse nei confronti della start-up, questo inizia a svolgere le valutazioni idonee a stimare il valore della startup ed il suo potenziale futuro. Il risultato di questo studio servirà all'investitore per poter quantificare l'offerta da porre in essere in fase di trattative.

È innanzitutto opportuno distinguere 2 tipi di valutazioni, quella "pre-money" e quella "post-money" a seconda che si vada a calcolare il valore della start-up prima o dopo l'apporto di capitali da parte dell'investitore. Facciamo un esempio, si raggiunge un accordo per cui un fondo di venture capital acquisisce il 20% delle quote societarie di una start-up, in cambio di un aumento di capitale pari a 500.000€. La valutazione post-money viene calcolata come segue:

$$V2 = I / Q = 500.000€ / 20\% = 2.500.000€ \quad (3)$$

V2: Valutazione post-money

I: Investimento

Q: Quota societaria acquisita

A ritroso è poi possibile ottenere la valutazione pre-money, sottraendo l'importo investito da quella post-money:

$$V1 = V2 - I = 2.500.000€ - 500.000€ = 2.000.000€ \quad (4)$$

V1: Valutazione pre-money

Tuttavia questo tipo di valutazioni non spiegano come si è arrivati a tali stime sui valori economici. Esistono diversi metodi, tra cui anche il metodo BizPlace che analizzeremo nel prossimo capitolo.

2.3.4.1 Il Venture Capital Method

Il Venture Capital Method è stato descritto per la prima volta nel 1987, in un caso studio del professor Bill Sahlman della Harvard Business School. Questo metodo parte da alcuni assunti di base.

Il primo riguarda il ROI che si attende ottenere dall'operazione di investimento. Considerando un portafoglio di 10 startup, solitamente 9 di queste falliscono o comunque non riescono a raggiungere risultati tali da poter ripagare l'investimento. Per questo motivo il ROI obiettivo (inteso come risultato pluriennale e non come tasso annuale) deve essere di almeno 10x (10 volte l'importo investito), per semplicità si considera 20x.

Successivamente si stima il terminal value della start-up al termine dell'orizzonte temporale considerato. Per individuarlo è possibile utilizzare diversi metodi, tra quelli più usati vi è il metodo dei multipli, basato su indicatori che esprimono la relazione tra il valore della società, a seconda del valore di società simili, e alcuni dati di bilancio come ricavi o utili. Ad esempio, se una start-up intende operare in un settore dove vi è un P/E (Price/Earning) medio pari a 10, e l'utile stimato dell'ultimo esercizio dell'orizzonte temporale è pari a 500.000€, allora il terminal value sarà pari a 5.000.000€.

Fatte queste considerazioni preliminari, la formula del ROI è la seguente:

$$ROI = TV / V2 \quad (5)$$

ROI: Return on investments

TV: Terminal value

Tornando all'esempio numerico, la valutazione post-money che andremo a calcolare, al fine di avere un investimento che garantirà un ROI pari a 20 volte l'importo investito, sarà:

$$V2 = TV / ROI = 5.000.000 / 20 = 250.000€ \quad (6)$$

A questo punto, riprendiamo in considerazione la formula della valutazione post-money (formula 3). Considerando che l'ammontare dell'investimento non è molto flessibile, in quanto corrisponde alla cifra necessaria alla startup per prendere vita, la variabile su cui avrà margine di trattativa l'investitore sarà la quota societaria. Nel nostro caso, la quota che richiederà l'investitore a fronte di un investimento, per esempio, pari a 50.000€, corrisponde a:

$$Q = I / V_2 = 50.000€ / 250.000€ = 0,20 = 20\% \quad (7)$$

2.3.4.2 Il First Chicago Model

Il First Chicago Model, sviluppato dalla First Chicago Corporation, riprende e sotto certi punti di vista supera il Venture Capital Method. È un modello che combina elementi analitici con quelli "market-oriented".

La prima fase consiste nell'ipotizzare tre diversi scenari futuri: uno realistico, uno ottimistico ed uno pessimistico. Per ognuno di questi scenari occorre stimare le relative previsioni finanziarie, come ad esempio: ricavi, profitti, cash-flow, ecc. Perciò, nel caso pessimistico, si prevederà la perdita parziale o totale del capitale investito, mentre nel caso ottimistico si considererà il raggiungimento di un alto livello di scalabilità, che determinerà un forte accrescimento del giro d'affari. Ovviamente, immaginando tre scenari differenti, è plausibile considerare strategie diverse nei diversi casi.

Il secondo passaggio concerne la stima del terminal value. Analogamente al Venture Capital Method, è possibile calcolarlo attraverso il metodo dei multipli, sistema decisamente market-oriented. Chiaramente in questo caso bisognerà computare tre diversi terminal value, ognuno per ogni scenario preso in considerazione, nell'anno in cui si intende concludere l'investimento (solitamente tra i 3 e i 7 anni). Processo abbastanza semplice, visto che si dispone già delle previsioni finanziarie dei vari scenari, già calcolate al punto precedente. Per la scelta delle società "comparables" (comparabili), è idoneo prendere in considerazione aziende che operino in business analoghi, con dimensioni simili o comunque nella stessa fase di vita e che si trovino nella stessa area.

A questo punto l'investitore determina un tasso annuale di rendimento che intende ottenere dall'operazione, prendendo in considerazione la rischiosità del progetto. Successivamente, si utilizza tale tasso per procedere all'attualizzazione del terminal value e dei singoli flussi di cassa previsionali, ottenendo così 3 valutazioni (post-money) all'anno zero.

Il passaggio finale richiede un'ultima stima da parte dell'investitore sulle probabilità che ogni scenario ha di manifestarsi. Il risultato finale della valutazione sarà la media ponderata (utilizzando le diverse probabilità) dei tre scenari:

$$EV = (S1 * P1) + (S2 * P2) + (S3 * P3) \quad (8)$$

EV: Valore atteso

S1: Valore attuale scenario ottimistico

S2: Valore attuale scenario realistico

S3: Valore attuale scenario pessimistico

P1: Probabilità dello scenario ottimistico

P2: Probabilità dello scenario realistico

P3: Probabilità dello scenario pessimistico

A riguardo, fornisce un esempio numerico e visivo la figura 2-4:

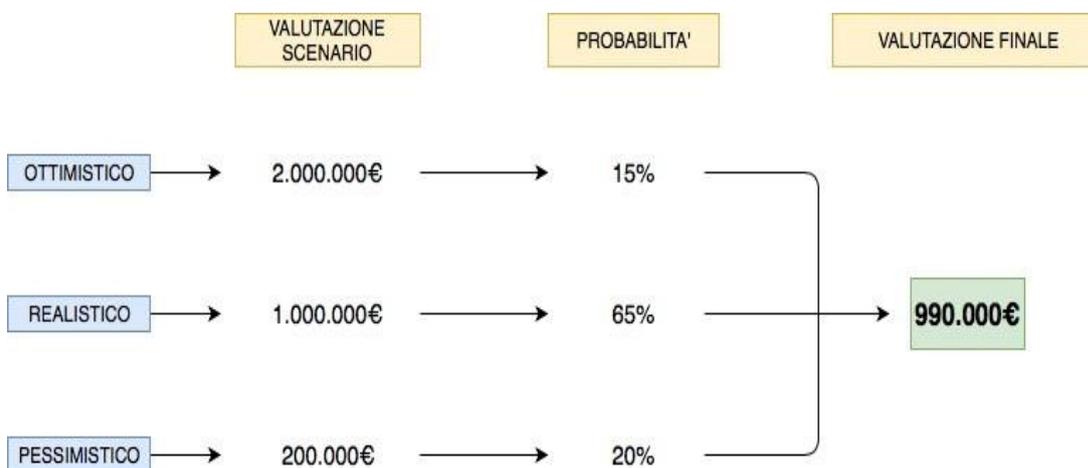


Figura 2-4 Il First Chicago Method²²

2.3.4.3 Il Berkus Method

Tutti i metodi che abbiamo visto finora stimano il valore di una start-up partendo dalle proiezioni economiche future, tralasciando molti altri elementi fondamentali per la valutazione. A tal proposito, Dave Berkus, angel e venture capitalist, verso la metà degli anni 90 ha ideato un metodo di valutazione, basato non più su dati prettamente economico-finanziari, ma sui rischi che riguardano il progetto.

Pubblicato per la prima volta nel 2001 all'interno di "Winning Angels", di David Amis e Howard Stevenson, il Berkus Method (figura 2-5) si basa sull'assegnare un valore monetario a 5 diversi elementi qualitativi: il rischio di business (relativo all'idea di business e al

²² Dati elaborati dall'autore

prodotto/servizio), il rischio di esecuzione (qualità manageriali del team), il rischio tecnologico (riguardante il prototipo), il rischio di mercato (inteso come relazioni strategiche al fine di ridurre il rischio competitivo) e il rischio finanziario o di produzione (correlato alle vendite del prodotto). Il valore da imputare a ciascun fattore dipenderà da quanto l'imprenditore sarà riuscito a minimizzare tali rischi. L'importo massimo attribuibile ad ogni categoria di rischio dipenderà dalla dimensione del mercato di riferimento, tuttavia come standard si utilizza un massimo di 500.000€ ciascuno. A questo punto, per calcolare il valore della start-up, sarà sufficiente sommare tutti i valori stimati, ottenendo una valutazione massima di 2-2.5 milioni di euro. L'asticella che Berkus pone è quella di raggiungere un valore di almeno 20 milioni al termine del quinto anno di attività, al fine di ottenere un adeguato rendimento dall'investimento, pari a circa 10 volte l'importo investito.

Startup Enterprise Valuation
(Based on the Dave Berkus Method)

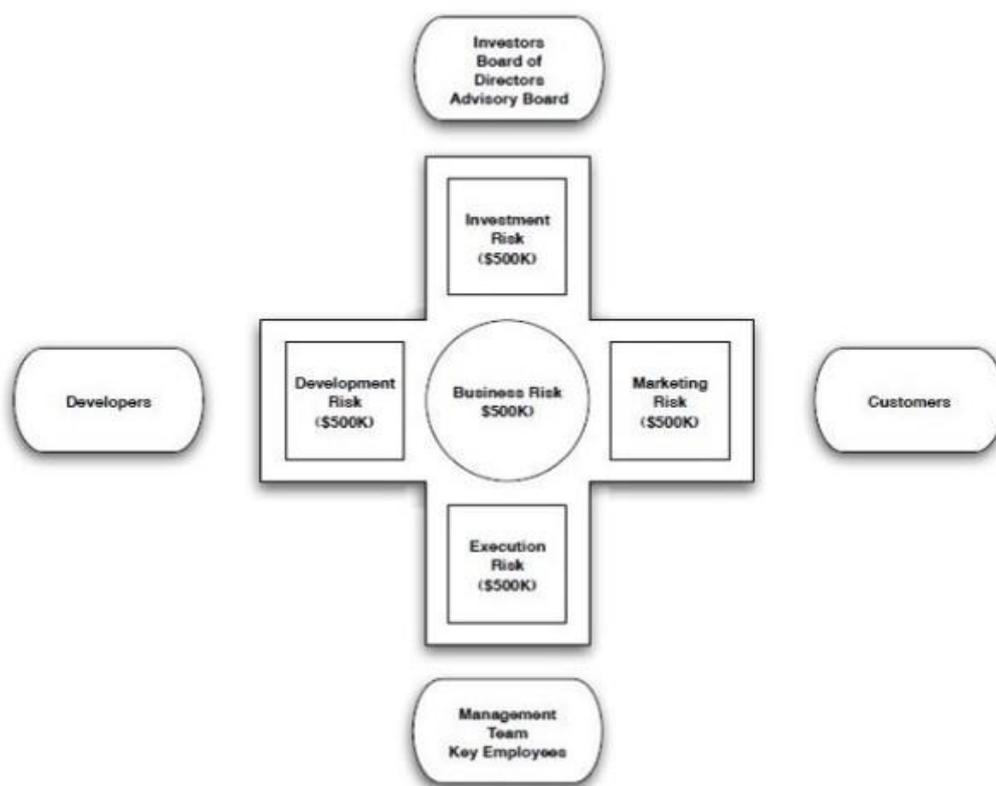


Figura 2-5 Il Berkus Method²³

Dal momento in cui la start-up inizierà a generare ricavi, questo metodo non sarà più applicabile. Le entrate effettive sono infatti un dato decisamente affidabile per poter effettuare

²³ Marchina Consulting - 9 Criteri di valutazione di una startup, il metodo Berkus
<https://www.marchina.net/single-post/2017/08/01/9-Criteri-di-valutazione-di-una-startup-il-metodo-Berkus>
 (consultato il 16/08/2018)

proiezioni future, affidando alla stima dei flussi di cassa la valutazione dell'impresa nel corso del tempo.

2.3.4.4 Il metodo delle opzioni reali

“Il processo di creazione di una start-up consiste in una serie di prove con cui l'imprenditore adegua costantemente il suo progetto ai risultati ottenuti per comprendere al meglio il mercato. [...] Alla fine di questo processo, egli può decidere di accelerare nella stessa direzione, o se abbandonare il prodotto. [...] Attraverso questo costante percorso di innovazione, l'azienda avrà progressivamente un'idea chiara del prodotto giusto per il mercato”²⁴. Questo concetto è chiaramente riscontrabile all'interno del metodo delle opzioni reali.

Come è possibile notare, il valore di mercato di una start-up spesso differisce dal proprio valore calcolato tramite metodi patrimoniali o attualizzando i flussi di cassa futuri. Questo accade perché vi è un fattore di incertezza legato alle decisioni future del management. La teoria delle opzioni reali riconduce tutte queste possibili decisioni ad un portafoglio di opzioni. Utilizzabile talvolta anche nelle valutazioni di startup, quello delle opzioni reali è un metodo di più semplice applicazione per imprese mature, dove vi è minore incertezza sul futuro e dove tali opzioni reali sono più facilmente individuabili.

