

Dipartimento di Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

## **Il mondo delle Start-up innovative**

Prof. Raffaele Oriani

---

RELATORE

Alessandro Villani  
Matr. 208751

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2018/2019

## Indice

### Capitolo I – Il fenomeno della start-up

1.1. Definizione di start-up	
1.1.1. Tipologie di start-up .....	
1.1.2. Contributo delle start-up allo sviluppo economico .....	
1.2. Ciclo di vita delle start-up	
1.2.1. Come nasce una start-up: dall'idea all'azienda .....	
1.2.2. Prima fase: Seed .....	
1.2.3. Seconda fase: Start-up .....	
1.2.4. Terza fase: Expansion .....	
1.2.5. Quarta fase: Exit .....	

### Capitolo II – Investitori nel capitale di rischio e metodi di valutazione

2.1.1. Acceleratori.....	
2.1.2. <i>Business Angels</i> .....	
2.1.2.1. Il processo di investimento dei <i>business angels</i> .....	
2.1.3. Venture Capital .....	
2.1.3.1. Come funziona il Venture Capital .....	
2.1.3.2. Il contributo dell'operatore di Venture Capital .....	
2.1.3.3. Cosa cerca il Venture Capitalist dall'imprenditore .....	
2.1.3.4. Il processo d'investimento dei Venture Capital .....	
2.2. La valutazione delle start-up	
2.2.1. I limiti dei metodi tradizionali.....	
2.3. Metodi Alternativi di valutazione delle start-up	

2.3.1. Il *Venture Capital Valuation Method* .....

### **Capitolo III – Amazon**

3.1. Amazon, la storia di un'idea diventata un successo planetario .....

3.2. Applicazione del *Venture Capital Valuation Method* nelle fasi iniziali della start-up Amazon .....

## Capitolo I – Il fenomeno delle start up

### 1.1. Definizione della start-up

La start-up viene definita come fase iniziale di avvio delle attività di una nuova impresa, il termine di derivazione anglosassone significa “partire, mettersi in moto”<sup>1</sup>.

Nel termine Start-up si identificano quelle piccole realtà che nascono sempre più frequentemente dagli *startupper*, ovvero nuovi imprenditori, che decidono di investire tutte le proprie risorse al fine di vedere realizzata la propria idea. In origine, con il termine start-up ci si riferiva soprattutto alle aziende altamente tecnologiche, attive nel web o nel digitale, oggi invece, i settori più disparati, da quello alimentare a quello della moda, si lasciano affascinare dal mondo delle start-up spinti dalla costante necessità di innovazione. Quasi tutte le aziende nascenti vengono identificate come start-up nei primi due/tre anni di vita. Dal 1990 in poi sono stati messi a punto parecchi interventi governativi sia a livello europeo, nazionale e regionale, che si occupano delle politiche a sostegno dell’innovazione e della nascita di nuove imprese, volti a sostenere finanziariamente iniziative classificabili come startup. Il tempo medio previsto nei bandi di finanziamento per questa categoria di iniziative, affinché risultino eleggibili, è di circa 5 anni, al termine dei quali l’impresa non è più configurabile come tale, indipendentemente dai risultati reddituali conseguiti.<sup>1</sup>

“Le chiamano start-up, ma sono aziende. Startup è una fase della vita di un’impresa, quel periodo di lancio, il momento iniziale, in cui si accende il fuoco e si continua ad aggiungere legna per far crescere la fiamma. In realtà sono creature imprenditoriali e idee diventate progetti concreti”<sup>2</sup>.

Solitamente, le giovani imprese in fase iniziale presentano un rischio più elevato rispetto a quelle già consolidate sul mercato, rischio che esalta sia le prospettive di guadagno sia la possibilità di perdite.

Queste compagnie, in caso di successo, traggono il loro vantaggio dal fatto che arrivano sul mercato come first mover, riuscendo ad accalappiarsi una buona fetta del mercato target di riferimento, senza alcun competitor che possa mettergli i bastoni tra le ruote. Inoltre essendo state appena avviate, hanno il vantaggio di utilizzare una limitata quantità di risorse sia umane che finanziarie<sup>1</sup>.

Dai dati statistici, raccolti nel corso del tempo, si evince che non tutte le start-up arrivano al successo, spesso, queste iniziative imprenditoriali soccombono nel tentativo di sviluppare un prodotto o un servizio per i quali si crede possa esserci un’ampia richiesta di mercato. A causa delle entrate limitate o di costi elevati e/o imprevisti, la maggior parte di queste operazioni su piccola scala non sono sostenibili nel lungo periodo, senza ulteriori sovvenzioni da parte di soggetti finanziari come i venture capitalist.<sup>1</sup>

---

1. [http://www.treccani.it/enciclopedia/startup\\_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/startup_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

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

La start-up è comunemente intesa come una nuova impresa, dalla connotazione fortemente innovativa e strutturata in modo da crescere rapidamente, secondo un business model scalabile e ripetibile.<sup>3</sup>

La start-up può ritenersi innovativa sia per quanto riguarda il modello di business utilizzato sia per quanto riguarda i livelli di innovazione dei prodotti o dei servizi erogati.

Un business si ritiene “scalabile” quando il suo volume d'affari aumenta in modo esponenziale pur non impiegando una quantità di risorse proporzionali, sfruttando anche le economie di scala.

Quando si parla di business model “replicabile”, invece, ci si riferisce ad un modello che può essere riproposto in luoghi e periodi diversi senza subire stravolgimenti ma solo adattandolo al contesto con piccole modifiche.

Generalmente “con la fase di start-up di un'impresa, l'imprenditore comincia a delineare i processi organizzativi e i fabbisogni finanziari necessari”<sup>4</sup>, spesso coincide con il periodo durante il quale un determinato prodotto o servizio vengono sviluppati, se possibile brevettati, e viene messa a punto la strategia di marketing.

Parte degli attori protagonisti in questa fase è rappresentata da investitori “specializzati” quali business angels e venture capitalist che provvedono al finanziamento del progetto, il più delle volte accettano di partecipare al rischio d'impresa solo in cambio di quote della stessa.

Infine, il termine fare start-up coincide anche con l'attitudine a innovare e a rimettersi in gioco inventandosi un lavoro in proprio, fattore da non sottovalutare nell'epoca moderna dove l'offerta di lavoro è sempre più scarsa rispetto alla domanda e i livelli di disoccupazione sono tendenzialmente più alti rispetto al passato.

### **1.1.1 Tipologie di start up**

Non tutte le start-up sono uguali, ognuna di esse può presentare diverse peculiarità.

Le differenti tipologie di start-up possono essere identificate in:

- Lifestyle: “*Work to live their passion*”, gli imprenditori lifestyle sono paragonati ai surfisti californiani, che danno lezioni di surf per pagare le bollette in modo da poter stare un po' di più in acqua. Queste persone vivono la vita che amano, non lavorano per nessuno, ma per sè stessi, per perseguire la loro passione personale.

---

3. [www.paulgraham.com](http://www.paulgraham.com)

4. [www.economyup.it](http://www.economyup.it)

- Di piccole dimensioni: “*Work to feed the family*”, vi si identificano la maggior parte delle start-up, l'imprenditore è colui che gestisce direttamente l'attività, nella quale ha investito il proprio capitale. Spesso queste attività sono a malapena redditizie, tendenzialmente questi imprenditori lavorano con passione e dedizione creando nuovi posti di lavoro a livello locale.
- Scalabile: “*Born to be big*”, nomi come Google, Twitter, Skype e Facebook rappresentano questo tipo di startup. I founders non lavorano per guadagnarsi da vivere ma sognano di scalare il proprio business e costruire un'azienda che verrà quotata in Borsa o acquisita con profitti elevati. Per funzionare davvero, le startup scalabili necessitano di venture capitalist che siano folli almeno quanto i founders: questi ultimi hanno infatti bisogno di ingenti quantità di capitale di rischio per costruire il proprio modello di business ripetibile e scalabile.
- Acquisibile: “*Acquisition targets*”, la velocità di sviluppo nel settore tecnologico ha portato ad una rapida riduzione dei costi e dei tempi per avviare una produzione nel settore delle applicazioni web e mobile che ha dato modo alle start-up di rivolgersi a business angels o al crowdfunding per finanziare il proprio avvio bypassando i venture capitalist tradizionali. Il rischio implicito per questo tipo di startup è quello di vendere per cifre irrisorie delle imprese che in realtà potrebbero fruttare profitti maggiori.
- Sociale: “*Driven to make a difference*”, sono guidate da imprenditori con forte ambizione, passione e voglia di raggiungere gli obiettivi prefissati. Hanno come obiettivo quello di rendere il mondo un posto migliore, non gli interessa prendere quote di mercato o creare ricchezza per i fondatori tant'è che appartengono a questa categoria sia startup a scopo di lucro che non o quelle definite in gergo “ibride”.
- All'interno di una grande azienda: “*Innovate or evaporate*”, nascono dalla constatazione che il ciclo di vita di una grande azienda è finito e, negli ultimi anni, tale ciclo si indubbiamente ridotto in termini di tempo. Ormai è chiaro che l'approccio “Lean” non è più da riservare esclusivamente alle neo-imprese ma interessa e tratta regole e politiche che sono molto utili anche per le aziende già consolidate. Non è più sufficiente, infatti, concentrarsi sull'esecuzione e il miglioramento del modello di business esistente per sopravvivere nel nuovo contesto economico, le grandi aziende devono puntare ad un approccio innovativo, che riesca a dar vita a nuovi modelli di business attraverso il ricorso a nuovi modelli organizzativi e nuove competenze.<sup>5</sup>

I fondatori di queste aziende sono tutti imprenditori, ma ci sono differenze significative tra le persone da coinvolgere, gli strumenti di finanziamento e le strategie da mettere in pratica.