In ambito finanziario, un'opzione è un contratto in cui il possessore (l'acquirente), in cambio del pagamento di un premio fisso, acquisisce il diritto di acquistare o vendere, in un certo lasso di tempo o ad una determinata scadenza (in base alla tipologia di azione), un determinato strumento finanziario (azioni, obbligazioni, materie prime, valute, indici, ecc.) sottostante all'opzione, ad un prezzo predeterminato (strike price).

Questo concetto può essere allo stesso tempo applicato alle scelte che deve prendere il management in merito ad un progetto. In questo caso il premio da pagare è l'investimento iniziale. In tal caso, le opzioni call sono paragonabili ad opportunità di incrementi futuri dell'investimento, mentre le opzioni put esistono qualora vi sia l'eventualità di poter abbandonare o sospendere il progetto qualora non vada come previsto. Vediamo alcuni esempi:

- *Opzione di espansione*: Una società fa un investimento iniziale oggi, sapendo che, se esso dovesse andare bene, nel futuro sarà in grado di fare ulteriori investimenti al fine di aumentare i propri ricavi.

²⁴ Desaché Guillaume. “How to value a start-up? The use of options to asses the value of equity in start-ups”, HEC Paris
http://www.vernimmen.net/ftp/Research_paper_V3.pdf
(Consultato il 17/08/2018)

- *Opzione di abbandono*: Talvolta le imprese hanno la possibilità di intraprendere investimenti, con la sicurezza che un domani avranno l'opportunità di poter vendere o tuttavia ridurre tale investimento qualora gli esiti non siano quelli previsti, ottenendo così un rimborso parziale o totale dell'importo investito inizialmente.
- *Opzione di differire*: Il management può decidere di ritardare l'esecuzione di un progetto qualora ritenga opportuno ottenere preventivamente ulteriori informazioni. In questo caso, il premio da pagare corrisponde ai mancati profitti nel periodo di pausa, dovuti sia all'inattività, sia alla riduzione della quota di mercato in favore dei competitor.

Il valore economico delle opzioni reali è computabile attraverso l'utilizzo di strumenti del tutto simili a quelli utilizzati per le opzioni finanziarie (come ad esempio il modello di Black-Scholes-Merton). L'unica complicazione rispetto ad essi sarà nell'individuazione delle opzioni reali e nella quantificazione dei risultati futuri, dati che l'esistenza di uno strumento sottostante rende decisamente più oggettivi nel caso delle opzioni finanziarie.

La figura 2-6 mostra come, una volta ottenuti tali valori ("value of real options"), essi andranno sommati alla valutazione dell'azienda effettuata attraverso il metodo dei flussi di cassa attualizzati ("DCF analysis"), ottenendo così il valore di mercato dell'impresa ("corporate market value").

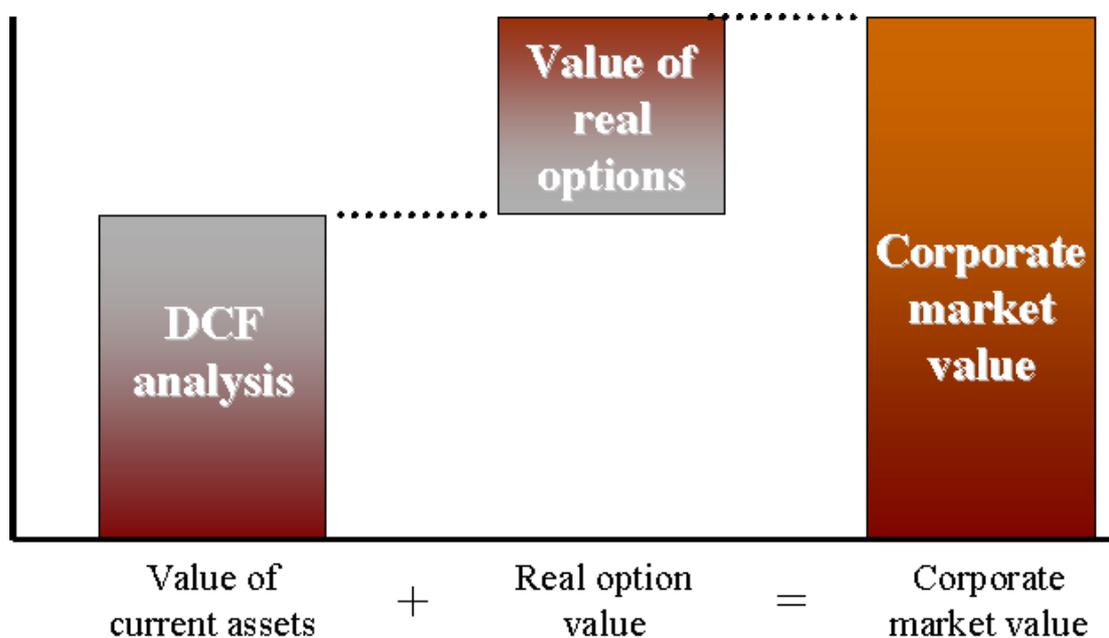


Figura 2-6 Il metodo delle opzioni reali²⁵

²⁵ Lanzavecchia Roberto – "L'utilizzo delle opzioni reali per valutare imprese e progetti ad alto rischio". <http://web.tiscali.it/lanzavecchia/pub/17-2001.htm>

2.3.5 La negoziazione

Dopo aver analizzato i dati e le eventuali criticità emerse in fase di due diligence, se l'investitore è convinto della bontà del progetto, si passa alla negoziazione, al fine di trovare un'intesa tra questo e i promotori della start-up. Come abbiamo visto nel paragrafo precedente, l'offerta dell'investitore partirà da considerazioni basate sulla valutazione economica della neo-impresa. Solitamente a trattativa in corso si usa redigere un "term sheet", conosciuto anche col nome di "memorandum of understandings", documento che ha lo scopo di confermare l'intenzione tra le parti di proseguire con le contrattazioni e di semplificarne il percorso. Tuttavia, trattandosi di una lettera d'intenti, non ha veri e propri vincoli legali, ma ha la capacità di aiutare a portare avanti la negoziazione. A livello legale, infatti, il term sheet non obbliga le parti a stipulare il contratto, ma le vincola a proseguire le trattative in buona fede. Il fulcro a cui ruota intorno la stesura del term sheet riguarda principalmente due concetti: il controllo della società e i fondi da ricevere in caso di vendita o liquidazione della società.

In Italia manca un modello standard di negoziazione, esso varia a seconda della tipologia di investitore coinvolto nell'operazione. Tuttavia esistono alcuni aspetti salienti, presenti in quasi tutti i term sheet, che verranno trattati di seguito, vedendo dapprima il lato economico dell'accordo, per poi passare a quanto concerne il controllo della società.

Successivamente al term sheet, per rendere definitivo l'affare, si stipula un contratto d'investimento, contenente le dichiarazioni e le garanzie rese dalla società e dai suoi soci, oltre alle previsioni di obblighi di indennizzo posti a carico dei fondatori, in caso di non veridicità e correttezza delle dichiarazioni e delle garanzie dagli stessi rilasciate.

2.3.5.1 La valutazione

Le previsioni che fissano la valutazione della start-up sono il punto di partenza del term sheet. La valutazione è infatti necessaria per stabilire il prezzo che l'investitore deve corrispondere al momento dell'aumento di capitale, appositamente deliberato per permettere all'investitore di immettere capitale di rischio e ricevere come contropartite le quote societarie. La valutazione si può desumere da elementi come: i dati di traction che la start-up genera, dalle dimensioni del mercato target e dalle proiezioni delle entrate future (per una valutazione più specifica si utilizzano i metodi descritti precedentemente nei paragrafi compresi nella sezione 2.3.4). Come abbiamo già visto in precedenza, quasi sempre l'autovalutazione della start-up differisce dalla valutazione effettuata dall'investitore. Nel caso in cui questa divergenza sia consistente, prima di procedere con le trattative, è meglio comprendere a cosa è dovuto il gap e trovare un punto

d'incontro. È bene avere chiaro la differenza tra valutazione pre-money e post-money, per evitare il rischio di fare confusione al momento del calcolo delle partecipazioni al capitale di rischio (per l'esempio numerico si rimanda alle formule 3 e 4, incluse all'interno della sezione 2.3.4).

Talvolta le parti possono prevedere un piano di incentivazione in favore dei dipendenti, ma anche degli investitori stessi. Questi piani, definiti "option pool", costringono la società a costituire un'apposita riserva di azioni proprie, a patto che lo statuto preveda la possibilità di acquistare quote proprie (facoltà concessa solo alle s.r.l. che possano definirsi start-up innovative), che servirà come copertura qualora i proprietari delle suddette opzioni decidano di esercitare il proprio diritto di acquisto. La previsione di un pool option va ad intaccare la valutazione pre-money. Tornando all'esempio numerico trattato nelle formule 3 e 4 (un investitore apporta 500.000€ in cambio del 20% della società), la valutazione post-money rimane di 2.500.000€, ma per ricavare la valutazione pre-money, oltre a dedurre il contributo dell'investitore, occorrerà sottrarre anche l'ammontare del pool option previsto (l'equivalente stanziato per la riserva). Se ad esempio è previsto che l'investitore possa esercitare un diritto di opzione ed acquistare un'ulteriore 10% della società a 250.000€, il valore pre-money (riprendendo parzialmente la formula 4) sarà:

$$V1 = V2 - I - OP = 2.500.000€ - 500.000€ - 250.000€ = 1.750.000€ \quad (9)$$

OP: Importo da corrispondere per esercitare l'option pool

2.3.5.2 Liquidation preference

Le liquidation preference (clausole di liquidazione preferenziale) sono delle clausole che possono essere incluse all'interno del contratto. Servono a proteggere l'investimento, in quanto permettono all'investitore di definire una distribuzione preferenziale nei suoi confronti (il cui calcolo verrà approfondito con le formule 10 e 11), qualora la società venga venduta o che comunque sia oggetto di eventi liquidatori. Una prima distinzione che può essere fatta è quella tra clausole parziali, che si riferiscono ad una percentuale dell'ammontare investito, e totali, che invece fanno riferimento all'investimento totale. Negli ordinamenti stranieri, a differenza del nostro, questi benefici vengono conferiti tramite l'assegnazione di particolari azioni privilegiate, che garantiscono ai possessori tali diritti speciali. Per questo motivo, all'estero, i venture capitalist investono esclusivamente in stock di azioni privilegiate, emesse

appositamente dalla società, la quale era precedentemente unicamente costituita da azioni ordinarie.

A prescindere da quale tipo di clausola di liquidazione si tratti, l'evento comune che genera gli effetti di tali accordi è il "liquidity event" (evento di liquidazione). Tali eventi possono essere ad esempio: la vendita di quote societarie a favore di terzi, la messa in liquidazione della società o la quotazione in borsa (che tuttavia non viene quasi mai regolata da clausole di liquidazione preferenziale, in quanto tale soluzione è spesso una delle migliori strategie di exit per gli investitori, che quindi la vedono di buon occhio).

La caratteristica che più di tutte categorizza le diverse clausole riguarda la partecipazione. Esistono infatti clausole partecipative (participating) e clausole non partecipative (non-participating). Le participating liquidation preference portano un grande vantaggio agli investitori, che spesso beneficiano di un doppio incasso (double dip). Per calcolare la parte spettante all'investitore dovremo moltiplicare l'importo dell'investimento (che, come si è visto sopra, può essere totale o parziale) per un coefficiente. Il risultato ottenuto sarà la cifra che spetterà all'investitore come "entrata preferenziale", la restante parte verrà poi divisa in base alle quote partecipative dei soci ("entrata partecipativa"). In questa maniera si manifesta il doppio incasso a favore dell'investitore. Facciamo un esempio che chiarisca meglio questo meccanismo. Un investitore apporta 100.000€ in una start-up, rilevandone una quota societaria del 15%. Nel contratto vi è una clausola di liquidazione preferenziale partecipativa sull'importo totale investito, con un coefficiente pari a x2,5. Dopo un certo numero di anni la società viene interamente venduta a un terzo per 2 milioni di euro. All'investitore spetterà innanzitutto:

$$Epr = INV * C = 100.000€ * 2,5 = 250.000€ \quad (10)$$

Epr: Entrata preferenziale

INV: Investimento (che deve essere ridotto nel caso di clausola parziale)

C: Coefficiente

Oltre ad incassare i 250.000€ appena calcolati, l'investitore avrà poi diritto al 15% della cifra rimanente.

$$Epa = (V - Epr) * Q = (2.000.000€ - 250.000€) * 0,15 = 262.500€ \quad (11)$$

Epa: Entrata partecipativa

V: Ammontare ricavato dalla cessione societaria

Q: Partecipazione sociale

L'investitore incasserà così un totale di 512.500€. Cifra ben più alta di quella che avrebbe ottenuto nel caso in cui la clausola fosse stata non partecipativa. In questa seconda ipotesi infatti, all'investitore non è concesso di incassare due volte, ma dovrà decidere se incassare l'entrata preferenziale o se invece procedere alla ripartizione in base alla propria quota, calcolata questa volta sul totale della vendita ($2.000.000€ * 15%$), ovvero 300.000€.

2.3.5.3 I dividendi

Il term sheet potrebbe determinare una priorità in favore degli investitori, qualora la società al termine dell'esercizio decida di distribuire dividendi. Anche questo diritto può essere attribuito tramite l'assegnazione di azioni privilegiate. Tuttavia è bene ribadire che la distribuzione di dividendi è sempre sconsigliata per una start-up, che ha nell'autofinanziamento una fondamentale fonte di approvvigionamento di risorse economiche. Spesso sono gli stessi investitori a non voler considerare l'ipotesi dei dividendi, in quanto il ritorno dell'investimento che ne otterrebbero potrebbe essere decisamente inferiore da quello ottenibile con una buona strategia di exit, reinvestendo tali fondi all'interno della start-up per incentivarne la crescita e raccogliere entrate maggiori future in seguito, tramite la vendita delle quote.

Ciò nonostante esistono alcuni metodi alternativi per assegnare dividendi agli azionisti, senza avere una fuoriuscita immediata di liquidità. Il più semplice è quello di corrispondere nuove azioni ordinarie agli azionisti al posto del denaro. In tal modo, il valore del pagamento del dividendo può essere convertito in capitale sociale. Un'altra opportunità prevede l'accumulo dei dividendi, che spetterebbero agli investitori, i quali verranno corrisposti agli stessi nel momento in cui la società verrà ceduta a terzi.

2.3.5.4 Il controllo della società

Le decisioni che prende la società spettano al consiglio d'amministrazione. Proprio per questo motivo, al fine di ottenere un parziale controllo della società, l'investitore sovente richiede di poter nominare uno degli amministratori che ne prenderanno parte (o eventualmente egli stesso).

In alternativa, un'altra soluzione possibile è quella di nominare un osservatore senza diritto di voto, qualcuno che partecipi alle discussioni del CDA, ma che non abbia il potere di influire nelle decisioni. Inizialmente i fondatori della start-up mantengono il controllo su di essa, ma, a mano a mano che questa chiuderà round di investimento, gli investitori tenderanno ad avere un

controllo sempre maggiore. Per questo motivo, gli investitori potrebbero richiedere il diritto di partecipare a futuri aumenti di capitale, qualora nuovi investitori volessero entrare nella società. Questa opzione difende gli investitori da eventuali diluizioni della propria partecipazione al capitale sociale.

Un'altra clausola che l'investitore potrebbe includere riguarda il diritto di veto, ovvero che per determinate decisioni occorra il preventivo consenso di questo. Tali decisioni riguardano solitamente: modifiche ai diritti associati alle azioni privilegiate, l'emissione di nuove azioni, la creazione di una nuova categoria di azioni, un aumento dell'option pool, il riacquisto di azioni, il pagamento dei dividendi o altre forme di distribuzione del capitale agli azionisti, modifiche al numero dei membri del consiglio d'amministrazione, la cessione dell'azienda, l'acquisizione o la vendita di una controllata, ecc.

2.3.6 Exit

I venture capitalist non sono investitori a lungo termine, hanno un orizzonte temporale che solitamente va dai 3 ai 5 anni. Considerando che i fondi di venture capital hanno l'obiettivo di remunerare i propri soci, prima riescono a chiudere e liquidare un investimento, prima avverrà la remunerazione. Inoltre, la chiusura degli investimenti nel minor tempo possibile, permette al fondo di farsi una buona nomea e attrarre un maggior quantitativo di capitali da investire nuovamente. L'exit strategy considera principalmente 2 fattori: la modalità di exit e le relative tempistiche.

2.3.7 Modalità d'uscita

Esistono principalmente tre modi in cui un venture capitalist liquida gli investimenti presenti all'interno del suo portafoglio, questi sono:

IPO (offerta pubblica iniziale): con un'IPO la start-up intende collocare i propri titoli azionari su un mercato regolamentato. Questo agevola decisamente l'investitore, qualora sia intenzionato a vendere le proprie quote. I venture capitalist vedono l'IPO come la via d'uscita maggiormente profittevole per il proprio investimento. Come affermava Gompers, all'interno di "Journal of Financial Economics" (Gompers, 1996)²⁶, che, negli Stati Uniti, gli investimenti,

²⁶ Gompers Samuel – 1996. "Journal of Financial Economics"

che si concludevano a seguito di un'IPO, registravano un rendimento medio del 60%, contro il 15% medio ottenuto tramite una normale cessione delle partecipazioni;

Acquisizione: si verifica quando una grande impresa, solitamente affermata nello stesso settore industriale, intende acquisire la start-up, e con essa anche le partecipazioni fino ad allora detenute dal fondo di venture capital. Non è nient'altro che un'acquisizione strategica da parte di una società, dalla quale l'investitore ottiene in cambio denaro o partecipazioni in altre società (talvolta anche della società acquirente). In tal caso, il venture capitalist ottiene azioni di una società solitamente meno rischiosa e può valutare se mantenerle all'interno del proprio portafoglio o se liquidarle.

Management buy-out: il fondatore della start-up è intenzionato a riacquistare le quote che aveva inizialmente venduto all'investitore; questa modalità d'uscita non coinvolge spesso l'intera partecipazione del venture capital, ma soltanto una parte di esso.

2.3.8 Timing

La seconda dimensione che riguarda l'exit strategy è il timing con cui i venture capital decidono di investire e disinvestire. Dati empirici testimoniano che, negli Stati Uniti e in Canada, i venture capitalist tendono a mantenere un investimento per un periodo compreso tra i 4 e i 6 anni (Cumming, MacIntosh, 2003). A riguardo Schwienbacher ha dimostrato che: “sebbene vi siano numerose similitudini tra il mercato americano e quello europeo, ci sono comunque importanti differenze, tra cui la durata della fase di uscita, che sembra essere più lunga in Europa”²⁷(Schwienbacher, 2008). Tempistiche che variano anche in base alla tipologia di investitore, un fondo giovane per esempio tenderà a disinvestire in tempi minori, al fine di crearsi una reputazione sul mercato.

Anche le condizioni macroeconomiche possono influire. Ad esempio, se il mercato azionario dovesse avere un periodo di scarsa liquidità, i venture capital potrebbero essere invogliati a ridurre i propri investimenti, per non doversi successivamente ritrovare in mancanza di opportunità di disinvestimento.

²⁷ Cumming Douglas, Schwienbacher Armin – 2010. “Venture Capital: Investment, Strategies, Structures, and Policies”, cap. 18

Riflessioni conclusive

Dopo aver fatto una parentesi iniziale sulla situazione attuale del fenomeno start-up e sul loro approvvigionamento di fondi, sono state descritte le varie fasi che compongono tutto il processo d'investimento di un investitore (in particolare venture capital) in una start-up. In tal modo, sono stati evidenziati gli aspetti salienti su cui l'investitore si concentra, così da fornire al lettore spunti necessari per comprendere meglio l'effettiva utilità del BizPlan che verrà ampiamente discusso nel prossimo capitolo.

Per quanto concerne la valutazione, abbiamo visto i principali metodi per calcolare il valore finanziario di una start-up. Questi metodi si basano su: scenario analysis, tasso di rendimento obiettivo per gli investitori, KPI (Key Performance Indicator) tutti fattori che sono stati utilizzati per l'elaborazione del BizPlace Method, il metodo di valutazione applicato all'interno del BizPlan. Se la valutazione, ottenuta in questo modo dall'investitore, è distante da quella proposta dal team di startupper, molto probabilmente l'investitore cercherà di prendere le giuste precauzioni al momento della negoziazione. Per chiarire meglio questo concetto, nella parte conclusiva del capitolo sono state ampiamente trattate tutte le diverse variabili che devono essere regolate al momento della contrattazione.

Il capitolo si conclude con una breve spiegazione dei due aspetti che delineano una strategia di exit: la modalità e la tempistica. Per effettuare un closing nella maniera più efficiente possibile, infatti, occorre analizzare tutte le diverse opportunità di disinvestimento che si presentano e, tra queste, capire qual è quella che porta maggiori benefici.

3. Il BizPlan

Introduzione

Il terzo e ultimo capitolo intende illustrare il risultato del presente lavoro. Dopo aver descritto da cosa è composto un business plan ed aver fatto una panoramica su quelle che sono le dinamiche dell'investimento in start-up, passeremo ora a vedere come BizPlace ha elaborato un business plan che ponga una soluzione per trasformare un business plan classico e tendenzialmente rigido, in uno decisamente più flessibile ed adatto ad affrontare ambienti e contesti più imprevedibili.

Racconteremo inizialmente la storia di BizPlace, una società nata per mettere in contatto startupper da tutta Italia, volenterosi di lanciare un nuovo business, finita per diventare una società di consulenza per start-up. Questo cambiamento radicale tende appunto a confermare quanto sia imprevedibile lo sviluppo del business in questo settore. Verrà successivamente spiegato come avviene il rapporto tra BizPlace e le sue start-up clienti in fase di preparazione della documentazione e di successiva presentazione del progetto ai possibili investitori.

Il capitolo si concentrerà principalmente sulla parte quantitativa e previsionale del BizPlan, nello specifico si illustreranno le tematiche su cui il business plan si concentra e gli strumenti che utilizza (come le metriche e le business assumption) per fare una proiezioni dei dati contabili-economici per i primi 3 anni di vita. In conclusione verrà illustrato il BizPlace Valuation Method, il metodo di valutazione della start-up che ha deciso di adottare BizPlace per i propri clienti.

3.1 La storia di BizPlace

BizPlace, oggi denominata BPH Consulting (dove BPH sta per “Biz Place Holding), nasce da un’idea di Federico Palmieri, un ragazzo di 24 anni che ha da sempre avuto la passione per le start-up. Federico, fondatore ed attuale CEO di BizPlace, dopo aver fallito con i primi tentativi di start-up, percepisce il bisogno di un meccanismo che metta in contatto startupper da tutto il mondo, che condivida a livello globale le loro idee di business con il resto della rete e che permetta a questi di mettersi in contatto tra di loro e far crescere insieme la propria start-up. BizPlace nasce proprio con questo intento: una piattaforma che permetta a chiunque di poter ricercare un co-founder che abbia delle determinate caratteristiche e competenze, entrarci in contatto e possibilmente avviarci insieme un progetto.

Questa piattaforma prende vita nel Dicembre 2016, momento in cui è stato ufficialmente lanciato il sito internet “www.bizplace.it”. Inizialmente l’idea era quella di far crescere la community il più possibile e successivamente monetizzare, abilitando delle feature aggiuntive agli utenti che avessero sottoscritto un abbonamento premium. Nel Maggio del 2017 si decide di inserire nuova area all’interno del sito, l’”area investors”. Una parte del sito che fungesse da vetrina per coloro che avessero già alla mano un progetto e volessero pubblicizzarlo a business angel e venture capitalist, in cambio di una piccolissima fee. Per rendere possibile ciò, sono stati contattati diversi investitori, venendosi così a creare una piccola rete di investitori partner a cui inviare settimanalmente un report con i progetti più interessanti. Gli utenti rispondono positivamente alla novità e BizPlace comincia a registrare i primi ricavi. Sorge però un problema, il livello medio della qualità dei progetti presentati è decisamente basso: alcuni business non sono scalabili, molti business plan sono fatti male, ecc. Ci si rende conto dell’assenza di un filtro che andasse a presentare soltanto i progetti validi. Per questa ragione, nel Settembre del 2017, Federico decide di cominciare a seguirli lui stesso, consigliare cosa migliorare e come rendere la presentazione del proprio progetto maggiormente efficace. In poche parole inizia ad offrire un servizio di consulenza, con l’obiettivo di mostrare agli investitori solamente progetti di qualità.

Una volta che sono iniziate ad arrivare richieste di consulenza, sono stati assunti i primi analyst affinché lavorassero, da soli o in team, sui progetti dei clienti. Uno dei primi obiettivi è stato proprio quella di iniziare ad elaborare un business plan da adottare come standard per i clienti. È stato inizialmente preso un normale conto economico ed è stato riclassificato. I ricavi sono stati classificati per linee di business (prodotto 1, prodotto 2, servizio 1, servizio 2, ecc.), mentre i costi sono stati suddivisi per categorie di costi, in particolare se ne sono individuati cinque: amministrativi (commercialista, legale, consulenze, affitto per l’ufficio, ecc.), IT (sviluppo dell’app, acquisto di software, noleggio di server, ecc.), HR (gli stipendi per le risorse umane

necessarie), marketing (campagne pubblicitarie su FB, Instagram, YouTube e Google AdWords) e operating (materie prime e servizi).

La stima dei costi è abbastanza semplice, spesso il cliente, dopo essersi documentato in prima persona sull'ammontare delle spese previste per il proprio progetto, si presenta con un piano pluriennale che poi viene comunque rivisto insieme, ben più complessa riguarda la stima dei ricavi. L'obiettivo è quello di riuscire a persuadere l'investitore circa le proiezioni di fatturato della società. Per fare in modo che queste previsioni siano il più credibili possibile, devono essere calcolate partendo da delle assumption che siano valide e credibili.