Questa classificazione sembra essere abbastanza esaustiva, ma tenendo conto delle differenti caratteristiche che la start-up presenta al momento della nascita, possiamo riconoscere le:

---

5. Articolo scritto da Blank su “The Acceleratos”, blog delle start-up del Wall Street Journal

- NewCo: abbreviazione di New Company, identifica un'azienda nata dalla ristrutturazione di un'azienda detta "madre". Spesso tale processo deriva dal fatto che l'azienda "madre" riversa in un periodo di grave difficoltà finanziaria e decide di ottimizzare il più possibile le proprie risorse. Si tende a scorporare dall'azienda preesistente alcuni dei suoi "rami" sani, che vengono fatti confluire nella NewCo, caratterizzata da una totale autonomia gestionale e operativa. La denominazione di NewCo ha un significato generico e viene assegnata solo temporaneamente alla società neo-costituita.
- Spin-off: Imprese nate dallo scorporamento di un'altra, la quale mantiene un ruolo fondamentale nei confronti della nuova realtà imprenditoriale, esercitando su di essa una significativa influenza soprattutto in termini di competenze e di attività svolte. Il processo di spin-off consiste nella creazione di una nuova organizzazione che impiega il know-how accumulato dall'azienda 'madre' per sviluppare un nuovo percorso di conoscenze e uno specifico utilizzo che non rientrano in termini istituzionali o strategici nei fini della organizzazione di origine. A seconda del tipo di filiazione, si distinguono:
  - o Spin-off imprenditoriali (*venture o corporate spin-off*) generati a partire da un'altra impresa già esistente;
  - o Spin-off accademici (*academic o university spin-off*) nati nelle politiche industriali dei Paesi occidentali a partire dagli anni 1980 e 1990, sono imprese high-tech generate valorizzando i risultati della ricerca accademica, svolta nelle università o nei centri pubblici della ricerca (quali CNR, ENEA, INFN ecc.). Questi spin-off consentono il trasferimento degli studi innovativi direttamente nel tessuto produttivo, favorendo l'utilizzo delle innovazioni messe a punto nei laboratori di ricerca.<sup>6</sup>
- Start-up autentiche: attualmente il termine start-up indica in modo generico le società di neo-costituzione<sup>7</sup>. In origine le prime start-up identificavano attività fortemente innovative nell'ambito dei settori dell'elettronica e dell'informatica. Tali aziende erano caratterizzate da una fortissima propensione alla crescita e in breve tempo alcune di esse sono riuscite ad affermarsi a livello mondiale, come nel caso di Facebook, Instagram e Snapchat anche se i "cases history" in questo scenario sono davvero tanti. Queste società non di rado erano frutto di un'idea brillante di giovani tecnici che, se da un lato vantavano una preparazione tecnica di tutto rispetto, dall'altra rivelavano di avere una limitata competenza finanziaria. Non era solo il settore a caratterizzare una start-up ma anche la necessità di attirare finanziamenti spesso di importo consistente. Per questo motivo, cercavano di ottenere i capitali necessari all'avvio della loro azienda attraverso la cessione di una parte delle quote societarie attraverso fondi di private equity.

---

6. [http://www.treccani.it/enciclopedia/spin-off\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/spin-off_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

7. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/start-up.html>

### 1.1.2. Contributo delle start-up allo sviluppo economico

L'innovazione, radicale o incrementale che sia, si contrappone alla conservazione.

Le start-up attraggono investimenti e contribuiscono allo sviluppo socioeconomico di un territorio introducendo innovazioni nei sistemi produttivi, nei servizi e nella società. Per tale motivo, la valorizzazione delle conoscenze a fini economici e produttivi e il sostegno delle politiche di innovazione e di R&S diventano sempre più un'esigenza strategica per tutti i paesi industrializzati che si basano non solo sugli sforzi compiuti dalle singole imprese, ma sulle sinergie tra i diversi operatori economici, istituzionali e culturali di un'area.

In Italia le misure a sostegno delle start up innovative sono confluite nel *Decreto Crescita 2.0* approvato dal Governo il 13 dicembre 2012. Il decreto è stato successivamente integrato/modificato dal Decreto legge 76/2013, del 26 giugno 2013, convertito con modificazioni dalla legge 9 agosto 2013, n. 99.

Tra le iniziative governative a sostegno delle startup innovative ha sicuramente un posto di rilievo la creazione di una nuova forma societaria - la cosiddetta start up innovativa.

Requisiti di base che caratterizzano una start up innovativa sono:

- abrogazione dell'obbligo della prevalenza delle persone fisiche nella compagine societaria (stabilita dal DL 76/2013);
- è costituita e svolge attività d'impresa da non più di 5 anni;
- sede principale in Italia o in uno Stato Ue o Eea (spazio economico europeo), purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia;
- a partire dal secondo anno di attività della startup, il totale del valore della produzione annua risultante dall'ultimo bilancio, non è superiore a 5 milioni di euro;
- non deve distribuire utili per tutta la durata del regime agevolativo;
- oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- non è stata costituita da una fusione, da una scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda.<sup>9</sup>

Inoltre è richiesto che sia posseduto almeno uno tra i seguenti requisiti:

- le spese in ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 15 per cento (inizialmente era pari al 20%) del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della start up innovativa;

---

8. <https://www.altalex.com/documents/leggi/2014/04/02/decreto-crescita-2-0-ricerca-assicurazioni-start-up-innovative#sezione9>

9. <http://www.informagiovaniroma.it/lavoro-e-impresa/approfondimenti/start-up-di-impresa/le-startup-innovative>

- impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore due terzi della forza lavoro complessiva, di professionisti in possesso di laurea magistrale (precedentemente almeno 1 terzo dei dipendenti o collaboratori doveva avere un titolo di dottore di ricerca);
- sia titolare o depositaria o licenziataria di almeno un brevetto relativo ad una invenzione industriale, biotecnologica, nuova varietà vegetale direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività d'impresa.

Il rapporto di monitoraggio trimestrale, effettuato nel giugno 2019, dedicato ai trend demografici e alle performance economiche delle start-up innovative, a quasi sette anni dall'introduzione della policy dedicata (d.l. 179/2012), effettua una vasta panoramica sul mondo delle startup.

Tra le principali informazioni contenute nel rapporto si evince che le start-up innovative:

- iscritte sono sopra quota 10mila. Al 30 giugno 2019 se ne contano 10.426, il 2,8% di tutte le società di capitali di recente costituzione; la Lombardia ospita poco più di un quarto di tutte le start-up italiane (25,5%), solo il Lazio supera quota mille, in gran parte localizzate a Roma (1.012, 10% nazionale).
- Tuttavia, la regione con la maggiore densità di imprese innovative è il Trentino-Alto Adige, dove il 5,5% di tutte le società costituite negli ultimi 5 anni è una start-up;
- impiegano circa 60mila persone, delle quali circa 45mila sono soci di capitale dell'azienda. Circa il 20% delle imprese è fondato da under-35, mentre risultano poco presenti le imprese femminili: 13,5%, contro un 22% registrato nel complesso delle società di capitali;
- sono soprattutto micro-imprese, registrando un valore della produzione inferiore ai 150mila euro. Ciò è anche dovuto alla dinamicità di questa popolazione, le imprese "best-performer", più consolidate per età e fatturato, tendono progressivamente a perdere lo status di startup innovativa;
- mostrano un'incidenza più elevata di perdita rispetto agli altri tipi di società (55% start-up contro il 34% complessivo). Tuttavia, le società in utile mostrano valori particolarmente positivi in termini di redditività (ROI, ROE) e valore aggiunto.
- presentano un tasso di immobilizzazioni – uno dei principali indicatori della propensione a investire delle aziende – di ben sei volte più elevato rispetto alle altre aziende comparabili.<sup>10</sup>

La nascita di queste nuove imprese, più produttive e innovative, rimpiazza quelle mature, meno dinamiche e competitive, favorendo nuove prospettive e maggiori possibilità occupazionali.

---

10. <https://www.mise.gov.it/index.php/it/198-notizie-stampa/2039984-startup-innovative-tutti-i-dati-al-30-giugno-2019>

## **1.2. Ciclo di vita delle start-up**

Qualunque start-up nasce da un'idea, ma per essere business un'idea deve poter generare profitti.

La “business idea” deve necessariamente concretizzarsi in un processo di produzione di un bene o un servizio, che abbia un potenziale mercato target di acquirenti. Una start-up si tramuta in una vera e propria impresa se genera un prodotto che soddisfa un bisogno.

Un'idea che risulta innovativa non indica un successo sicuro per la start-up, esistono una serie di fattori che possono contribuire alla riuscita o meno dell'impresa. Variabile fondamentale è la struttura del settore nella quale la business idea vuole posizionarsi. È molto importante capire se esistono sul mercato imprese concorrenti che potrebbero avere interesse ad attaccare la business idea dell'imprenditore o che potrebbero avere la forza finanziaria, tecnologica o di mercato per insediare un'eventuale posizione competitiva a discapito della neo-impresa.

Infatti esistono fattori che potrebbero erodere il vantaggio del first-mover, quali la scarsa protezione di un'idea o la sua facile replicabilità.

La start-up può proteggersi da questi attacchi innalzando elevate barriere all'ingresso che svolgono una funzione di deterrente nei confronti di eventuali concorrenti. Tali barriere possono essere rappresentate da una tecnologia altamente sofisticata e difficilmente imitabile, se possibile, e da tutele legali della propria scoperta o invenzione. La procedura di brevettazione rappresenta la tutela legale maggiormente utilizzata, prerogativa imprescindibile affinché un progetto risulti valido e appetibile per eventuali investitori istituzionali.

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

La start-up è caratterizzata da una serie di fasi che ne determinano il ciclo vitale<sup>11</sup>.

Il ciclo di vita di una start-up è caratterizzato da vari stage di finanziamento, in base al settore e alla fase nella quale si trova la start-up interverranno determinati finanziatori istituzionali specializzati.