Metrics	2019											
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
REVENUES	5.130,00	6.156,00	7.387,20	8.864,64	10.637,57	12.233,20	14.068,18	15.475,00	17.022,50	18.724,75	20.597,23	22.656,95
Abbonamenti TOP	1.396,50	1.675,80	2.010,96	2.413,15	2.895,78	3.330,15	3.829,67	4.212,64	4.633,90	5.097,29	5.607,02	6.167,73
Abbonamenti PREMIUM	1.928,50	2.314,20	2.777,04	3.332,45	3.998,94	4.598,78	5.288,59	5.817,45	6.399,20	7.039,12	7.743,03	8.517,34
Abbonamenti BASE	1.805,00	2.166,00	2.599,20	3.119,04	3.742,85	4.304,28	4.949,92	5.444,91	5.989,40	6.588,34	7.247,17	7.971,89
COSTS	8.635,50	8.689,50	8.754,30	8.832,06	7.713,40	7.780,58	7.709,76	7.754,18	7.803,05	7.856,81	7.915,94	7.980,98
Marketing	2.570,00	2.624,00	2.688,80	2.766,56	1.647,90	1.715,08	1.644,26	1.688,68	1.737,55	1.791,31	1.850,44	1.915,48
Marketing per acquisizione	2.300,00	2.300,00	2.300,00	2.300,00	1.200,00	1.200,00	1.200,00	1.200,00	1.200,00	1.200,00	1.200,00	1.200,00
Marketing per Facebook	800,00	800,00	800,00	800,00	400,00	400,00	400,00	400,00	400,00	400,00	400,00	400,00
Marketing per Adwords	1.500,00	1.500,00	1.500,00	1.500,00	800,00	800,00	800,00	800,00	800,00	800,00	800,00	800,00
Referral	270,00	324,00	388,80	466,56	447,90	515,08	444,26	488,68	537,55	591,31	650,44	715,48
Sconti per Referral	270,00	324,00	388,80	466,56	447,90	515,08	444,26	488,68	537,55	591,31	650,44	715,48
IT	795,50	795,50	795,50	795,50	795,50	795,50	795,50	795,50	795,50	795,50	795,50	795,50
Server	750,00	750,00	750,00	750,00	750,00	750,00	750,00	750,00	750,00	750,00	750,00	750,00
App Store	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Adobe Creative	37,50	37,50	37,50	37,50	37,50	37,50	37,50	37,50	37,50	37,50	37,50	37,50
G&A	570,00	570,00	570,00	570,00	570,00	570,00	570,00	570,00	570,00	570,00	570,00	570,00
Accounting Services/Customer support												
Legal												
Office	500,00	500,00	500,00	500,00	500,00	500,00	500,00	500,00	500,00	500,00	500,00	500,00
Business Consulting	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00
Costi per test												
SIAE												
HR	4.700,00	4.700,00	4.700,00	4.700,00	4.700,00	4.700,00	4.700,00	4.700,00	4.700,00	4.700,00	4.700,00	4.700,00
CEO												
CTO												
IT supporter	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00
Designer (user experience)	2.700,00	2.700,00	2.700,00	2.700,00	2.700,00	2.700,00	2.700,00	2.700,00	2.700,00	2.700,00	2.700,00	2.700,00

Figura 3-1 Il conto economico riclassificato²⁸

Una volta pronti i primi business plan si è iniziato a presentare i progetti dei clienti agli investitori che erano entrati a far parte della nostra rete. Questa rete, oltre a dar valore al servizio che BizPlace offriva, si è rivelata estremamente utile per perfezionare il business plan. Grazie alla loro collaborazione, è infatti stato possibile mettere a punto gli elementi che loro giudicavano di maggior interesse, i quali si vedranno nel prosieguo del capitolo. Grazie a questo processo ha mano a mano preso forma un business plan che fosse specifico per le start-up digitali in cerca di un investimento, il BizPlan (nome che prende appunto spunto dal nome della società, BizPlace). Si è deciso di affinare certi aspetti, mentre allo stesso modo ne sono stati rimossi altri. Ad esempio, si era inizialmente previsto di inserire un prospetto che rappresentasse lo stato patrimoniale della start-up pre-money e post-money, tuttavia gli

²⁸ Dati elaborati dall'autore

investitori avevano fatto notare che questa fosse un'informazione superflua e che quindi è stata col tempo accantonata.

Quanto finora descritto riguarda la documentazione finanziaria che BizPlace redige per i propri clienti, tuttavia il servizio comprende anche una consulenza strategica, che non è stata però sviluppata allo stesso modo. Dopo un tentativo iniziale, si è infatti evidenziato come un'ulteriore implementazione di questo servizio avrebbe comportato un costo eccessivo, decisamente non conveniente alle start-up.

3.1.1 BizPlace oggi

Ad oggi BizPlace gestisce decine di commesse al mese, sulle quali sono impiegati una dozzina di analyst. Il business si è espanso, arrivando ad operare su tre linee diverse:

- La prima, il core business, è stata già trattata in precedenza. Consiste nel preparare la documentazione delle start-up clienti e successivamente presentarle a venture capitalist e business angel. Oltre al normale compenso, è prevista una success fee (tra l'1 e il 5 percento a seconda dell'ammontare d'investimento richiesto) nel caso in cui la start-up riesca ad ottenere il finanziamento tramite BizPlace. Nel prosieguo del capitolo faremo riferimento esclusivamente a questo tipo di attività;
- La seconda linea, chiamata "corporate venture capital", è simile alla prima, ma persegue uno scopo diverso. Questa infatti si occupa M&A in ambito start-up. Un team di BizPlace dedicato svolge valutazioni di start-up, valutando nel particolare le eventuali sinergie che possono andarsi a creare tra queste ed aziende mature (le acquirenti). A differenza della precedente business line, in questa l'acquisizione della start-up si intende totale.
- La terza linea di business si distacca un po' dalle altre. In questo caso non si parla più di start-up innovative ma di business tradizionali in cerca di piccoli prestiti. Siamo nel campo della finanza agevolata, uno strumento che aiuta le piccole aziende in caso di necessità o per sostenere eventuali investimenti. Si tratta di prestiti erogati solitamente tramite bando pubblico, a condizioni vantaggiose (prestiti a medio-lungo termine a tassi d'interesse inferiori rispetto ai tassi di mercato). In questi casi il business non rispecchia mai le caratteristiche di una start-up digitale, per questo motivo infatti si torna ad utilizzare un business plan che sia maggiormente standardizzato, anche perchè, nei casi dei bandi pubblici, i business plan devono generalmente rispondere a determinati requisiti.

3.2 Il pitch

Quando il lavoro sul cliente è terminato, ci si appresta a presentarlo agli investitori partner. Una volta trovato l'investitore che abbia interesse per quel progetto, si fissa un appuntamento o una call nella quale avviene la presentazione della start-up. Il materiale che in tale occasione si va a mostrare è composta da due parti. La prima di queste è il pitch, ovvero una presentazione in formato powerpoint o pdf della start-up, mentre la seconda consiste in un file excel che tratti tutte le tematiche relative al piano finanziario.

Il pitch ha la funzione di comunicare all'investitore, in pochi minuti, gli obiettivi che il progetto si pone, i vantaggi competitivi della start-up ed i problemi che essa risolve. Il pitch riassume al suo interno gran parte degli elementi del business plan (trattati nel primo capitolo), ma qui vengono trattati in una maniera leggermente diversa. Il pitch viene sempre elaborato dal cliente, in quanto è di carattere strettamente personale. Viene però rivisto dal team di BizPlace, qualora ci siano da correggere eventuali errori o quando, a lavori in corso, si ritenga opportuno fare una modifica ad esso, focalizzandosi particolarmente sul fatto che siano presenti i seguenti elementi:

- *Problema:* Ogni pitch si apre con la definizione di un problema. Lo startupper deve innanzitutto mostrare l'esigenza di cui il mercato ha bisogno. Ancora meglio se si fa riferimento ad una certa categoria di consumatori, in modo tale di definire in maniera più accurata la nicchia di mercato in cui si intende entrare.
- *Soluzione:* Dopo aver scaturito nell'ascoltatore il desiderio di risolvere tale problema, il presentatore svela la soluzione, ovvero il proprio prodotto o servizio offerto. Egli indica come la propria idea di business mira a soddisfare tale bisogno, evidenziando in modo chiaro quale sia il valore offerto ai clienti;
- *Mercato:* A questo punto si passa a delineare in maniera precisa il mercato target, sia in termini qualitativi che quantitativi, ovvero tutte le persone che potenzialmente potrebbero acquistare il tuo prodotto. I dati forniti in questa sezione possono tornare utili per giustificare le previsioni dei profitti.
- *Comparazione con i competitor:* Dopo aver spiegato cosa si vuole vendere e a chi lo si vuole vendere, lo startupper deve illustrare perché la propria offerta è migliore dei competitor (solitamente tramite una tabella, che descriva sotto quali aspetti il proprio prodotto è superiore a quello della concorrenza). In questo step non si deve cercare di dimostrare che non esistano competitor che offrono un prodotto simile al nostro, o che comunque soddisfano lo stesso bisogno. La presenza di competitor significa che vi è un mercato per la nostra idea di business, e che quindi la nostra idea può risultare profittevole.

- *Business model*: Sezione prettamente tecnica della presentazione, nella quale il promotore illustra come sia strutturato il business model della propria start-up, ed in particolare come intende monetizzare la propria idea, definendo il revenue model del progetto. Se sei in cerca di un investimento è fondamentale far capire agli investitori come intendi generare un guadagno dal tuo progetto.
- *Road map*: Per realizzare il progetto, è necessario definire passo per passo le attività da svolgere. La road map ha infatti la funzione di definire le milestone, ovvero le attività fondamentali per lo sviluppo del progetto e le relative tempistiche, in modo che l'investitore abbia le idee più chiare sul percorso di sviluppo del progetto.
- *Financials*: I financials riassumono all'interno di una slide i dati finanziari maggiormente rilevanti. Per maggiori dettagli circa il piano finanziario del progetto si fa riferimento ad un altro documento, che sarà trattato successivamente.
- *Richiesta*: La richiesta di fundraising è il motivo primario per cui un pitch viene creato. Dopo aver attirato l'attenzione degli investitori, lo startupper chiarisce l'ammontare dei fondi necessari per realizzare il progetto, e l'equity che questo intende offrire in cambio.
- *Team*: Il team è la vera risorsa su cui l'investitore punta, tuttavia all'interno di un pitch è sufficiente inserire i dati anagrafici dei membri, facendo un breve cenno alle loro esperienze. Qualora l'investitore sia interessato realmente al progetto, sarà sicuramente propenso a conoscerli meglio di persona.

3.3 Il financial plan

Dopo che il cliente ha presentato la propria idea all'investitore, BizPlace fornisce a quest'ultimo un documento in formato excel che riassume tutto il piano finanziario della start-up. A differenza del documento precedente, il financial plan viene interamente redatto dal team di BizPlace, ovviamente col supporto della start-up cliente. L'obiettivo di questa carta di lavoro è quella di rendere evidenza all'investitore delle previsioni economico-finanziarie relative ad un orizzonte temporale di 3-4 anni. Grazie ad esso, l'investitore potrà verificare la fattibilità economica e finanziaria dell'idea di business e, successivamente, effettuare il controllo della gestione nel suo complesso, al fine di raggiungere gli obiettivi predefiniti. Il risultato finale sarà quello di ottenere una valutazione, calcolata sulla base delle previsioni economiche effettuate, idonea a rendere appetibile la proposta d'investimento. Di seguito verranno esposte le peculiarità su cui BizPlace ha puntato particolarmente, al fine di rendere il BizPlan un business plan efficace e ad hoc per le start-up digitali.

3.3.1 Le assumption di business

Il BizPlan si apre elencando le assumption di business, ovvero i primi mattoni su cui poi verrà costruita l'intera previsione economico-finanziaria del business. E' necessario infatti che queste siano il più solide possibile, in modo da poter reggere al meglio, e quindi rendere maggiormente veritieri, tutti i dati finanziari che si andranno poi a determinare. “Le assumption sono idee che presumiamo essere vere ancor prima di prendere decisioni. [...] Il business, nella maggior parte dei casi, si verifica in un contesto incerto e le assumption sono necessarie per proseguire con la strategia determinata.”²⁹

Le assumption che possono essere fatte sono molteplici e diverse a seconda della tipologia di business. Possono essere stimate utilizzando informazioni tratte dal mercato di riferimento o, con un metodo decisamente più efficace, raccogliendo le business KPIs (key performance indicators) generati durante un periodo di test, qualora si sia rilasciata una prima versione (ad esempio un MVP), facendo una proiezione delle stesse anche per i periodi futuri. Di seguito si riassumono alcune tipologie di assumption che vengono comunemente considerate:

- *Costi di marketing*: Espresi tramite indicatori, sono estremamente importanti per una start-up digitale. Tali indicatori corrispondono al prezzo da pagare per attuare una campagna di marketing (vedi figura 3-2). I più famosi sono il CPC (cost per click), il CPA (cost per acquisition, o cost per action; una fee da corrispondere qualora il consumatore finale compia una determinata azione), il CPS (cost per sale; il prezzo da pagare per ogni vendita generata dall'annuncio pubblicitario), CPL (cost per lead; prezzo da corrispondere qualora l'utente compili un form o effettui una sottoscrizione). Solitamente, trattandosi di tariffe prestabilite, il calcolo è abbastanza immediato. Tuttavia, qualora la campagna abbia un prezzo fisso, sarà necessario dividere il prezzo per il numero di interazioni ricevute (dati ricavabili dagli analytics). Poniamo il caso che io paghi 100€ per tenere un banner pubblicitario all'interno di un sito internet per una settimana. Se al termine della settimana ho ottenuto 500 click sul mio banner, la CPC per tale campagna di marketing sarà pari a $100 / 500 = 0,20$ € per click. Questi numeri sono importanti perchè sono utili per capire se il business è profittevole. Se ad esempio calcolassimo allo stesso modo il ricavo medio per utente, diventa poi automatico calcolare il profitto medio per utente, andando a sottrarre per l'appunto il costo medio di acquisizione dei clienti dal ricavo medio che da essi deriva.