L'imprenditore dovrà essere abile nel prefissare al meglio gli obiettivi da raggiungere nei vari step e a prevedere gli eventuali ostacoli che l'impresa dovrà saper fronteggiare durante il percorso di sviluppo.

---

11. <http://vz19.it/il-ciclo-di-vita-della-startup/>

Tale progettazione servirà a minimizzare il rischio di fallimento dell'iniziativa che potrebbe essere maggiore nel caso di una organizzazione poco accurata.

Analizzando il ciclo vitale di una start-up lo possiamo dividere in quattro fasi principali:

### 1.2.2. Prima fase: Seed

Questa è lo stadio iniziale, subentra una volta che l'idea è stata già concepita e espressa in una forma unica e chiara. In questa fase l'impresa, il più delle volte non ancora costituita, in piena fase di sperimentazione durante la quale deve esaminare per prima cosa la validità tecnica del prodotto/servizio, poi una volta che è stata dimostrata la validità tecnica, inizia l'analisi della fattibilità del progetto.

La fattibilità del progetto viene verificata considerando diversi aspetti:

- il primo di questi è la valutazione delle opportunità di mercato, la valutazione di questo avviene tramite un'analisi di mercato. L'analisi di mercato è una ricerca analitica specifica che serve per studiare il contesto economico, il settore di riferimento in cui la neonata impresa vuole inserirsi e il comportamento del target di potenziali clienti ai quali questa si vuole rivolgere.
- Un'analisi di mercato svolta correttamente permette alla start-up di prendere consapevolezza delle opportunità di profitto e dei fattori di rischio presenti nel mercato di riferimento. Questa inoltre permette di sviluppare un business plan efficace e di elaborare strategie di marketing appropriate.<sup>12</sup>
- il secondo aspetto riguarda le competenze di cui la start-up dispone. È fondamentale integrare le risorse necessarie al completamento delle skills mancanti, utili all'implementazione del progetto. Questa fase è importante perché è quella in cui si decide quello che da lì in poi sarà il team di lavoro che porterà avanti la business idea durante tutti gli step successivi.

Il Team è formato da un piccolo numero di persone con conoscenze e abilità complementari, determinanti al raggiungimento dell'obiettivo comune. T.E.A.M. è l'acronimo di Together Everyone Achieves More ovvero insieme tutti possono raggiungere qualcosa di più<sup>13</sup>; il risultato ottenuto lavorando insieme è di gran lunga migliore rispetto a quello ottenuto da una singola persona. La cooperazione consente di colmare le lacune di alcuni facendo prevalere i punti di forza di altri. Solitamente i team che popolano l'universo delle start-up sono piccoli, composti al massimo da 10 membri, ognuno dei quali riveste un ruolo ben preciso e mette a disposizione di tutti i team *workers* le proprie competenze e abilità. Il successo di una nuova idea imprenditoriale è spesso dettato dalla coesione dei diversi individui, affinché il lavoro di team risulti efficace la squadra dovrà essere composta da persone specializzate nei vari settori, dal marketing alla contabilità alla *customer satisfaction*.

---

12. <https://www.axepta.it/analisi-di-mercato-come-si-fa-perche-e-importante/>

13. <https://www.interlogica.it/insight/lavoro-team/>

Questa suddivisione dei compiti permette al nuovo team di affrontare i più svariati problemi che la nuova startup può incontrare lungo tutta la sua fase di rapida crescita ed indubbiamente, dato che l'impresa si trova agli albori della sua vita, i primi strumenti che il team può utilizzare sono le conoscenze di ogni singolo individuo.

Fondamentale è la comunicazione tra i singoli membri perché è solo attraverso l'interazione tra individui che le soluzioni e i risultati si ottengono nel migliore dei modi.

Dopo aver parlato del teamwork è naturale dare per scontato che in seguito alla definizione dei diversi ruoli, sia stata costituita anche la società, nel quale atto costitutivo rientrano oltre a tutte le clausole peculiari del progetto, anche le persone che fanno parte della società con i rispettivi ruoli e le rispettive quote di partecipazione destinate ai diversi soci. Alla fine di questo stage l'idea viene condivisa soltanto tra i soci. Inoltre non ci sono ancora previsioni puntuali riguardo agli investimenti da compiere.

### **1.2.3. Seconda fase: start-up.**

Rappresenta la fase esecutiva della start-up, vale a dire lo stadio in cui si finanzia l'avvio dell'attività produttiva. La fase di start-up comprende quindi il periodo di tempo necessario affinché il progetto imprenditoriale si sviluppi sia a livello tecnico, con l'avvio della produzione, sia da un punto di vista monetario ovvero con le prime entrate.<sup>14</sup>

L'impresa si lancia sul mercato ma fino a questo momento non è stata ancora dimostrata la valenza commerciale del prodotto/servizio. Per sopperire alla mancanza di certezze per quanto riguarda l'apprezzamento del prodotto da parte dei potenziali clienti, viene elaborato il piano di marketing in modo dettagliato e conciso. In aggiunta si propone una strategia di penetrazione del mercato target, adatta al contesto di riferimento, che permetta alla neonata impresa di conquistare la fiducia e l'interesse dei potenziali acquirenti.

Il principale obiettivo del teamwork, in questa fase, è quello della pianificazione.

Nel processo di pianificazione l'aspetto da considerare è la creazione di un primo business Plan.

Il business plan è un documento volto a rappresentare in ottica prospettica il progetto di sviluppo imprenditoriale. Vi è l'intento di valutare la fattibilità del progetto in relazione al contesto nel quale l'impresa proponente intende operare e di analizzare i possibili risultati economico-finanziari a cui lo

---

14. P.A.Gompers J.Lerner, *The venture capital cycle*, 1999

sviluppo di questo progetto può portare. Per raggiungere tale scopo, un Business Plan deve contenere tutte le informazioni necessarie a:

- conoscere le caratteristiche della start-up da sviluppare;
- illustrare i contenuti del progetto che si intende realizzare;
- dimostrarne la fattibilità, cioè il perseguimento degli obiettivi stabiliti;

Il Business Plan deve, quindi, essere composto in modo che rappresenti gli aspetti qualitativi che caratterizzano il progetto, e gli aspetti quantitativi, in cui, attraverso l'analisi economico-finanziaria prospettica, sia valutata la convenienza economica e la sostenibilità del progetto stesso.

Il business Plan di solito viene visto esclusivamente come un documento utile in occasione di richiesta di finanziamento. In realtà se ben costruito, questo documento può essere utile in primo luogo all'imprenditore, per fare chiarezza sui contenuti del progetto e comprendere ancora meglio la sua fattibilità. Il business plan può avere ulteriori funzioni: servire come mezzo di valutazione, a posteriori, dei risultati raggiunti e fungere da base di partenza quando si ha intenzione di richiedere capitale di rischio ad un investitore istituzionale.

Per essere affidabile un business plan deve essere coerente e attendibile, solitamente si articola in più parti:<sup>15</sup>

1. l'Executive summary.

È la più importante poiché è la prima parte che un possibile investitore va ad analizzare.

L'Executive summary rappresenta una sintesi dei contenuti analizzati nel Business Plan, racchiude al suo interno le informazioni chiave indispensabili per una prima efficace illustrazione del progetto di business. Nello specifico è necessario che compaiano le seguenti informazioni:

- descrizione sintetica dell'Azienda: denominazione sociale, attività svolta.
- descrizione sintetica del progetto: contiene gli obiettivi del progetto, le principali azioni che si intende porre in essere al fine di conseguire i suddetti obiettivi ed i risultati attesi in termini di performance sia a livello quantitativo che qualitativo.

2. Descrizione dell'impresa.

In questa sezione devono essere riportate le seguenti informazioni:

- profilo aziendale: denominazione aziendale, sede legale, settore di attività, forma giuridica assunta e collocazione geografica.
- assetto proprietario: specificare quali sono i soci e le relative quote di partecipazione.
- Mission<sup>16</sup>: è di fondamentale importanza perché riflette oltre alla natura dell'attività anche l'idea imprenditoriale che c'è dietro i prodotti o servizi che la start-up si intende offrire.

---

15. R. Stutely, C. Castellazzi; Il Business plan, seconda edizione, 2008

16. [https://it.wikipedia.org/wiki/Missione\\_aziendale](https://it.wikipedia.org/wiki/Missione_aziendale)

Inoltre dà una visione più accurata dei bisogni che la società intende soddisfare e come questa si differenzia rispetto ad eventuali competitors che soddisfano già lo stesso bisogno.

3. Descrizione accurata dell'offerta.

Qui bisogna descrivere dettagliatamente ciò che l'azienda produce e offre sul mercato, è essenziale che in relazione ai prodotti che vengono offerti vengano fornite indicazioni sulle caratteristiche fisiche e tecniche.

4. Descrizione del mercato target a cui si riferisce il prodotto/servizio.

Il mercato target è l'insieme di clienti potenziali con caratteristiche omogenee tra loro che potrebbero essere interessati all'acquisto del prodotto/servizio. In questa parte del business plan è necessario definire in modo qualitativo il profilo dei potenziali clienti.

Caratteristiche qualitative sono:

- Variabili geografiche: continente, stato e regione nei quali si collocano i potenziali acquirenti
- Variabili demografiche: età, gruppo etnico e sesso
- Variabili socio-economiche: professione, istruzione, classe sociale e sensibilità al prezzo
- Variabili psicologiche: stile di vita, valori, gusti, interessi, hobby, lealtà alla marca.

Dopo aver definito a livello qualitativo il mercato target è fondamentale delinearlo in termini quantitativi, questo significa quantificare il numero potenziale di unità di prodotto vendibili.<sup>17</sup>

5. Descrizione del sistema competitivo.

In questa parte del Business plan bisogna fornire informazioni sull'ambiente in cui la società si propone di operare e sui potenziali concorrenti presenti e futuri.

Riguardo i possibili concorrenti diretti bisogna precisare quanti e quali sono, dopodiché fornire informazioni riguardo:

- dimensioni in termini di fatturato e numero di dipendenti
- localizzazione geografica della sede dei siti di produzione e delle filiali commerciali
- quota di mercato
- ampiezza dell'offerta ovvero il volume di vendite
- qualità dell'offerta
- strategie di prezzo
- livello tecnologico
- grado di integrazione verticale
- forza della marca commerciale
- canali distributivi

---

17. <https://www.danea.it/blog/business-plan/>

- segmenti di mercato serviti
- strategie di marketing adottate

In seguito la start-up deve illustrare alcune ipotesi sul futuro, che permettano alla neonata impresa di inserirsi nel contesto competitivo, con la loro idea innovativa in modo tale da stravolgere gli attuali equilibri appena accennati.

#### 6. Descrizione della strategia che l'impresa vuole adoperare.

Sulla base delle caratteristiche distintive dell'impresa, dell'offerta, del mercato target e del sistema competitivo nel quale l'impresa ha intenzione di operare. In questa fase del business plan, la start-up deve esporre le strategie che intende implementare al fine di spiazzare la concorrenza. Le strategie competitive di base che la start-up può abbracciare sono due:

- a) Strategia di differenziazione<sup>18</sup>, nel caso l'impresa ritenga opportuno perseguire questa strategia deve motivare la scelta. Evidenziare gli elementi di differenziazione e come questi verrebbero percepiti dai potenziali clienti. Inoltre dovrà dimostrare come potrà mantenere nel tempo il vantaggio della differenziazione rispetto alla concorrenza.
- b) Strategia di leadership di costo, nel caso invece l'impresa opti per questa strategia dovrà motivare la propria scelta illustrando quale sia il posizionamento dell'azienda rispetto ai costi e quindi rispetto al prezzo di vendita.<sup>19</sup>

#### 7. Descrizione delle scelte operative.

Le scelte operative coinvolgono diverse aree dell'azienda: la logistica, le vendite ed il marketing, la produzione e la struttura organizzativa.

- a) La logistica: per quanto riguarda la logistica le informazioni da fornire riguardano la politica degli approvvigionamenti, ovvero come avviene la logistica in entrata. Descrivere i principali rapporti di fornitura attivi o che si ha intenzione di attivare e classificare i vari fornitori in base al prodotto fornito e all'importanza dello stesso nella fase di produzione del prodotto/servizio finale.

Per quanto riguarda invece la logistica in uscita le informazioni da fornire riguardano: i centri di distribuzione e i canali di distribuzione del prodotto finito, questi dovranno tener conto del target che si intende servire, dell'area geografica di competenza e del tipo di rapporto che il cliente necessita di instaurare con l'impresa. Nel caso questo rapporto comprendesse un servizio clienti, questo deve essere descritto sinteticamente.

---

18. [https://it.wikipedia.org/wiki/Vantaggio\\_competitivo#La\\_strategia\\_di\\_differenziazione\\_\(Impresa\\_\"market-driven\"\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Vantaggio_competitivo#La_strategia_di_differenziazione_(Impresa_\)

19. [https://bnl.it/SupportingFiles/Guida\\_redazion\\_BP\\_01.pdf](https://bnl.it/SupportingFiles/Guida_redazion_BP_01.pdf)

- b) Vendita e marketing: vanno descritti i diversi canali di vendita che l'impresa si propone di utilizzare, distinguendo canali diretti (forza vendita diretta, centri di distribuzione di proprietà dell'impresa) e canali indiretti (broker, agenti, grossisti, acquirenti industriali o istituzionali).
- Inoltre vanno descritte le politiche di comunicazione che si intende adottare: tipologia di pubblicità, sponsorizzazioni, conferenze, telemarketing, direct mailing ecc.
- c) La produzione: andrà delineata l'articolazione del processo produttivo e/o dell'erogazione del servizio, descrivendo la tipologia di macchinari che andranno ad essere impiegati, caratteristiche dei processi adottati, ponendo particolare enfasi sugli aspetti organizzativi interni, sull'uso di tecniche particolari e sull'eventuale utilizzo di brevetti. Infine è importante tener presente l'esistenza di eventuali know-how sia di tipo tecnico che intellettuale.
- d) Struttura organizzativa: in questa parte del Business Plan va riportata una descrizione dell'assetto organizzativo aziendale, accompagnato poi da un organigramma aziendale<sup>20</sup>, in modo da rendere più immediata la comprensione della struttura organizzativa.

## 8. Descrizione del progetto<sup>21</sup>.

In questa sezione vanno espone le principali caratteristiche del progetto riportando i contenuti del progetto, gli obiettivi e i risultati che si propone di raggiungere e le tempistiche di realizzazione dei risultati.

- Contenuti del progetto. In questa parte bisogna esporre l'obiettivo del progetto (ad esempio lo sviluppo di un nuovo prodotto o un nuovo processo); gli elementi di innovatività rispetto ai principali prodotti/servizi già offerti dai principali concorrenti; le opportunità di mercato che si intende cogliere e le minacce che si dovranno affrontare.

Inoltre gli startupper dovranno far chiarezza su come intendono utilizzare il capitale messo a disposizione dagli investitori.

- Obiettivi e risultati. Per obiettivi si intende ciò che si vuole realizzare in conformità ai contenuti del progetto sfruttando le opportunità che si sono individuate. Questi possono essere rappresentati anche senza l'ausilio di dati quantitativi poiché rappresentano le varie tappe da percorrere al fine di ottenere la realizzazione del progetto.

I risultati invece devono essere descritti numericamente in quanto esprimono in termini quantitativi e monetari i risultati che si vogliono conseguire.

---

20. <https://www.societaria.it/finanza/controllo-di-gestione/organigramma-aziendale-definizione-ed-esempio-funzionale-335820/>

21. Sahlman, W. A., How to write a great business plan, 1997

- Tempi di realizzazione. Nell'ambito della pianificazione è importante stimare quali sono le tempistiche necessarie per la realizzazione del progetto.

Affinché un progetto sia appetibile, le tempistiche richieste dagli investitori non devono superare i 5 anni. In ogni caso è importante non avere uno schema rigido, ma essere in grado di saper far fronte ad eventuali variazioni delle tempistiche nelle successive fasi di realizzazione.

## 9. Analisi SWOT.<sup>22</sup>

L'Analisi SWOT (Strength, Weakness, Opportunities, Threat) consente di rappresentare in modo razionale l'influenza esercitata dai diversi elementi (interni ed esterni) sulla realizzazione del progetto. Quest'analisi si esegue descrivendo:

- punti di forza (Strength): una risorsa, di cui l'impresa è dotata e che è in grado di utilizzare al meglio per raggiungere i propri obiettivi;
- punti di debolezza (Weakness): un limite interno dell'impresa che ostacola il raggiungimento degli obiettivi prefissati;
- opportunità (Opportunità): una situazione favorevole nel contesto esterno all'impresa sulla quale agisce la strategia aziendale;
- minacce (Threat): una situazione sfavorevole nel contesto esterno all'impresa che potenzialmente ostacola la strategia aziendale.

Partendo da questi quattro elementi la strategia da attuare sarà: ottenere il massimo beneficio dai punti di forza, eliminare i punti di debolezza, sfruttare le opportunità e minimizzare i rischi legati alle minacce.

## 10. Il piano economico-finanziario<sup>23</sup>.

Nell'ultima parte del business Plan verrà dato spazio alla parte più quantitativa.

Il piano economico-finanziario consiste nella redazione dei bilanci previsionali composti da: conto economico, rendiconto finanziario e stato patrimoniale.

L'orizzonte temporale della proiezione in esame di solito ha un limite di 5 anni in modo da non rendere le stime fuorvianti.

È necessario predisporre una parte introduttiva denominata *assumptions* in cui si illustrano i criteri secondo i quali i valori vengono stimati.

---

22. <https://www.digital4.biz/marketing/analisi-swot-cos-e-come-farla/>

23. [https://bnl.it/SupportingFiles/Guida\\_redazion\\_BP\\_01.pdf](https://bnl.it/SupportingFiles/Guida_redazion_BP_01.pdf)

## Il Conto Economico.

Il conto economico previsionale ha come obiettivo quello di fornire informazioni utili riguardo la redditività futura dell'impresa. Al suo interno dovranno essere illustrati:

- Il valore della produzione venduta ovvero il valore delle attività destinate al mercato
- Il valore della produzione complessivo
- Il valore aggiunto, si ottiene sottraendo dal valore della produzione tutti i costi relativi ai fattori produttivi acquisiti all'esterno.
- Il margine operativo lordo (EBITDA)
- Il reddito operativo della gestione caratteristica (EBIT) che rappresenta la capacità dell'impresa di produrre reddito mediante lo svolgimento della sua attività caratteristica.
- Reddito di competenza, questo valore esprime i risultati della gestione finanziaria dell'impresa al netto degli oneri finanziari.<sup>24</sup>

## Il rendiconto Finanziario.

Il rendiconto finanziario previsionale serve a stimare le variazioni della liquidità netta dell'impresa. Questo documento permette quindi al valutatore di stimare la capacità dell'impresa di generare liquidità e quindi nel caso si stia chiedendo capitale di debito, serve a comprendere se l'impresa potrà esser in grado di far fronte al pagamento degli oneri finanziari<sup>25</sup>.

## Lo stato patrimoniale previsionale.

Lo stato patrimoniale previsionale consiste in un documento che permette al valutatore di esprimere un giudizio sulla struttura patrimoniale e finanziaria dell'impresa.

Lo schema di stato patrimoniale utilizzato in questo contesto è quello finanziario; questo classifica gli investimenti ed i finanziamenti in base alla loro liquidità/esigibilità.

Questo documento permette all'eventuale finanziatore di valutare: il grado di rigidità della struttura patrimoniale ovvero a quanto ammonta l'attivo fisso netto; la coerenza tra le scelte di finanziamento e quelle di investimento ed il grado di dipendenza finanziaria dell'impresa.