²⁹ Mukherjee Baishali - Novembre 2017. “Common assumptions made about businesses”
<https://www.entrepreneur.com/article/304199>
(Consultato il 12/09/2018)

- *Pricing*: La determinazione dei prezzi e delle fee da attribuire a ciascun prodotto o servizio offerto.
- *Conversion rate*: Una delle assumption più importanti da fare riguardano i tassi di conversione degli utenti (vedi figura 3-2. Questo aspetto riprende il tema del funnel trattato nel primo capitolo. Si può seguire sia il modello AIDA (awareness, interest, desire, action), ma anche altri altrettanto validi (ad esempio: awareness, acquisition, activation, revenue). I conversion rate sono le percentuali che determinano quanti utenti passano da uno step del funnel a quello successivo
- *Churn rate*: Il tasso di abbandono (vedi figura 3-2), ovvero in media quanti utenti periodicamente smettono di usufruire del servizio. Anche questo dato è preferibile ottenerlo tramite MVP e, se possibile, incrementarlo leggermente, in modo tale da seguire il principio di prudenza.

	2018	2019	2020
Cost/View per Channel			
Cost/view Facebook	1,60	1,70	1,70
Cost/view Adwords	1,40	1,80	2,00
Cost/view Instagram	1,10	1,10	1,10
Cost/view Sail Magazines	0,30	0,45	0,50
Churn Rate			
Churn rate per month	15%	13%	11%
Conversion rates			
Conversion Rate Awareness/Acquisition	4,0%	5,0%	6,0%
Conversion rate Acquisition/Activation	1,0%	1,8%	2,0%

Figura 3-2 Le assumption di business³⁰

- *Gross growth rate*: Opposto al tasso di abbandono, vi è il tasso di crescita lordo. Andando a fare la differenza tra questi 2 si ottiene infatti il tasso di crescita netto (formula 12):

$$NGR = GGR - CR \quad (12)$$

NGR: Net growth rate (tasso di crescita netto)

GGR: Gross growth rate (tasso di crescita lordo)

CR: Churn rate (tasso di abbandono)

³⁰ Dati elaborati dall'utente

Anche per il tasso di crescita lordo si consiglia di fare uso di un MVP per avere delle stime più reali. E' opportuno poi ridurre gradualmente i tassi di crescita (espressi in termini percentuali), perché si presume che la crescita, dopo l'exploit iniziale, tenda ad assestarsi nel tempo.

A livello pratico, il team della start-up cliente deve supportare il team di BizPlace, in quanto si presume che questo sia maggiormente esperto del business model e del mercato.

La forza del BizPlan qui sta proprio nel collegare le stime dei ricavi e dei costi alle business assumption, ottenute in maniera empirica, analizzando i dati generati dall'MVP o talvolta anche dal prodotto vero e proprio già validato sul mercato. Considerando che molti investitori ci hanno confidato di non essere molto confidenti nell'investire in società con meno di 6 mesi di vita, questo processo ha l'obiettivo di rendere maggiormente veritieri i dati esposti nel piano finanziario e quindi ottenere una maggior fiducia nei confronti del venture capitalist.

Nella figura 3-3 viene proposto un caso pratico per capire meglio come giungere alla stima dei ricavi partendo dalle business assumption finora descritte.

Metrics	2019								
	Jan	Q1 Feb	Mar	Apr	Q2 May	Jun	Jul	Q3 Aug	Sep
TOTAL CLIENTS	240	288	346	415	477	548	603	664	730
<i>gross growth rate</i>	25%	25%	25%	25%	20%	20%	15%	15%	15%
<i>churn rate</i>	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
<i>net growth rate</i>	20%	20%	20%	20%	15%	15%	10%	10%	10%
REVENUES	5.130,00	6.156,00	7.387,20	8.864,64	10.637,57	12.233,20	14.068,18	15.475,00	17.022,50
Abbonamenti TOP	1.396,50	1.675,80	2.010,96	2.413,15	2.895,78	3.330,15	3.829,67	4.212,64	4.633,90
Abbonamenti PREMIUM	1.928,50	2.314,20	2.777,04	3.332,45	3.998,94	4.598,78	5.288,59	5.817,45	6.399,20
Abbonamenti BASE	1.805,00	2.166,00	2.599,20	3.119,04	3.742,85	4.304,28	4.949,92	5.444,91	5.989,40

Figura 3-3 Caso pratico di utilizzo di metriche per la stima dei ricavi³¹

Il caso in oggetto riguarda un cliente che intende lanciare un'app che supporti i ristoratori nella gestione e nell'organizzazione del proprio ristorante. Una volta scaricata l'app, il ristoratore, per usufruire del servizio, deve sottoscrivere una delle 3 tipologie di abbonamenti offerti, che in ordine decrescente di prezzo sono: top, premium e base.

Chiaramente per ristoranti di dimensioni grandi è consigliato l'abbonamento top (il più costoso), mentre per ristoranti con pochi coperti e camerieri è sufficiente un abbonamento base (il più economico). Una volta lanciata l'app sul mercato, essa ha iniziato a generare le prime metriche. Abbiamo quindi raccolto questi dati e li abbiamo analizzati. Dopo i primi mesi, il tasso mensile lordo di crescita degli utenti si era attestato intorno al 20%, mentre il tasso di abbandono è ancora prossimo allo 0%. La proiezione del 2019 è quindi stata elaborata fissando un tasso di crescita lordo mensile inizialmente del 25%, il cui incremento rispetto ai dati attuali

³¹ Dati elaborati dall'autore.

è stato giustificato dagli ulteriori investimenti in marketing, che verrebbero realizzati qualora l'investitore decidesse di finanziare il progetto. Nel corso dell'anno tale crescita è stata gradualmente ridotta fino ad arrivare a un 15% negli ultimi mesi dell'anno. Per quanto concerne il tasso di abbandono, ci è sembrato opportuno fissare un 5% mensile a scopi prudenziali. Abbiamo così ottenuto i tassi di crescita netti per ogni mese, con i quali abbiamo determinato per ogni mese il numero di ristoratori. A questo punto, per definire l'ammontare dei ricavi, abbiamo utilizzato un'altra informazione proveniente dalle metriche, ovvero in che percentuale i ristoratori sottoscrivono i vari abbonamenti. Nello specifico, abbiamo notato che essi erano così distribuiti: 15% abbonamenti top, 35% abbonamenti premium e 50% abbonamenti base; ci è sembrato sensato proiettare questa ripartizione anche per i mesi futuri. Infine, come si può ragionevolmente dedurre, abbiamo calcolato il ricavo mensile per ogni tipo di abbonamento. Dal lato dei costi, il lavoro da svolgere è semplificato dal fatto che il processo di determinazione dei costi non prevede, come invece accade nei ricavi, la convalidazione delle assumption. Difatti una delle prime richieste che si fanno al cliente è quella di stilare un piano dei costi, basato su come essi intendono investire i fondi che l'investitore metterebbe a loro disposizione. Proprio a questo riguardo, ci è capitato che un investitore, dopo aver preso visione della documentazione che gli avevamo fornito, ci abbia richiesto espressamente di fornire un prospetto che delineasse le spese sostenute usando le risorse fornite da questo, evidenziando in maniera diversa quelle per cui si sarebbe fatto ricorso ai flussi di cassa generati dal progetto. Abbiamo quindi ripreso in mano il lavoro ed abbiamo prontamente aggiunto un foglio che rappresentasse quanto richiesto dall'investitore.

Metrics	Q4			Q1		
	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar
COSTS	21.000,00	21.100,00	21.100,00	25.800,00	23.300,00	23.300,00
Marketing	5.400,00	6.000,00	6.000,00	5.200,00	5.200,00	5.200,00
Marketing per Facebook	2.000,00	2.300,00	2.300,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00
Marketing per Adwords	2.000,00	2.300,00	2.300,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00
Marketing per Instagram	1.400,00	1.400,00	1.400,00	1.200,00	1.200,00	1.200,00
Marketing per Sail Magazines Merchandise						
IT	5.600,00	5.600,00	5.600,00	7.000,00	7.000,00	7.000,00
Server & Hosting	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00
CTO	3.500,00	3.500,00	3.500,00	3.500,00	3.500,00	3.500,00
CIO	1.800,00	1.800,00	1.800,00	1.800,00	1.800,00	1.800,00
JUNIOR SW 1				1.400,00	1.400,00	1.400,00
JUNIOR SW 2						
G&A	2.000,00	1.500,00	1.500,00	4.000,00	1.500,00	1.500,00
Accounting Services				500,00		
Legal				1.000,00		
Office rent	1.500,00	1.500,00	1.500,00	1.500,00	1.500,00	1.500,00

Figura 3-4 Investment assumption³²

Nella figura 3-4 viene proposto quanto sopra detto. I numeri in rosso si riferiscono per l'appunto ai costi che, in caso di esito positivo dell'operazione, verrebbero finanziati dall'apporto dell'investitore (in questo caso pari a 100.000€). Dopo il primo anno di vita, una volta terminato questo budget, si farà ricorso all'autofinanziamento, il quale viene comunque stabilito calcolando i flussi di cassa generati durante il primo esercizio.

Sempre per quanto concerne i costi abbiamo inserito un piccolo grafico a torta che esprimesse in che modo i soldi venissero spesi. Questa richiesta è dovuta al fatto che alcuni investitori hanno alcuni parametri che desiderano seguire. Ad esempio, questo avevo esplicitamente richiesto che i costi di marketing fossero intorno al 35% delle spese totali, e che le spese amministrative si limitassero all'affitto dell'ufficio e dei servizi strettamente necessari al corretto sviluppo del business, azzerando gli stipendi per i membri del team. Opinione più che condivisibile, dal momento che sarebbe più corretto che i promotori del progetto venissero retribuiti soltanto in caso di successo della propria idea, tramite gli eventuali dividendi.

3.3.2 Il funnel di marketing

Come già descritto nel primo capitolo, i funnel di marketing sono modelli che aiutano a comprendere il percorso tramite il quale gli utenti diventano clienti. Per fare questo, la società ha bisogno di fare attività di lead generation, ovvero trovare persone che siano interessate alle

³² Dati elaborati dall'autore

attività svolte dall'azienda. Nel caso di una start-up digitale, questo si traduce nel capire su quale canale di marketing puntare, per raggiungere un bacino di clienti potenziali che sia il più grande possibile. A tal fine tornano utili le metriche descritte nel paragrafo precedente, le quali possono essere efficacemente utilizzate anche per analizzare il comportamento dei propri utenti e comprendere, a livello quantitativo, il funzionamento del funnel di marketing.

Come funnel, BizPlace ha deciso di adottare un funnel a 4 step (awareness, acquisition, activation, revenue) da inserire all'interno del BizPlan. Per quanto riguarda l'awareness, i dati relativi sono ricavabili dagli analytics ottenuti attraverso le campagne di marketing. Nel periodo di test è fondamentale comprendere quale canale (es. YouTube, Instagram, Facebook, AdWords, ecc.) ci consente di raggiungere il maggior numero di potenziali clienti, con il minor costo possibile. Per quanto concerne gli altri step invece, i dati sono desumibili dalle attività registrate sul proprio sito web, app, piattaforma, ecc.

Se ad esempio fossimo una start-up che offrisse un servizio di delivery tramite app, potremmo inizialmente decidere di lanciare una campagna marketing su AdWords. Tuttavia se i risultati ottenuti non dovessero essere convincenti, per il mese successivo potremmo optare per investire maggiormente sul canale Instagram (awareness). Una parte di questi potenziali clienti, una volta visualizzato il contenuto pubblicitario, decidono di installare la nostra app (acquisition). Qualcuno, dopo averla scaricata, potrebbe aver cambiato idea, oppure potrebbero rendersi conto che in realtà non sono realmente interessati al servizio. Tuttavia alcuni di essi saranno invece ancora entusiasti del servizio e decideranno di compilare il form di registrazione (activation). L'ultima fase è quella in cui gli utenti che si sono precedentemente registrati, procederanno ad effettuare il loro primo ordine (revenue).

Analizzando le metriche quindi, saremo in grado di stimare i tassi di conversione effettivi tra uno step e l'altro. Questo meccanismo ci consente di capire quanti utenti possiamo raggiungere per ogni 1€ speso in pubblicità, ma soprattutto è utile per comprendere se il ricavo medio che si ottiene per utente sia maggiore del costo medio che abbiamo dovuto sostenere per attirarlo.

3.3.3 La scenario analysis

Durante la loro fase di crescita, le start-up procedono lungo un percorso decisamente imprevedibile. Diventa estremamente utile ipotizzare diversi scenari futuri probabili, dal più floreale al più pessimistico. Per questa ragione abbiamo deciso di includere, all'interno del BizPlan, una scenario analysis che ipotizzi i diversi possibili andamenti futuri (figura 3-5).