---

24. [http://startup.unipg.it/files/generale/guida\\_BP\\_Lombardia.pdf](http://startup.unipg.it/files/generale/guida_BP_Lombardia.pdf)

25. <https://www.startupvincente.com/rendiconto-finanziario-la-guida-definitiva/>

In fine è di fondamentale importanza tenere presente che le tavole previsionali di conto economico, rendiconto finanziario e stato patrimoniale sono tra loro strettamente collegate. Quindi per ottenere un piano economico-finanziario affidabile bisogna redigerlo prestando massima attenzione alle conseguenze che le previsioni fatte hanno su ciascuna delle tre tavole.

### Indici di bilancio

Per completare il quadro economico-finanziario, il valutatore si avvale di diversi indici che permettono una valutazione più organica e sintetica della situazione economico-finanziaria.

Gli indici in questione sono:

- L'indice di solidità: esprime la capacità dell'azienda di perdurare autonomamente
- L'indice di redditività: rappresentato dal rapporto tra il reddito prodotto e il capitale necessario a produrlo.
- L'indice di liquidità: rappresenta la capacità dell'azienda di generare flussi finanziari e monetari
- L'indice di sviluppo: che ci dà informazioni sulla crescita strutturale e operativa dell'impresa.<sup>26</sup>

#### **1.2.4. Terza fase: Expansion**

La fase di espansione è caratterizzata dall'abbassamento graduale del rischio operativo, l'azienda ha superato la fase iniziale di sviluppo e si appresta a consolidare ed ampliare la propria posizione di mercato. In questa fase non si è ancora raggiunto il *breakeven point* ovvero quel punto in cui ricavi totali e costi totali si eguagliano. Quindi anche se si ha un notevole incremento del margine di autofinanziamento dovuto alle maggiori entrate, questo non è sufficiente a coprire integralmente il fabbisogno finanziario che in termini quantitativi è notevolmente cresciuto rispetto alle fasi precedenti del ciclo di vita. Questo incremento del fabbisogno è dovuto in particolare agli investimenti necessari all'ampliamento della capacità produttiva, scaturita dall'inserimento di nuove strutture produttive<sup>27</sup>. Tale ampliamento servirà a soddisfare la crescente domanda del prodotto/servizio dovuta all'espansione su nuovi mercati e quindi a fornire i mezzi necessari al rapido sviluppo del capitale circolante.

---

26. [https://bnl.it/SupportingFiles/Guida\\_redazion\\_BP\\_01.pdf](https://bnl.it/SupportingFiles/Guida_redazion_BP_01.pdf)

27. <https://www.economyup.it/glossario/expansion-financing-fasi-del-finanziamento-definizione/>

Inoltre l'apporto di nuove risorse servirà a soddisfare la necessità di sviluppare una rete distributiva capillare sul mercato, a colmare il crescente fabbisogno di risorse umane essenziali per una corretta gestione di tutta l'infrastruttura che si sta creando e alla necessità di aggiornare da un punto di vista operativo la struttura organizzativa, inserendo nuove regole e nuovi ruoli, per poi riorganizzare il tutto in modo tale da ottimizzare l'offerta del prodotto/servizio.

Per quanto riguarda il ricorso al capitale finanziario, la mancanza di una storia consolidata, la scarsità di informazioni sul progetto da finanziare, e soprattutto la mancanza da parte dell'imprenditore di adeguate garanzie utilizzabili come *collateral* su un prestito, rendono eccessivamente oneroso o impossibile il ricorso al capitale di debito. Inoltre l'azienda deve avere il modo di poter reinvestire gli utili di bilancio nell'ampliamento del sistema di produzione piuttosto che, come nel caso si faccia uso del capitale di debito, rimborsare gli eventuali oneri finanziari, cosa che limiterebbe senz'altro lo sviluppo e la crescita dell'azienda.

In base a ciò che è stato fin ora detto per l'impresa appare preferibile il ricorso ad un investitore istituzionale (come un *venture capitalist*) che possa fornire capitale di rischio all'impresa senza il bisogno di alcuna garanzia da parte dell'imprenditore.<sup>28</sup>

### 1.2.5. Quarta fase: Exit.

In questa fase si è raggiunto una certa maturità del business dell'impresa che non viene più considerata una start-up ma una vera e propria società. Il prodotto noto è penetrato con successo nel suo mercato iniziale e ha imparato dove e come muoversi. Si è già superato il *break-even point*<sup>29</sup>, e si è raggiunto un punto di generazione di flussi di cassa positivi.

L'obiettivo del CEO in questa fase è quello di continuare a crescere nel settore in cui è nata. Questo può avvenire mettendo in campo una strategia di internazionalizzazione, questa strategia oltre ad allargare il campo di azione della società con i relativi benefici in termini di miglior sfruttamento delle economie di scala o di estensione, miglioramento della produttività, abbassamento dei costi, aumento delle vendite, del fatturato e della quota di mercato, può servire alla società per raggiungere un maggior vantaggio competitivo.

---

28. <http://www.emiliaromagnastartup.it/sites/default/files/Guida%20alle%20Startup.pdf>

29. In economia aziendale il **punto di pareggio** (*break even point* o *break even*, abbreviato in **BEP**) è un valore che indica la quantità, espressa in volumi di produzione o fatturato, di prodotto venduto necessaria a coprire i costi precedentemente sostenuti, al fine di chiudere il periodo di riferimento senza profitti né perdite,(fonte wikipedia).

Affermarsi sui mercati internazionali, dunque, porta inevitabilmente al rafforzamento della propria immagine e reputazione.<sup>30</sup>

Questa condizione inoltre potrà aiutare la società in vista di un IPO o un'acquisizione dell'azienda da parte di terzi. Il CEO potrebbe però decidere anche di allargare gli orizzonti puntando a nuovi settori e/o nuovi mercati, infatti può decidere di adottare una strategia di diversificazione.

Nel caso si opti per una strategia di diversificazione di tipo correlata, la scelta può essere indirizzata allo sfruttamento di eventuali sinergie produttive e/o di marketing tra il settore in cui l'impresa già opera e quello in cui si propone di operare.

Infine come per il caso dell'internazionalizzazione la strategia di diversificazione può mettere in buona luce l'azienda agli occhi degli investitori in vista di un IPO o di un'acquisizione da parte di terzi.

Abbiamo parlato di IPO e acquisizioni da parte di terzi proprio perché per l'investitore istituzionale (*venture capital*) è il momento del disinvestimento, ovvero quella fase in cui l'investitore deve monetizzare il suo investimento raggiungendo un profitto.

Questa fase viene denominata di exit proprio perché è qui che avviene l'uscita di scena del *venture capitalist* per fare spazio ad altri investitori che possano supportare l'ulteriore crescita dell'azienda fornendo risorse finanziarie molto più consistenti rispetto a quelle ricevute fin ora.

La fase di exit mediante:

- IPO (Initial Public Offering), l'impresa viene quotata in borsa diventando pubblica;
- Acquisizione dell'azienda da parte di terzi;
- Buyback, l'imprenditore riacquista le quote della Startup eventualmente cedute durante la fase di raccolta degli investimenti, rimanendo l'unico proprietario dell'impresa;
- Secondary Sale: l'imprenditore vende delle quote della società a terzi, mantenendone una parte;
- Write-off: accade quando l'azienda è prossima al fallimento e quindi gli investitori decidono di ritirarsi dall'investimento.<sup>31</sup>

---

30. F.Fontana, M.Caroli, Economia e gestione delle imprese, Quinta edizione

31. <http://vz19.it/il-ciclo-di-vita-della-startup/>

## Capitolo II - Investitori nel capitale di rischio e metodi di valutazione

### 2.1. Gli Acceleratori

Nel primo capitolo sono state analizzate e descritte nel dettaglio le caratteristiche delle fasi di maturazione di una startup, nel secondo invece verranno esposte le peculiarità dei diversi investitori istituzionali e le modalità con le quali intervengono in ogni specifico stage a supporto della startup.

In particolare verranno analizzate le figure di:

- Acceleratori
- business angels
- venture capital.

#### 2.1.1. Acceleratori

Nelle fasi iniziali di avvio di una nuova impresa intervengono figure appositamente specializzate nel sostegno finanziario e manageriale ed i promotori del progetto imprenditoriale.

Gli acceleratori sono operatori specializzati che finanziano le idee degli imprenditori, forniscono diversi servizi che vanno oltre il supporto di tipo manageriale<sup>32</sup>. Nella maggior parte dei casi il supporto fornito è costituito dalla fornitura di spazi fisici dove l'imprenditore può completare lo sviluppo del prodotto/servizio e intraprendere le prime iniziative; nell'aiuto alla stesura di un primo business plan e di un'analisi di mercato; nella ricerca di nuovi investitori che possano supportare il progetto negli stadi successivi.

Gli acceleratori, infatti, collaborano con la start-up nella fase precedente al finanziamento quando questa non ha ancora portato il suo prodotto sul mercato.

Secondo INBIA (international business innovation association), si concepisce come incubatore “uno strumento di sviluppo economico con l'obiettivo di accelerare la crescita e il successo delle nuove imprese attraverso un supporto fornito sia in termini di risorse che di servizi”.<sup>33</sup>

Il periodo d'incubazione può durare dai 3 mesi ai 3 anni ed ha l'intento di sviluppare l'idea imprenditoriale.

La collaborazione tra incubatori e start-up produce un notevole effetto positivo in termini di sviluppo e crescita interna della neonata impresa e in termini di probabilità di successo della business idea.