Assunzioni di Business			2019												
Scenari	Metriche	Segmento su Totale	Q1			Q2			Q3			Q4			
			Gen	Feb	Mar	Apr	Mag	Giu	Lug	Ago	Set	Ott	Nov	Dic	
	Ristoranti	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
	Appartamenti	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
	Numero Palestre														
	Numero Totale Palestre	100%													
Pessimista	Clienti		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Base	Clienti		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Ottimista	Clienti		2	4	6	8	10	12	14	16	18	20	22	24	
	Tasso di crescita palestre														
Pessimista	Clienti		0,00%	100,00%	50,00%	33,33%	25,00%	20,00%	16,67%	14,29%	12,50%	11,11%	10,00%	9,09%	
Base	Clienti		0,00%	100,00%	50,00%	33,33%	25,00%	20,00%	16,67%	14,29%	12,50%	11,11%	10,00%	9,09%	
Ottimista	Clienti		0,00%	100,00%	50,00%	33,33%	25,00%	20,00%	16,67%	14,29%	12,50%	11,11%	10,00%	9,09%	
	Segmento 1	15%													
Pessimista	Clienti		0	0	0	1	1,0	1	1	1	1	2	2	2	
Base	Clienti		0	0	0	1	1,0	1	1	1	1	2	2	2	
Ottimista	Clienti		0	1	1	1	2,0	2	2	2	3	3	3	4	
	Segmento 2	25%													
Pessimista	Clienti		0	1	1	1	1,0	2	2	2	2	3	3	3	
Base	Clienti		0	1	1	1	1,0	2	2	2	2	3	3	3	
Ottimista	Clienti		1	1	2	2	3,0	3	4	4	5	5	6	6	
	Segmento 3	50%													
Pessimista	Clienti		1	1	2	2	3,0	3	4	4	5	5	6	6	
Base	Clienti		1	1	2	2	3,0	3	4	4	5	5	6	6	
Ottimista	Clienti		1	2	3	4	5,0	6	7	8	9	10	11	12	

Figura 3-5 Lo scenario analysis³³

Si parte dall'ipotesi di base, ovvero quella che, una volta definite le assumption precedentemente trattate, è quella che rappresenta il risultato che è più probabile che si verifichi. Successivamente si passa ad ipotizzare uno scenario migliore (scenario ottimistico) ed uno peggiore (scenario pessimistico), rispetto a quello di base. Talvolta è possibile considerare anche 4-5 scenari ma per semplicità ne consideriamo 3.

Affinché la scenario analysis abbia una maggior valenza, è sconsigliato applicare un semplice incremento e decremento percentuale alle stime dello scenario base. Conviene piuttosto ipotizzare eventi concreti futuri che possono migliorare o peggiorare l'ipotesi di base. Ad esempio, se la start-up avesse tra gli obiettivi quello di stringere una partnership, nello scenario ottimistico si potrebbero inserire i benefici economici che la società trarrà da tale partnership. Nel caso opposto, qualora vi sia un rischio a cui la start-up possa andare incontro, è prudentiale andare a considerare, nello scenario pessimistico, l'impatto negativo che questo potrà causare. Un'altra ipotesi può essere quella della figura 3-6 dove viene ipotizzato un diverso tasso di crescita (fattore importante, dal momento che l'obiettivo delle start-up digitali è la scalabilità, e quindi la crescita dei numeri di business) per ogni scenario.

In conclusione, la scenario analysis è uno strumento utile, in quanto fornisce ulteriori dati all'utilizzatore finale del business plan circa i possibili eventi futuri. L'utilizzatore avrà poi la facoltà di modificare le probabilità che tale scenari accadano, o anche di determinarli lui stesso, qualora non siano stati definiti dal promotore del progetto. Dopodiché questi dati verranno utilizzati per calcolare in maniera più accurata il valore della start-up, come ad esempio accade con il First Chicago Method trattato all'interno del secondo capitolo.

³³ Dati elaborati dall'autore

3.3.4 BizPlace valuation method

L'ultimo step del BizPlan è quello di andare a calcolare in termini economici il valore della start-up in oggetto, dando per assunti tutti i dati e le stime precedentemente esposte. BizPlace ha ideato un metodo di valutazione che per molti versi riprende il Venture Capital Method, mentre per altri il First Chicago Model.

La fase iniziale riguarda la stima dei flussi di cassa che l'investitore riceverà durante l'orizzonte temporale determinato. Questi sono calcolati utilizzando i dati presenti nei fogli precedenti. Si va quindi a costruire il classico scalare il cui risultato finale sia il free cash flow (FCF). Per quanto concerne il valore del disinvestimento finale, abbiamo deciso di utilizzare il metodo dei multipli. Nello specifico, abbiamo visto che la valutazione media delle start-up digitali è pari a 4 volte il valore dell'EBITDA. La figura 3-6 mostra come tutti questi calcoli vengono formalizzati all'interno del BizPlan.

INVESTMENT RETURN											
Company valuation	% of equity owned	IRR	Free Cash Flows								
			Equity Investment								
			0	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Q7	Q8
			€ 20.000		50.000,00 €						
700.000 €	10%	21,34%	-€ 20.000	625,38 €	50.740,18 €	1.549,69 €	1.565,67 €	1.331,22 €	538,25 €	552,19 €	1.337,30 €
Terminal value = 4x EE	4,00x										
Terminal Value	1.046.957,95 €										

Figura 3-6 BizPlace Valuation Model³⁴

Si tratta di un sistema estremamente flessibile che permette di aggiornare costantemente il TIR dell'operazione per l'investitore. In particolare, abbiamo assunto come obiettivo quello di presentare dei dati che garantiscano all'investitore un TIR compreso tra il 20% e il 30%, leggermente superiore alla media del mercato. Ad esempio, nel caso fornito sopra, si è deciso di suddividere la richiesta di 70.000€ in due tranches, una prima da 20.000€ subito ed una dopo sei mesi da 50.000€, col fine di offrire all'investitore un TIR maggiore. Un'altra variabile che modifica il TIR è la quota societaria che si intende cedere all'amministratore. Il TIR infatti non viene calcolato sul totale dei flussi di cassa, ma su una percentuale, pari proprio alla percentuale di partecipazione che si sta offrendo.

Una volta attribuita la percentuale che offra il TIR obiettivo prima esposto, il calcolo della valutazione è conseguente. Nel caso sopra riportato, in cambio di un investimento totale di

³⁴ Dati elaborati dall'autore

70.000€ si stanno offrendo il 10% delle quote partecipative, in modo tale da prevedere un TIR del 21,34%. Ciò significa che la valutazione della start-up è approssimabile a 700.000€.

4. Conclusioni

Un'impresa per poter crescere e gestire nell'ordinario tutte le proprie attività ha bisogno di un'attenta pianificazione. Nel caso di una start-up, dopo aver effettuato una pianificazione di tipo operativo, per capire come sviluppare il business, è altrettanto importante effettuare anche una pianificazione a carattere finanziario. Attività che si rende necessaria considerando che la start-up nelle primissime fasi opera con un capitale limitato e che allo stesso tempo deve promuovere la propria idea agli investitori. Date queste premesse, è ragionevole adottare uno strumento di pianificazione diverso a seconda del tipo di impresa.

I primi due capitoli, a stampo prettamente teorico, hanno avuto la funzione di fornire al lettore un'infarinatura generale circa la tematica trattata dal presente lavoro di tesi. Nel primo capitolo è stata descritta la funzione e la struttura del business plan, mentre nel secondo il focus si è spostato sul rapporto tra startupper e investitore.

Nell'ultimo capitolo, il caso pratico, è stata in principio raccontata la storia e l'evoluzione del business di BizPlace, società che aiuta le start-up in cerca di un finanziamento per far partire la propria impresa. Siamo partiti dalla nascita fino ad arrivare a descrivere le attuali service line in cui BizPlace opera, tra queste abbiamo fatto particolare riferimento al core business, che riguarda esclusivamente la redazione della documentazione e la successiva presentazione della stessa agli investitori partner.

Si è passato poi a descrivere tutto il processo che si svolge insieme al cliente. Inizialmente questo presenta un suo pitch a BizPlace, che ne analizza la completezza e suggerisce eventuali modifiche sia di carattere tecnico che figurativo. Tuttavia, nelle casistiche ordinarie, il pitch non subisce grandi cambiamenti, essendo comunque un documento che ha l'obiettivo di descrivere il progetto del cliente.

La quasi totalità del lavoro che svolge BizPlace riguarda la redazione del financial plan. Un piano pluriennale che descrive le previsioni finanziarie del progetto, descrivendone e validandone le ipotesi. Il primo tema trattato è stato proprio quello della validazione delle assumption di business, attività svolta principalmente utilizzando le metriche generate dalla start-up nei primi mesi di vita (valutando eventuali circostanze particolari). Metriche che, come abbiamo visto, sono dati estremamente utili sia per la previsione dei ricavi che per l'analisi dell'efficacia del digital marketing. Siamo successivamente passati a descrivere la scenario analysis, uno strumento che BizPlace ha deciso di implementare sotto consiglio di un investitore partner, e che serve a mitigare ulteriormente il rischio in fase di valutazione. In conclusione, è stato esposto il metodo di valutazione che BizPlace applica ai progetti seguiti, che, come

abbiamo visto, per certi versi risulta essere una via di mezzo tra il Venture Capital Method ed il First Chicago Model.

La capacità di analisi del contesto, la visione innovativa ed il pragmatismo del team di BizPlace hanno permesso di sviluppare nel tempo una metodologia di pianificazione da applicare alle start-up digitali, applicata in contesti diversi a seconda del mercato e della tipologia di business. Parallelamente è stato sviluppato un business plan che venisse costantemente implementato dalle esperienze avute con i clienti e dai confronti intrattenuti con gli investitori, con l'obiettivo di percepire e quindi inserire all'interno di tale business plan, le informazioni maggiormente funzionali al fundraising.

5. Bibliografia

Ackoff Russel Lincoln – A concept of corporate planning (1969, Wiley-Interscience)

Blank Steve, Dorf Bob - The startup owner's manual: The step-by-step guide for building a great company company (2015)

Borello Kingsley A. - Excellent business plan. Come pianificare una startup, sviluppare un'impresa e monitorare la performance (2015, Hoepli Editore)

Cumming Douglas, Schwienbacher Armin – Venture Capital: Investment, Strategies, Structures, and Policies (2010)

Fazzini Marco – Due diligence (2015, Wolters Kluwer)

Feld Brad, Mendelsono Jason – Startup e venture capital. Guida ai segreti di un rapporto ad alto potenziale (2014, FrancoAngeli)

Ford Brian R., Bornstein Jay M., Pruitt Patrick T. – Come si prepara un business plan. La guida Ernst & Young (2008, Tecniche Nuove)

Kawasaki Guy – The art of the start (2004, Portfolio)

Meola Antonio, Antonelli Roberto – Pianificazione strategica, controlli e PEG nella pubblica amministrazione locale (2006, Franco Angeli Edizioni)

Rija Maurizio – Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese. Dall'analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica (2012, Franco Angeli)

6. Sitografia

<https://geo.consulting/morsi-di-marketing/strumenti-di-lavoro/modello-di-abell-area-strategica-di-affari/>

(G&O Marketing Consulting - Il modello di Abell e l'area strategica di affari)

<https://www.smartinsights.com>

(Smart Insights – The AIDA Model)

<https://www.economyup.it>

(EconomyUp - Business model, definizione)

<https://coachcity.it>

(Coach City - Business Model Canvas | Fare strategia per il tuo modello di business)

<https://www.b2corporate.com>

(B2Corporate - Tutto sulla break even analysis)

<https://www.forbes.com>

(Daniel Lambert, Forbes - Three ways to become a better startup CEO)

<http://www.cndcec.it>

(Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili – Linee guida alla redazione del business plan)

<http://www.assogestioni.it>

(AssoGestioni – Il rischio finanziario)

<http://www.infodata.ilsole24ore.com>

(Rusconi Gianni, Il Sole 24 Ore - Startup: i dieci numeri (e i dieci grafici) che raccontano il 2017)

<https://www.mondopmi.com>

(Redazione MondoPMI - Dati startup innovative: il primo trimestre 2018. L'analisi di InfoCamere e del MISE sulle startup innovative)

<http://corriereinnovazione.corriere.it>

(Corriere Innovazione – Fondi, angel e club degli investitori. Ecco come far nascere una startup)

<https://www.privco.com>

(PrivCo Knowledge Bank – The private company life-cycle)

<https://www.slideshare.net>

(Swiss Confederation, Commission for Technology and Innovation CTI – Evaluation and due diligence of business angels investments)

<https://bothsidesofthetable.com>

(Mark Suster – The importance of proprietary deal flow in early-stage VC)

<https://www.marchina.net>

(Marchina Consulting - 9 Criteri di valutazione di una startup, il metodo Berkus)

<http://www.vernimmen.net>

(Desaché Guillaume - How to value a start-up? The use of options to asses the value of equity in start-ups)

<http://web.tiscali.it>

(Lanzavecchia Roberto – L'utilizzo delle opzioni reali per valutare imprese e progetti ad alto rischio)

<https://www.entrepreneur.com>

(Mukherjee Baishali - Common assumptions made about businesses)

<https://www.pmi.it>

(Floriana Giambarresi – La pianificazione strategica aziendale)

<https://www.borsaitaliana.it>

(Formazione sotto la lente – Cos'è il piano industriale?)

http://www.ilsole24ore.com/pdf2010/SoleOnLine5/_Oggetti_Correlati/Documenti/Norme%20e%20Tributi/2011/06/guida-mettersi-in-proprio/domanda/business-plan.pdf

(Il sole 24 Ore – Il Business Plan)

<https://www.economyup.it>

(EconomyUp – Minimum Viable Product (MVP)-definizione)

https://www.sanmicheli.gov.it/drupal/sites/default/files/materiali_didattici_utili/012016%20Business%20Plan%20versione%20scuole.pdf

(Unicredit – Il Business Plan e il Piano Operativo)

<https://www.businessmodelcanvas.it/business-model-canvas/>

(Business Model Canvas. Per modelli di business che funzionano davvero)

<https://startup-news.it>

(Rais Roberto – Guida al business plan: il piano operativo (parte 9))

<https://progettodibusiness.com>

(Progetto di business – Linee guida e consigli per un Business Plan efficace)

<https://www.iusinaction.com>

(Costa Daniele – Capitale di rischio e di debito nelle startup)

<https://www.startupbusiness.it>

(Startup Business – Due diligence della startup, cos'è e cosa valutano gli investitori)

<https://berkonomics.com>

(Berkus Dave – The Berkus Method – Valuing the early stage investment)

<http://www.angelpartnergroup.com>

(Tartaglione Ludovica – La valutazione di una startup e il venture capital method)

<https://www.venionaire.com>

(Venionaire Capital – Venture valuation-First Chicago Method)

<http://www.previti.it>

(Avv. Milena Prisco – Il ritorno dell'investimento: la liquidation preference)

<http://www.altalex.com>

(Redazione Altalex – Startup: i piani di incentivazione alternativi)

<https://mashable.com>

(Clark Bill – 8 important term sheet items to evaluate before investing in a startup)

<https://medium.com>

(Medium – Understanding the Investor Term Sheet (Part 1))

7. Abstract

Il Business Plan

Per dare vita ad un'idea di business occorre fare uso della pianificazione, ovvero la capacità di ragionare orientati al futuro, definendo i propri obiettivi, stabilendo le modalità per conseguirli, individuando e valutando i fattori che possono condizionarne l'effettivo raggiungimento. Gli strumenti che vengono maggiormente utilizzati a tale scopo sono il piano industriale ed il business plan. Termini quasi sinonimi tra loro, la differenza sostanziale sta nell'ambito d'applicazione. Il business plan viene principalmente utilizzato nella fase di start-up dell'impresa, o nella valutazione di singoli progetti aziendali, mentre il piano industriale riguarda la pianificazione pluriennale per un'impresa già matura. Il business plan rappresenta, nella sua globalità, un progetto imprenditoriale, le linee strategiche e le relative informazioni di carattere patrimoniale, economico e finanziario. Il business plan comprende sia una parte qualitativa (analisi del mercato e della concorrenza) sia una parte quantitativa (break even point analysis, stima del fabbisogno finanziario, revenue model). Per redigere un Business Plan non esiste una vera e propria struttura standardizzata. Tuttavia gli elementi che solitamente lo compongono sono:

- *Executive summary*: Presentazione del progetto che al suo interno racchiude le informazioni maggiormente rilevanti.
- *Prodotto/servizio*: Una breve panoramica sulle utilità dell'utilità che il proprio prodotto/servizio è in grado di offrire, il prezzo, la modalità di vendita e lo stato attuale di sviluppo.
- *Analisi del mercato*: individuazione del mercato nel quale verrà lanciato il prodotto, evidenziandone al suo interno il gruppo di consumatori a cui ci si vuole rivolgere. L'analisi del mercato deve includere anche i competitor presenti all'interno del mercato e quelli potenziali.
- *Piano di marketing*: La strategia di marketing si concentra sui canali da utilizzare per poter coinvolgere, all'interno del proprio "imbuto di conversione" (conversion funnel), un bacino più ampio possibile di utenti.
- *Business model*: Descrive come l'azienda intende creare valore per i potenziali clienti. Sono incluse nel business model anche eventuali partnership con società terze, enti, competitor e clienti. Lo strumento solitamente utilizzato per rappresentare il business model è il Business Model Canvas.

- *Piano operativo*: Programma dettagliato con cui l'impresa rende noto a tutti i suoi stakeholder come intende raggiungere i propri obiettivi. Il tutto scandito da tempistiche ben determinate.
- *Piano finanziario*: La parte strettamente quantitativa del business plan, solitamente riassunta all'interno di un file excel. Si tratta principalmente di previsioni economico-finanziarie, presentate attraverso gli schemi contabili tradizionali, anche in forma riclassificata o semplificata. L'utilizzo di tali strumenti infatti non obbliga la startup a dover presentare il piano finanziario del proprio progetto con la necessità di aderire a formalità o a principi contabili. A supporto delle previsioni economiche ci sono delle assunzioni di base, le cosiddette "assumption", fondate su dati di business esplicitati in precedenza. Un'altra analisi importante che è utile svolgere è quella che riguarda il break even point, la quantità minima di prodotti che occorre vendere affinché si voglia ottenere un profitto positivo. Al termine della redazione del piano economico, dopo aver calcolato gli utili/perdite previsti, si passa al calcolo dei flussi di cassa, solitamente in uscita nel primo periodo ed in entrata successivamente.
- *La richiesta d'investimento*: Normalmente la cifra che si va a richiedere è quella necessaria per coprire il fabbisogno finanziario calcolato precedentemente nel piano finanziario. Ovviamente, in cambio delle risorse finanziarie, vengono offerte agli investitori delle quote della società neonata o nascita. Questa è la parte che in un certo senso apre le trattative tra investitori e promotori del progetto. Trattative che potrebbero includere anche dei traguardi intermedi (le milestone)
- *Il team*: Il team è il fattore che, più dell'idea, deve convincere l'investitore a concedere il finanziamento. È opportuno presentare ogni membro del team, evidenziandone: il percorso formativo, le esperienze lavorative passate ed il ruolo che svolgono all'interno dell'azienda. Ovviamente in una start-up non si presume avere un team di molte persone, ma vi è la necessità, in particolar modo nel mondo digital, di 3 figure essenziali, tutte con competenze complementari tra loro. Innanzitutto il CEO (Chief Executive Officer), l'amministratore delegato della società, il CMO (Chief Marketing Officer), il capo del marketing, e il CTO (Chief Technology Officer), il responsabile di tutta la parte tecnologica e informatica dell'organizzazione.

Come già detto in precedenza, non esistono standard né leggi da seguire per la redazione di un business plan. Tuttavia il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili ha individuato alcuni principi a cui il commercialista dovrebbe ispirarsi in sede di impostazione e realizzazione di un documento aziendale a carattere pianificatorio e previsionale. Tali principi generali concernono l'atteggiamento mentale e la motivazione che

devono animare il redattore in sede di predisposizione del suddetto piano. I principi generali di redazione del business plan sono 7:

- *Il principio di chiarezza:* Il business plan è chiaro quando è facilmente comprensibile e di facile lettura. Così facendo l'interlocutore può comprendere più agevolmente l'idea imprenditoriale.
- *Il principio di completezza:* Il business plan deve essere completo, è necessario includere ogni informazione ritenuta rilevante per l'effettiva comprensione del progetto. La completezza deve essere sia sostanziale (l'analisi economica non debba limitarsi agli elementi propri dell'iniziativa stessa, ma deve includere e studiare anche le eventuali interferenze che potrebbero manifestarsi con l'ingresso dell'organizzazione in un nuovo ambiente e contesto) che formale (completezza dei contenuti documentali).
- *Il principio di affidabilità:* Una procedura, per essere affidabile, deve innanzitutto partire da una raccolta di dati che sia documentata, successivamente questi dati devono essere elaborati in maniera sistematica ed infine l'analisi svolta deve essere controllabile.
- *Il principio di attendibilità:* Per attendibilità si intende che ci sia compatibilità e coerenza tra i singoli elementi del business plan, ma anche tra questi ed il piano stesso nella sua interezza. Un altro aspetto sotto cui è misurabile l'attendibilità di un business plan, riguarda la tipologia e l'impiego di risorse qualificate, la cui combinazione definisce il ciclo produttivo dell'attività. Questa verifica di attendibilità sulla scelta e allocazione delle risorse si svolge verificando la disponibilità delle risorse necessarie e la fattibilità della combinazione tra di esse.
- *I principi di neutralità e trasparenza:* Nella redazione del piano si deve essere il più oggettivi e neutrali possibile. I criteri da seguire devono essere obiettivi e ponderati, particolarmente nella fase previsionale del piano. Il principio di trasparenza riprende in parte i principi di chiarezza e di affidabilità già trattati. La trasparenza del business plan si verifica principalmente attraverso la consultazione dei fogli di lavoro e l'identificabilità delle fonti di tutti i dati utilizzati.
- *Il principio di prudenza:* Principio che sostanzialmente ripropone quello applicato nei bilanci d'esercizio. Tuttavia, un business plan troppo prudente rischia di abbassare eccessivamente il rendimento atteso del progetto, rendendolo meno allettante per gli investitori e portando quindi ad un risultato opposto a quello che è l'obiettivo del business plan. Questo principio implica l'adozione di valutazioni ragionevoli e di spiegazioni adeguate sui criteri adottati.

Per decenni il business plan si è rivelato uno strumento estremamente utile e continua tutt'oggi a esserlo per molte aziende. Facilita la misurazione e lo studio della performance aziendali. L'analisi degli scostamenti semplifica l'individuazione di eventuali inefficienze ed indirizza al

meglio l'attività produttiva futura. La funzione principale del business plan tuttavia rimane il reperimento di fondi di cui le start-up hanno bisogno.

Startup digitali e investitori

Questo lavoro intende concentrarsi sulle start-up innovative, ovvero imprese nei primi anni di vita, che offra un prodotto a contenuto innovativo. In Italia, il numero delle start-up innovative iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese è pari a 8.897 (dati di InfoCamere e del MISE, aggiornati al 31 Marzo 2018), in crescita del 6% rispetto al 2017. In particolare, la regione col numero maggiore è la Lombardia (2.132), seguita dal Lazio (911), dall'Emilia Romagna (884) e dal Veneto (822).

Queste start-up ricevono finanziamenti da parte di diverse categorie di investitori.

La raccolta di capitali è il momento più importante nella fase di lancio di una start-up, che in tal caso avvengono esclusivamente tramite capitale di rischio, in quanto la start-up, essendo ancora giovane, non dispone delle garanzie adatte per ottenere un prestito. Il capitale di rischio che viene conferito alle start-up può essere di origine pubblica o privata. Soprattutto nel caso del privato, questa tipologia d'investimento non si esaurisce in un semplice apporto di capitali, da cui ci si attende ricevere dividendi e profitti futuri. È una tipologia d'investimento ben diversa, che richiede una maggior attività e coinvolgimento dell'investitore stesso, in termini di sinergie tra la start-up e le risorse e le competenze attualmente in possesso dell'investitore. In questo campo, le categorie di investitori più frequenti sono i venture capital ed i business angel, ma anche altri fondi d'investimento, piattaforme di crowdfunding, nonché acceleratori ed incubatori. A seconda del tipo d'investitore, sarà diverso sia il rapporto tra questo e la start-up, sia la metodologia d'apporto di risorse. Tra questi prevalgono business angel ed i fondi di venture capital. I venture capitalist sono gli investitori effettuano investimenti di importo maggiore, utilizzando fondi raccolti dal pubblico. A differenza dei fondi di venture capital, i business angel sono persone fisiche che investono in startup utilizzando il proprio patrimonio. Questi sono investitori informali, solitamente manager o ex-manager, con una buona capacità imprenditoriale. Una volta raggiunto il break even point, il progetto comincerà a rivelarsi profittevole ed affidabile, l'impresa potrà iniziare a definirsi in via di maturazione e di conseguenza avrà più facilmente accesso al capitale di debito.

Il processo d'investimento in start-up inizia col cosiddetto "deal flow", fase in cui gli investitori ottengono informazioni e documentazioni sulle start-up in cerca di capitali. In questo step, gli investitori hanno modo di prendere in considerazione tutte le start-up che rispettino i requisiti prestabiliti (tipologia di business, area geografica, tecnologie utilizzate, ecc.), le quali verranno via via scremate durante le fasi successive. Dopo aver raccolto un bacino di potenziali startup

su cui investire, l'investitore avvia lo screening, in cui viene effettuata una prima selezione dei progetti precedentemente individuati, basata su uno studio di fattibilità, non solo riguardante la redditività del progetto ma anche la scalabilità dello stesso. Altre considerazioni importanti che vengono fatte in fase di screening riguardano le possibili sinergie che si potrebbero innescare tra i progetti e gli attuali partner dell'investitore. Dopo aver catturato l'interesse dell'investitore, inizia un periodo chiamato "due diligence", un'indagine conoscitiva tramite cui vengono raccolte informazioni sulla start-up, al fine di valutarne in modo più consapevole le relative opportunità e le criticità. Molti degli elementi che vengono valutati in questa sede sono quelli che sono stati precedentemente presentati e che sono all'interno del business plan.

Se anche dopo il periodo di due diligence l'investitore conferma il proprio interesse nei confronti della start-up, questo passa ad effettuarne la valutazione. Esistono 2 tipi di valutazione, quella "pre-money" e quella "post-money" a seconda che si vada a calcolare il valore della start-up prima o dopo l'apporto di capitali da parte dell'investitore. Inoltre, per effettuare tali valutazioni, esistono diversi metodi. Uno di questi è il Venture Capital Method, il quale si pone l'obiettivo di ottenere un ROI pari ad almeno 10 volte l'importo investito per ogni operazione, assumendo che su un portafoglio di 10 start-up, 9 di queste falliscano o comunque non riescono a raggiungere risultati tali da poter ripagare l'investimento. Successivamente si stima il terminal value della start-up al termine dell'orizzonte temporale considerato, attraverso il metodo dei multipli.

Il First Chicago Model riprende e, sotto certi punti di vista, supera il Venture Capital Method. In questo caso si inizia ipotizzando 3 diversi scenari futuri, stimandone le relative previsioni finanziarie. Si passa poi alla stima del terminal value in maniera analoga al metodo precedente. Successivamente l'investitore determina un tasso annuale di rendimento che intende ottenere dall'operazione, prendendo in considerazione la rischiosità del progetto, e lo utilizza per attualizzare i flussi di cassa ed il terminal value. Viene infine attribuite le probabilità di accadimento ai diversi scenari, in modo da poterne calcolare una media ponderata.

Un altro metodo è quello di Berkus, basato principalmente sui rischi riguardanti al progetto. Questo modello si basa sull'assegnare un valore economico a 5 diversi tipi di rischio: il rischio di business, il rischio di esecuzione, il rischio tecnologico, il rischio di mercato e il rischio finanziario o di produzione. Più l'imprenditore sarà riuscito a minimizzare tali rischi, più alti saranno i valori attribuiti. (max 500.000€ ciascuno). Per trovare il valore della start-up è infine necessario sommare tutti gli importi.