---

32. <https://www.economyup.it/glossario/acceleratore-definizione/>

33. <https://inbia.org>

Questa affermazione è avvalorata dai dati riportati dall'AIFI (Associazione italiana del private equity e del venture capital), dove viene evidenziato come il tasso di sopravvivenza delle start-up incubator-backed raggiunge livelli compresi tra il 65% e l'80% dopo i primi 5 anni di vita; questo risultato è dovuto soprattutto al supporto che l'incubatore offre alla start-up.<sup>34</sup>

Il ruolo degli incubatori infatti consiste non solo nel valutare la fattibilità economica dell'idea di business, ma consentono alla nuova impresa di crescere al meglio aiutandola soprattutto nell'affrontare gli ostacoli che si potrebbero incontrare nelle prime fasi di vita.

Gli incubatori possono mettere a disposizione alcuni servizi, come:

- analisi sulla fattibilità dell'idea imprenditoriale e definizione del progetto di attività da intraprendere.
- accesso a risorse fisiche, grazie a questo servizio le nuove imprese possono usufruire, al fine di sviluppare la propria idea di business, di risorse come uffici, infrastrutture, accesso alle reti internet e ai laboratori informatici.
- supporto amministrativo, possono offrire servizi di segreteria, reception, supporto informatico e sale riunioni.
- supporto strategico-gestionale che consiste nel fornire consulenza per la redazione del business plan, del piano di marketing, del piano finanziario, supporto legale o fiscale, supporto strategico e ricerca del personale.
- accesso ai networks, qui si possono trovare individui e interlocutori che possono essere fondamentali per il successo dell'impresa incubata.
- accesso a risorse finanziarie, alcuni incubatori possono supportare finanziariamente la business idea conferendo all'impresa il seed capital. Questa non è una prerogativa degli incubatori poiché l'accesso al seed capital può avvenire tramite fondi propri dell'incubatore o attraverso fondi creati da investitori esterni.<sup>35</sup>
- accesso al mondo del venture capital. Nella fase finale del periodo di incubazione, solitamente, l'incubatore fornisce un accesso preferenziale per la fase di finanziamento successiva, aiutando l'impresa nel trovare un finanziatore istituzionale che possa supportare la start-up nelle fasi successive.

Indipendentemente dagli aspetti definitivi, gli incubatori, utilizzano l'esperienza intellettuale e tecnologica del loro management, al fine di instaurare un rapporto di mentoring nei confronti del nuovo imprenditore per poter creare una nuova azienda che possa sopravvivere e diventare autonoma.

---

34. <https://www.aifi.it>

35. L. Abburrà, A. Grandi, R. Grimaaldi, Il ruolo degli incubatori nella creazione di nuove imprese, Rosenberg & Sellier, Torino 2003, pp. 39-40

L'acceleratore, al pari di qualsiasi altro ente organizzativo, deve disporre di una propria strategia operativa.<sup>36</sup>

Nella definizione della strategia gli elementi da considerare sono:

- la scelta della *mission* da perseguire, fortemente condizionata dalla natura dell'incubatore, che può essere di tipo profit o non profit.<sup>37</sup> Nel caso si trattasse di un incubatore non profit, la strategia di selezione della business idea sarà orientata al sostenimento dello sviluppo economico nell'area di azione prescelta, invece, nel caso si trattasse di un incubatore di tipo profit, la strategia prescelta sarà quella che porterà al conseguimento di un profitto.

- la localizzazione e il grado di copertura territoriale.

Il posizionamento in determinate aree geografiche ha un considerevole impatto anche sulla gestione caratteristica e decreterà anche il tipo di incubatore preso in esame. Nel caso questo sorga in aree già industrializzate si parlerà molto probabilmente di un incubatore privato; nel caso sorga in aree depresse la tipologia di incubatore potrà essere di tipo pubblico; nel caso invece sorga in centri universitari sarà senz'altro un incubatore di tipo universitario. Questa distinzione stabilirà anche il tipo di clienti che l'incubatore si propone di sostenere.

- i settori di attività che intende supportare. Esistono incubatori specializzati in determinati settori e incubatori generici, questa distinzione viene fatta in base alla scelta da parte dell'incubatore di offrire i suoi servizi in uno o più settori specifici.

- i livelli di intervento e i servizi offerti. L'incubatore in esame può decidere di accompagnare la nuova impresa solo nello sviluppo del *business plan* oppure di continuarla anche nelle fasi di accesso al mercato. Sulla base di questa scelta vengono decisi i servizi che l'incubatore potrà offrire alla start-up;<sup>38</sup> i servizi potranno essere: la messa a disposizione del proprio *know-how*, la consulenza marketing, finanziaria e legale, accesso agli spazi fisici, la messa a disposizione del proprio *network*, delle risorse finanziarie e la formazione e il reperimento di individui che possano completare l'assetto manageriale.

---

36. R. Medeer, *Forging the Incubator*, NBIA Publications, Athens, Ohio, 1993, pp.42-43.

37. A. Gervasoni, op. cit., pp. 47-50

38. S. Richards *Inside Business Incubators and Corporate Ventures*, 2001

- le modalità di selezione delle imprese, consistono nella determinazione dei parametri attraverso cui scegliere la business idea per poter giungere alla scelta di quelle meritevoli di essere sostenute e affiancate nello sviluppo. I parametri prescelti saranno indubbiamente subordinati alle scelte dei punti esposti in precedenza. In particolare la *mission*, nel caso si abbia a che fare con un incubatore pubblico, questo in alcune circostanze potrà scartare un progetto che appare molto profittevole preferendone un altro un po' meno profittevole ma rilevante per l'area geografica di riferimento; questa logica, invece, non potrà mai essere applicata da un incubatore privato.

In base a quanto detto fin ora, è importante non perdere mai di vista l'esigenza da parte dell'incubatore di selezionare solo business idea valide e realmente sostenibili, in modo tale da concentrare le risorse solo su progetti meritevoli e che possano avere una reale chance di sopravvivenza negli stage successivi.

- il sistema di “scambio” acceleratore-impresa.<sup>39</sup> La realizzazione del sistema di scambio acceleratore-impresa è fondamentale che si a chiaro fin dall'inizio in modo da evitare contrasti o incomprensioni. Questa determina la tipologia di servizi offerti da parte dell'incubatore in cambio del tipo remunerazione prescelto in modo unanime da entrambe le parti.

Le differenti modalità di compenso richiesto a fronte dei servizi offerti possono essere<sup>40</sup>:

- a) *fee based*: l'incubatore richiede al potenziale imprenditore il pagamento di commissioni in cambio dei servizi offerti.
- b) *equity based* : l'incubatore, sempre a fronte dei servizi offerti, richiede un quota di partecipazione nel capitale della nuova impresa.
- c) Misto: l'incubatore in questo caso richiede come controprestazione un mix tra commissioni pure e una partecipazione al capitale sociale della società.

- l'orizzonte temporale di accoglienza delle imprese e la *way out*. È importante chiarire anche questo punto in modo da poter evitare situazioni di tensione tra le parti in gioco e deviazioni rispetto alla *mission* dell'incubatore. La durata della permanenza dell'impresa nell'incubatore varia in funzione del ciclo di vita nel quale questa si trova nel momento del suo ingresso e della complessità del progetto. In generale il periodo va dai 18 ai 24 mesi ma può prolungarsi fino a 36 mesi se necessario. Le strategie di disinvestimento dipendono dalla situazione in cui si trova l'impresa e dal settore di appartenenza, solitamente il percorso naturale è quello della cessione delle quote ad un *venture capitalist*, altre volte invece si cercano partner industriali o privati come i *business angels*.

---

39. C. Barrow, *Incubators: a realist's guide to the world's new business accelerators*, John Wiley & Sons, New York, 2001,

40. C. Barrow, op. cit., pp. 12-43.

Nel caso invece in cui lo sviluppo della *business idea* non sia andato come previsto, si rende necessaria la liquidazione della società.

### **2.1.2. Business angels**

Riportando la definizione offerta dall' IBAN ( *Italian Business Angels Network Association*), i *business angels* sono ex titolari di impresa, managers in attività o in pensione, che dispongono di mezzi finanziari talvolta anche limitati, di una buona rete di conoscenze, di una solida capacità gestionale e di un buon bagaglio di esperienze. Hanno il gusto di gestire un *business*, il desiderio di acquisire una partecipazione in aziende con alto potenziale di sviluppo e l'interesse a monetizzare una significativa plusvalenza al momento dell'uscita; l'obiettivo dei *Business Angels* è quello di contribuire alla riuscita economica di un'azienda ed alla creazione di nuova occupazione.<sup>41</sup>

Sono quindi investitori informali che intervengono il più delle volte nella fase di start-up dell'impresa, il loro intervento non si limita solo nell'apporto di risorse finanziarie ma anche nella messa a disposizione a beneficio della start-up della loro esperienza gestionale che può essere decisiva nello sviluppo del progetto d'impresa.

La definizione di *business angels* che compare nello statuto dell'IBAN lo descrive come una persona fisica che investe il proprio patrimonio, inteso come il complesso dei valori tangibili e intangibili facenti capo alla persona fisica presa in considerazione.

Per beni tangibili si intende: il danaro che il business angel utilizza per investire nella start-up, i prodotti e i servizi che mette a disposizione, le materie prime, le attrezzature e gli immobili di cui dispone, gli eventuali brevetti di cui è in possesso e che mette a disposizione dell'impresa che sta supportando.

I beni intangibili potrebbero sembrare subordinati rispetto a quelli tangibili ma sono il più delle volte determinanti per l'effettivo successo della start-up. Questi sono costituiti da network di contatti che il *business angel* mette a disposizione della causa, comprendono i rapporti con altri imprenditori che hanno superato efficacemente la fase di start-up e che quindi possono dare un contributo al neo-imprenditore con consigli e adeguati stimoli che permettono alla start-up di superare i numerosi ostacoli che si incontrano durante la fase di crescita.

Inoltre, il *business angel* fornisce alla start-up la possibilità di sfruttare la sua reputazione al fine di promuovere la validità del proprio business nelle successive fasi di finanziamento.

---

41. [www.iban.it/it/attivita](http://www.iban.it/it/attivita)

Infine, le idee e l'esperienza dell'*angel* contribuiscono in modo significativo allo sviluppo e alla crescita della start-up, aiutando lo *startupper* nelle diverse fasi di stallo che potrebbe incontrare durante il cammino.

Le competenze tecniche, gestionali e imprenditoriali che l'investitore informale ha maturato nelle precedenti esperienze lavorative, gli permettono di apportare un importante contributo tecnico, commerciale e amministrativo alla start-up.

I *business angels*, chiamati anche investitori informali, sono dei veri e propri investitori di valore aggiunto, sono in grado di sostenere rischi elevati e interpretare in modo adeguato le potenzialità delle start-up con cui si interfacciano.

Gli investitori informali sono di due tipologie si differenziano a seconda dell'approccio che utilizzano al fine di supportare le imprese:

- *Business Angels* finanziari, investono il proprio capitale nella società, sotto forma di capitale di rischio, senza però farsi coinvolgere nell'attività gestionale. Quindi, il loro ruolo è soltanto quello di supervisionare e controllare la prosecuzione dei lavori senza interessarsi delle questioni amministrative.
- *Business Angels* industriali, a differenza dei primi, oltre ad apportare risorse finanziarie, partecipano attivamente alla gestione del business, lo fanno mettendo a disposizione il loro *know-how* e le loro capacità professionali e manageriali puntando a migliorare in termini di efficienza il processo di sviluppo e dando alla start-up un'immagine aziendale molto più appetibile.<sup>42</sup>

In Italia si sono creati dei *network* di *business Angels* chiamati BAN (*Business Angels Network*)<sup>43</sup>, si distribuiscono sul territorio italiano e sono un punto di riferimento per la raccolta delle proposte d'investimento, è una rete che fornisce capitale di rischio, strumenti concreti agli imprenditori e la possibilità di accedere ai diversi progetti da finanziare agli investitori.

Le caratteristiche che permettono a una rete di questo tipo di funzionare in modo efficiente sono:

- il raggiungimento di un'ampia base di aderenti, per questo risulta necessario attivare una rete di contatti e conoscenze con imprenditori, intermediari finanziari, associazioni di professionisti e altri gruppi di potenziali investitori.
- il possesso di una efficiente dotazione di risorse, che sono difficilmente ottenibili esclusivamente dai ricavi dell'organizzazione, è per questo che entrano in campo altri soggetti come gli sponsorizzatori e gli enti pubblici che finanziano l'attività dei BAN.

---

42. <http://www.smarthubitalia.it/funding/angels.php>

43. Mazotto, Caotorta, Iacopini. Business angel, una spinta per far partire l'impresa, da PMI, numero 4-2001

I BAN possono essere distinti in tre tipologie:

1. Territoriali, si tratta di network aventi una dimensione geografica regionale o interregionale. Il loro obiettivo è quello di raggruppare il maggior numero di investitori presenti nel territorio di interesse.
2. Tematici, in questo caso l'interesse principale del network è quello di radunare tutti gli investitori interessati allo sviluppo di specifici settori produttivi, ad esempio le attività che fanno parte del settore Hi-tech.
3. Telematici, queste reti si contraddistinguono per il fatto di svolgere la propria attività esclusivamente attraverso reti telematiche (internet).<sup>44</sup>

L'IBAN (*Italian Business Angels Network Association*) è l'associazione nazionale che raggruppa tutti i BAN presenti in Italia; l'IBAN, a sua volta, fa parte di un'altra associazione chiamata EBAN (*European Business Angels Network*).

Essendo l'IBAN uno dei membri fondatori dell'EBAN, fa parte del *board of directors*, rappresentando l'Italia al fianco delle altre associazioni nazionali di *Business Angels*. Ogni BAN deve attenersi alle regole di comportamento indicate dall'IBAN e dall'EBAN, le principali sono:

- Sviluppare e coordinare l'attività di investimento nel capitale di rischio in Italia e in Europa da parte degli investitori informali;
- Incoraggiare lo scambio di esperienze tra i BAN;
- Promuovere il riconoscimento dei *Business Angels* e dei BAN come soggetti di politica economica;
- Promuovere l'incontro dei *Business Angels*, degli imprenditori, dei neoimprenditori e delle aziende;
- Contribuire alla realizzazione di programmi locali/nazionali/comunitari finalizzati alla creazione e allo sviluppo di un ambiente favorevole all'attività degli investitori informali;
- Mantenere gli opportuni contatti con le organizzazioni internazionali e non, per la realizzazione dei sopraccitati obiettivi.<sup>45</sup>

---

44. [www.iban.it](http://www.iban.it)

45. [www.eban.org](http://www.eban.org)

### 2.1.2.1. Il processo di investimento dei *business angels*

La strada che porta all'investimento si articola in diverse fasi<sup>46</sup>.

#### 1. Screening iniziale.

Lo *screening* è il primo momento in cui l'imprenditore e la sua idea entrano in contatto con il *business Angel*.

Questa fase si esplica attraverso la presentazione dell'*elevator pitch*<sup>47</sup>, questa è una presentazione completa ma sintetica dell'idea di business e deve essere fatta in modo da stimolare la curiosità dell'Angel.

Sulla base di questo, l'investitore realizza un'analisi preliminare della start-up che ne determinerà l'interesse o meno dello stesso nell'iniziativa.

#### 2. Valutazione e selezione.

In questa fase viene analizzato il *business plan*, che dovrà fornire una descrizione qualitativa e quantitativa del progetto, delle persone che ne fanno parte e del mercato di riferimento. Il *business plan* verrà analizzato in diversi incontri nell'ambito dei quali il business angel adotterà un approccio critico al progetto, valutandone tutti gli aspetti al fine di comprendere la reale fattibilità dello stesso. Alla fine di questo processo, nel caso si sia raggiunto un accordo, si arriverà alla firma di una lettera d'intenti in modo da verbalizzare l'impegno tra le parti e definire in via preliminare i punti cardine del contratto finale.

#### 3. *Due diligence*.

La fase di *due diligence* rappresenta la fase di investigazione e approfondimento dei dati. Il fine ultimo è quello di esaltare le potenzialità della *business idea* e prevedere i rischi che potrebbero decretare il fallimento dell'investimento. La *due diligence* si focalizza su diverse aree d'interesse che sono:

- *Due diligence* di Mercato, nella quale si analizzano i concorrenti diretti, i fornitori, i clienti, i potenziali entranti e i produttori sostitutivi.

*Due diligence* Finanziaria, dove vengono evidenziati i fattori di successo e quelli che potrebbero scoraggiare l'investitore a finanziare la *start-up*, inoltre, vengono analizzati l'andamento economico storico degli ultimi anni, se presente, l'andamento della struttura patrimoniale storica, sempre se presente, e prospettica. L'analisi del budget e del piano economico finanziario a 3-5 anni, l'analisi della struttura organizzativa e per ultimo viene evidenziata l'eventuale presenza di passività e rischi connessi all'attività della società.

---

46. [https://mestiereimpresa.bnl.it/roller/MI/entry/il\\_processo\\_di\\_co\\_finanziamento](https://mestiereimpresa.bnl.it/roller/MI/entry/il_processo_di_co_finanziamento)

47. <https://startuprunner.com/elevator-pitch/>

- *Due diligece* tecnica prevede l'analisi della componente tecnologica ed innovativa del progetto.
- *Due diligence* legale nella quale viene esaminata la presenza di eventuali cause in corso o minacciate, vengono identificati eventuali impegni assunti con terzi e i relativi rischi. Viene verificata la presenza dei requisiti legali necessari all'esercizio dell'attività e la situazione degli accordi di lavoro.
- Due diligence Ambientale, in questa parte viene verificata l'idoneità dell'attività aziendale con la legislazione presente nel territorio, individuato l'impatto degli aspetti ambientali sull'attività corrente e verificate le conseguenze delle eventuali problematiche ambientali non risolte.

#### 4. Negoziazione e costituzione della società.

In caso di esito positivo per le precedenti fasi, si procederà alla negoziazione. Tale fase ruota intorno a due elementi essenziali: la determinazione del valore economico della società e la definizione degli accordi che regolano la futura cooperazione tra *Business Angel* e imprenditore.

Le metodologie valutative utilizzate in questi contesti sono indirette e dirette.

- ✓ I metodi indiretti o analitici: metodo reddituale, metodo finanziario (*discounted cash flow*)
- ✓ I metodi diretti o di mercato: Multipli di borsa, Multipli di transazioni comparabili.

Gli accordi che regolano gli scambi tra *Business Angel* e l'imprenditore hanno l'obiettivo di stabilire in modo chiaro e inequivocabile le relazioni di forza all'interno della compagine sociale.

I documenti di riferimento sono lo statuto che regola il funzionamento della collaborazione e la regolamentazione dei rapporti tra l'impresa e i diversi portatori d'interesse. I patti parasociali che sono degli accordi extra-statutari con i quali i soci regolano aspetti della vita sociale come le convenzioni di voto o accordi sulle regole di disinvestimento.<sup>48</sup>

#### 5. Monitoraggio

Una volta costituita la società e che l'investimento è avvenuto, inizia la fase di monitoraggio. L'attività di monitoraggio post investimento dipende dal tipo di accordo preso dall'imprenditore e dal *business angel*.

Nel caso si fosse accordato un tipo di intervento attivo, il *business angel* accompagnerà costantemente lo sviluppo dell'impresa fornendo le adeguate risorse tangibili e intangibili.

Nel caso invece si fosse optato per un intervento passivo, il *business angel* si limiterà a monitorare lo *status* dell'azienda a scadenze predeterminate e intervenendo solo nei consigli del CDA<sup>49</sup>.

---

48. <http://www.iban.it/frontend/iban/public/file/Guidapratica.pdf>

49. CDA sta per **consiglio di amministrazione**, nell'organizzazione aziendale è l'organo collegiale al quale è affidata la gestione delle società. (Fonte Wikipedia).