L'ultimo metodo trattato, quello delle opzioni reali, considera un fattore di incertezza legato alle decisioni future del management. La teoria delle opzioni reali riconduce tutte queste possibili decisioni ad un portafoglio di opzioni. Il concetto di opzione può quindi essere

applicato alle scelte che deve prendere il management in merito ad un progetto. In questo caso il premio da pagare è l'investimento iniziale. In tal caso, le opzioni call sono paragonabili ad opportunità di incrementi futuri dell'investimento, mentre le opzioni put esistono qualora vi sia l'eventualità di poter abbandonare o sospendere il progetto qualora non vada come previsto.

Dopo la due diligence, qualora l'investitore fosse ancora interessato al progetto, si passa alla negoziazione. Ovviamente, in tale occasione, l'offerta iniziale dell'investitore dipenderà in gran parte dalla valutazione appena effettuata. Solitamente a trattativa in corso si usa redigere un "term sheet", che ha lo scopo di confermare l'intenzione tra le parti di proseguire con le contrattazioni e di semplificarne il percorso. Trattandosi di una lettera d'intenti, questo documento non pone vincoli legali alle parti. In Italia attualmente non vi è un modello standard, esso varia infatti a seconda della tipologia di investitore coinvolto nell'operazione. Tuttavia esistono alcuni aspetti salienti, presenti in quasi tutti i term sheet:

- *Valutazione*: è necessaria per stabilire il prezzo che l'investitore dovrà pagare in cambio della partecipazione. Nel caso in cui ci fosse una divergenza consistente tra la valutazione dell'imprenditore e quella dell'investitore, prima di procedere con le trattative, è meglio comprendere a cosa è dovuto il gap e trovare un punto d'incontro.
- *Liquidation preference*: Clausole che servono a proteggere l'investimento, in quanto permettono all'investitore di definire una distribuzione preferenziale nei suoi confronti, qualora la società venga venduta o che comunque sia oggetto di eventi liquidatori. Questo meccanismo all'estero viene innescato attraverso l'uso di apposite azioni privilegiate. L'evento che rende effettive tali clausole è definito "liquidity event" (vendita, messa in liquidazione, quotazione in borsa, ecc.). Tali clausole sono suddivise in partecipative e non partecipative, per l'investitore sono decisamente più convenienti quelle partecipative in quanto garantiscono loro un doppio incasso (double dip).
- *Dividendi*: Il term sheet potrebbe determinare una priorità in favore degli investitori, qualora la società al termine dell'esercizio decida di distribuire dividendi. Anche questo diritto può essere attribuito tramite l'assegnazione di azioni privilegiate.
- *Controllo della società*: L'investitore sovente richiede di poter nominare uno degli amministratori al fine di ottenere un parziale controllo sulla società. In alternativa, un'altra soluzione possibile è quella di nominare un osservatore senza diritto di voto. In ogni caso, il controllo che l'imprenditore esercita inizialmente sulla propria start-up, tenderà a scemare man mano che gli investitori entreranno in società. L'investitore potrebbe inoltre avanzare richieste in merito al diritto di veto, vincolando il compimento di determinati atti al proprio consenso.
- *Exit*: Uno degli obiettivi dei venture capitalist è quello di riuscire a chiudere e liquidare un investimento il prima possibile, in modo tale da remunerare i propri soci, creandosi una

buona nomea e riuscendo ad attrarre ulteriori capitali all'interno del fondo. I fattori da considerare in fase di exit sono le modalità e le relative tempistiche. Le modalità di uscita sono 3: IPO (collocazione dei propri titoli su un mercato regolamentato), acquisizione (la start-up viene acquistata da un'impresa matura) ed il management buy-out (il fondatore riacquista le quote precedentemente cedute all'investitore). Le tempistiche possono invece variare a seconda delle condizioni macroeconomiche (ad esempio il livello di liquidità sul mercato) o del tipo d'investitore. Un fondo giovane per esempio tenderà a disinvestire in tempi minori, al fine di crearsi una reputazione sul mercato.

Il BizPlan

Come si è visto, il mondo digital include numerosi rischi e incertezze, che non sempre vengono prese in considerazione da un business plan tradizionale. Per questo motivo BizPlace ha sviluppato internamente un documento (il BizPlan), che prenda in considerazione il maggior numero di fattori possibili, in modo tale da elaborare delle previsioni che considerino i rischi di questo settore. BizPlace nasce inizialmente come una piattaforma che permetta a chiunque di poter ricercare un co-founder che abbia delle determinate caratteristiche e competenze, entrarci in contatto e possibilmente avviarci insieme un progetto. Successivamente, viene inserita all'interno del sito l'"area investors", una parte del sito che fungesse da vetrina per coloro che avessero già alla mano un progetto e volessero pubblicizzarlo a business angel e venture capitalist (facenti parte di una rete d'investitori partner di BizPlace). Sorge però un problema, il livello medio della qualità dei progetti presentati è decisamente basso. Viene deciso quindi di lanciare un ulteriore servizio di consulenza che abbia l'obiettivo di supportare i clienti nella redazione e nella presentazione del business plan agli investitori.

Il primo passo è stato quello di creare un conto economico riclassificato. I ricavi sono stati infatti suddivisi per linee di business, mentre i costi per categorie (amministrativi, IT, HR, marketing e operating). Una volta pronti i primi business plan abbiamo iniziato a presentare i nostri clienti agli investitori che erano entrati a far parte della nostra rete. Questa rete, oltre a dar valore al servizio che BizPlace offriva, si è rivelata estremamente utile per perfezionare il BizPlan, in quanto si è rivelata un'ottima fonte di consigli su cosa e come migliorare. Sono stati infatti a messi a punto gli elementi che loro giudicavano di maggior interesse.

Ad oggi, il business di BizPlace si è espanso, tant'è che opera su 3 linee diverse:

- La prima, il core business, è stata già trattata in precedenza. Consiste nel preparare la documentazione delle start-up clienti e successivamente presentarle a venture capitalist e business angel;

- La seconda linea, chiamata “corporate venture capital”, è simile alla prima, ma persegue uno scopo diverso. Questa infatti si occupa M&A in ambito start-up. Un team di BizPlace dedicato svolge valutazioni di start-up, valutando nel particolare le eventuali sinergie che possono andarsi a creare tra queste ed aziende mature (le acquirenti). A differenza della precedente business line, in questa l’acquisizione della start-up si intende totale;
- La terza linea di business si distacca un po’ dalle altre. In questo caso non si parla più di start-up innovative ma di business tradizionali in cerca di piccoli prestiti. Siamo nel campo della finanza agevolata, uno strumento che aiuta le piccole aziende in caso di necessità o per sostenere eventuali investimenti.

Quando il lavoro sul cliente è terminato, ci si appresta a presentarlo agli investitori partner. Il materiale che in tale occasione si va a mostrare è composta da due parti, il pitch ed il financial plan. Il pitch ha la funzione di comunicare all’investitore, in pochi minuti, gli obiettivi che il progetto si pone, i vantaggi competitivi della start-up ed i problemi che essa risolve. Il pitch viene sempre elaborato dal cliente, in quanto è di carattere strettamente personale. Viene però rivisto dal team di BizPlace, qualora ci siano da correggere eventuali errori o quando, a lavori in corso, si ritenga opportuno fare una modifica ad esso, focalizzandosi particolarmente sul fatto che siano presenti i seguenti elementi: il problema (l’esigenza di cui il mercato ha bisogno), la soluzione (il prodotto, che soddisfa il bisogno del mercato), il mercato (le persone che potenzialmente potrebbero acquistare il prodotto), la comparazione con i competitor (perché la propria offerta è migliore di quella degli altri competitor), il business model, la road map (la definizione delle attività da svolgere), i financials (i dati finanziari maggiormente rilevanti), la richiesta (il capitale che si richiede all’investitore) ed il team (dati anagrafici ed esperienze dei componenti).

Per quanto concerne il financial plan invece, questo viene interamente redatto dal team di BizPlace, ovviamente col supporto della start-up cliente. L’obiettivo di questa carta di lavoro è quella di rendere evidenza all’investitore delle previsioni economico-finanziarie relative ad un orizzonte temporale di 3-4 anni. Il risultato finale sarà quello di ottenere una valutazione, calcolata sulla base delle previsioni economiche effettuate, idonea a rendere appetibile la proposta d’investimento.

Il BizPlan si apre elencando le assumption di business, ovvero i primi mattoni su cui poi verrà costruita l’intera previsione economico-finanziaria del business. E’ necessario infatti che queste siano il più solide possibile, in modo da poter reggere al meglio, e quindi rendere maggiormente veritieri, tutti i dati finanziari che si andranno poi a determinare. Le assumption che possono essere fatte sono molteplici e diverse a seconda della tipologia di business. Possono essere stimate utilizzando informazioni tratte dal mercato di riferimento o, con un metodo decisamente più efficace, raccogliendo dati attraverso un periodo di test, qualora si sia rilasciata una prima

versione, ad esempio un MVP. Le assumption possono riguardare: i costi di marketing (espressi tramite indicatori, quali CPC, CPA, CPL, ecc.), i conversion rate (i tassi di conversione di utenti da uno step del funnel a quello successivo), il churn rate (il tasso di abbandono), il gross growth rate (tasso di crescita lordo degli utenti).

La forza del BizPlan qui sta proprio nel collegare le stime dei ricavi e dei costi alle business assumption, ottenute in maniera empirica, analizzando i dati generati dall'MVP o talvolta anche dal prodotto vero e proprio già validato sul mercato. Considerando tra l'altro che molti investitori hanno affermato di non essere molto confidenti nell'investire in società con meno di 6 mesi di vita, questo processo ha l'obiettivo di rendere maggiormente veritieri i dati esposti nel piano finanziario. Dal lato dei costi, il lavoro da svolgere è semplificato dal fatto che il processo di determinazione dei costi non prevede, come invece accade nei ricavi, la convalidazione delle assumption. Difatti una delle prime richieste vengono fatte al cliente è quella di stilare un piano dei costi, basato su come essi intendono investire i fondi che l'investitore metterebbe a loro disposizione.

L'analisi si sposta poi sul funnel di marketing, al fine di comprendere il percorso tramite il quale gli utenti diventano clienti. Per fare ciò, vengono raccolti dati tramite la lead generation, individuando le persone interessate alle attività svolte dall'organizzazione. Nel caso di una start-up digitale, questo si traduce nell'analizzare le metriche per capire su quale canale di marketing puntare, al fine di raggiungere un bacino di clienti potenziali che sia il più grande possibile.

Il funnel adottato è composto da 4 step: awareness, acquisition, activation e revenue. Nel periodo di test è fondamentale comprendere quale canale (es. YouTube, Instagram, Facebook, AdWords, ecc.) ci consente di raggiungere il maggior numero di potenziali clienti, con il minor costo possibile, al fine di far entrare nel funnel più utenti possibili (awareness). Gli step successivi vengono invece analizzati attraverso dati ricavabili dalle attività registrate sul proprio sito web, app, piattaforma, ecc. (in quanti cliccano sul nostro banner pubblicitario, in quanti si registrano al portale, con che costanza gli utenti usufruiscono del nostro servizio, quanti spendono soldi, ecc.). Analizzando le metriche quindi, saremo in grado di stimare i tassi di conversione effettivi tra uno step e l'altro. Questo meccanismo ci consente di capire quanti utenti possiamo raggiungere per ogni 1€ speso in pubblicità, ma soprattutto è utile per comprendere se il ricavo medio che si ottiene per utente sia maggiore del costo medio che abbiamo dovuto sostenere per attirarlo.

Durante la loro fase di crescita, le start-up procedono lungo un percorso decisamente imprevedibile. Diventa estremamente utile ipotizzare diversi scenari futuri probabili, dal più florido al più pessimistico. Per questa ragione è stata inclusa, all'interno del BizPlan, una scenario analysis che ipotizzi i diversi possibili andamenti futuri. Si parte dall'ipotesi di base,

ovvero quella che rappresenta il risultato che è più probabile che si verifichi. Successivamente si passa ad ipotizzare uno scenario migliore (scenario ottimistico) ed uno peggiore (scenario pessimistico), rispetto a quello di base. È sconsigliato applicare un semplice incremento e decremento percentuale alle stime dello scenario base. Conviene piuttosto ipotizzare eventi concreti futuri che possono migliorare o peggiorare l'ipotesi di base. I dati forniti dalla scenario analysis potranno inoltre essere utilizzati per calcolare in maniera più accurata il valore della start-up, come ad esempio accade con il First Chicago Method, visto in precedenza.

L'ultimo passaggio del BizPlan riguarda il calcolo in termini economici il valore della start-up in oggetto, dando per assunti tutti i dati e le stime precedentemente esposte. Questo modello (il BizPlace Valuation Method), parte dal calcolo dei flussi di cassa che l'investitore riceverà durante l'orizzonte temporale determinato, che chiaramente si basano sulle previsioni economiche precedentemente esposte. Si va quindi a costruire il classico scalare il cui risultato finale sia il free cash flow (FCF). Per quanto concerne il valore del disinvestimento finale, abbiamo deciso di utilizzare il metodo dei multipli (EBITDA x4). È stato poi posto l'obiettivo di presentare dei dati che garantiscano all'investitore un TIR compreso tra il 20% e il 30%. Un'altra variabile che modifica il TIR è la quota societaria che si intende cedere all'amministratore. Il TIR infatti non viene calcolato sul totale dei flussi di cassa, ma su una percentuale, pari proprio alla percentuale di partecipazione che si sta offrendo. Una volta attribuita la percentuale che offra il TIR obiettivo prima esposto, il calcolo della valutazione è conseguente.