## 6. Uscita

Una volta concluso il periodo di detenzione prestabilito contrattualmente, l'investitore istituzionale, al fine di monetizzare la sua posizione, adotterà una delle seguenti strategie di exit:

- vendita della partecipazione ad un'altra società (*trade sale*)
- vendita della partecipazione ad un altro investitore istituzionale, di solito un *venture capitalist*
- riacquisto della partecipazione da parte dello *startupper* (*sell-back*).
- quotazione al MAC (Mercato alternativo dei Capitali) o in Borsa.
- nel caso invece il progetto non sia riuscito a decollare si potrà procedere alla liquidazione della società.

### 2.1.3. Venture Capital

A seguito della fase di start-up ritroviamo l'*Early growth*, questa rappresenta la fase in cui l'impresa necessita di un fabbisogno finanziario notevolmente più elevato rispetto agli step precedenti. I protagonisti delle operazioni di finanziamento, in questo caso, sono i *Venture Capitalist*, che a differenza dei *Business Angels* presentano delle strutture giuridiche riconoscibili e sono quindi definiti Investitori Formali.<sup>50</sup>

Solitamente i *Business Angels* investono le personali risorse finanziarie nelle start-up mentre i fondi di *Venture Capital*, una volta costituiti, necessitano della ricerca di nuovi capitali e tendenzialmente si rivolgono ai fondi istituzionali come Fondazioni Bancarie, enti previdenziali, enti pubblici territoriali, assicurazioni e banche.

Quando il fondo di *Venture capital* raggiunge il proprio obiettivo di raccolta, può iniziare ad operare.

I focus d'investimento del *venture capital* possono essere molteplici e possono riguardare:

- specifici settori d'interesse (ad esempio ict, bitotech, hi-tech, robotica)
- l'area geografica in cui si intende operare
- la fase di vita dell'impresa in cui si intende intervenire col finanziamento (*early stage, early growth o expansion*)
- dimensione dell'investimento, ossia la quantità massima o minima che l'investitore intende erogare nel singolo deal (progetto d'investimento).

---

50. <https://www.startupbusiness.it/cose-il-venture-capital/88667/>

Il *venture capital*, quando investe, acquisisce delle quote della società, può decidere di agire in vari modi a seconda dei casi, può aiutare la start-up anche a livello operativo oppure può semplicemente aspettare che l'impresa cresca per attuare la strategia di exit dall'investimento.

### 2.1.3.1. Come funziona il *Venture Capital*

In Italia il fondo di *venture capital* è generalmente un fondo mobiliare chiuso, promosso da una società di gestione del risparmio (SGR) autorizzata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze. Il fondo chiuso è caratterizzato da una durata limitata, prefissata, che può andare dai 3 ai 10 anni, i sottoscrittori delle quote del fondo possono riscattare le loro quote solo alla scadenza ed una volta completata la raccolta questa si chiude e non è più permessa l'entrata di nuovi sottoscrittori.

Il patrimonio del fondo è separato da quello della SGR che lo gestisce e che ha promosso la raccolta, agli investitori, inoltre, viene attribuita una percentuale in base alle quote del fondo sottoscritte. I sottoscrittori delle quote entrano nel fondo come soci temporanei e non come soci a responsabilità limitata.

Nel mondo anglosassone il modello di *venture capital* ha connotazioni diverse rispetto a quello italiano, la società è a capitale variabile e prende il nome di *limited partnership*. Gli attori che operano all'interno dell'organizzazione sono i *Limited Partners*, che sottoscrivono le azioni della sicav e i *General Partners*, persone fisiche che gestiscono il fondo; spesso accade che un *General partner* sia anche investitore (*Limited partner*) del fondo.<sup>51</sup>

Spesso il concetto di *Venture Capital* viene confuso con quello di *Private Equity*, ma in realtà rappresentano due tipi d'investimento molto diversi che si differenziano soprattutto per gli obiettivi che si prefiggono i relativi fondi. Il *Venture Capital* nasce come sottocategoria del *Private Equity*.

Con il termine *Private Equity* ci si riferisce a tutte quelle operazioni che vengono effettuate da investitori istituzionali in aziende che hanno già una storia consolidata alle spalle, che hanno semplicemente bisogno di partner finanziari per mettere in atto una ristrutturazione, un cambio di proprietà o la realizzazione di piani di sviluppo (per esempio espandersi a livello internazionale).

Diversamente il *Venture Capital* tratta operazioni effettuate da investitori istituzionali a sostegno di imprese innovative, ad alto potenziale di crescita, che si trovano nei primi stadi della loro vita quali *start-up*, *early growth* e *expansion*. Quindi il *Venture Capital* si occupa di supportare imprese che necessitano di capitali per consolidare ed accelerare la loro crescita e avviarsi verso un IPO.<sup>52</sup>

---

51. <https://its-campus.com/blog/venture-capital/>

52. <https://www.bizplace.it/2019/03/le-differenze-tra-venture-capital-e-private-equity/>

L' "*Invest Europe - The Voice of Private Capital*" è l'associazione che rappresenta i settori del *private equity* e del *Venture Capital*, precedentemente noto come EVCA (*European Venture Capital Association*). Costituita nel 1983 con sede a Bruxelles, rappresenta gli interessi dell'industria del *venture capital* mantenendo i contatti e collaborando con la Commissione europea, il Parlamento europeo e le istituzioni collegate.

Secondo l'*Invest Europe* i *venture capitalist* sono quei soggetti:

- che svolgono come attività principale quella di apportare finanziamenti a titolo di capitale di rischio per l'avvio e la crescita di piccole e medie imprese con un elevato potenziale di sviluppo in termini di nuovi prodotti/servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato.
- che hanno come obiettivo principale quello di conseguire dei guadagni nel medio-lungo termine a fronte dei rischi assunti, i cui investimenti sono composti prevalentemente da titoli non quotati o ammessi ad altri mercati regolamentati come il MAC.
- che possono fornire un attivo supporto al management nelle aziende partecipate.<sup>53</sup>

Il *Venture Capitalist* ha quindi una filosofia d'investimento innovativa rispetto ai finanziatori tradizionali e per questo al fine di svolgere al meglio il proprio lavoro ha bisogno di un notevole e diversificato bagaglio di conoscenze economico-aziendali.

---

53. <https://www.investeurope.eu/>

### 2.1.3.2. Il contributo dell'operatore di *Venture Capital*

Il supporto del *Venture Capitalist* non si esaurisce nella mera fornitura di capitale di rischio ma si concretizza in una partecipazione attiva alla crescita dell'impresa.<sup>37</sup>

Il supporto attivo consiste nella condivisione continua di conoscenze, nella messa a disposizione di un management capace e che abbia alle spalle una notevole esperienza nel settore di riferimento e nel fornire l'aiuto necessario all'impresa per concretizzare gli obiettivi aziendali.

Le risorse che un *venture capital* fornisce all'impresa, oltre all'apporto di risorse finanziarie, possono essere:

- competenze manageriali che possano aiutare l'azienda a professionalizzare la gestione e l'organizzazione, anche contribuendo alla realizzazione di una netta separazione tra interessi personali e aziendali;
- l'introduzione di sistemi di pianificazione, controllo e monitoraggio dei risultati aziendali e la predisposizione di relazioni periodiche sulla performance dell'impresa;
  
- competenze in ambito strategico, che consistono nel supporto da parte del *venture capitalist* nel tracciare una strategia di sviluppo sfruttando eventualmente le occasioni di crescita esterna. Vale a dire attraverso la messa in atto di strategie di acquisizioni, fusioni, concentrazioni e joint venture con altre imprese del settore;
- competenze finanziarie;
- competenze di marketing;
- miglioramento dell'immagine e della reputazione dell'impresa che ne gioverà in termini di maggiore credibilità e affidabilità nei confronti del mercato e delle banche;
- crescita del potere contrattuale dell'impresa, grazie alla presenza dell'investitore come azionista di rilievo;
- messa in campo di azioni tendenti ad elevare la trasparenza e la qualità nella comunicazione d'impresa al fine di evitare contrasti interni che minerebbero il perseguimento degli obiettivi aziendali;
- creazione di un network di contatti con imprenditori di successo che possano suggerire all'imprenditore le mosse da attuare al fine di superare determinate criticità;

---

54. Guida al Venture Capital, [https://www.datocms-assets.com/32/1446106257-Guida%20al%20venture%20capital\\_VentureUp.pdf?ixlib=rb-1.1.0](https://www.datocms-assets.com/32/1446106257-Guida%20al%20venture%20capital_VentureUp.pdf?ixlib=rb-1.1.0)

- pianificazione fiscale;
- contatti con altri investitori e/o istituzioni finanziarie;
- L'introduzione e/o il miglioramento dei sistemi di controllo di gestione utili a snellire le procedure e favorire l'efficienza organizzativa all'interno della società.

### 2.1.3.3. Cosa cerca il *Venture Capitalist* dall'imprenditore.

Prima di prendere una decisione d'investimento, il *Venture Capitalist* analizza diversi aspetti fondamentali della *start-up* affinché la business idea possa essere presa seriamente in considerazione.

Gli elementi che vengono analizzati sono:

- Il *Business Plan*<sup>55</sup>.  
A prescindere dal contenuto, un buon *business plan* deve possedere determinate caratteristiche chiave, queste sono:
  - a) La Chiarezza. Per essere chiaro il business plan deve contenere una descrizione appropriata e sintetica del progetto di sviluppo, deve evitare l'*overflow* informativo, ovvero non deve contenere informazioni troppo dettagliate e determinate specifiche tecniche che possano essere superflue ai fini valutativi.
  - b) La struttura. Una buona struttura per il *business plan* è quella che segue una sequenza logica degli argomenti da trattare in modo da non creare confusione nel processo di valutazione.
  - c) La completezza. Per essere completo il business Plan deve evitare parti mancanti, ovvero l'imprenditore deve, nella fase di redazione, cercare di comprendere tutti i documenti e le informazioni chiave fondamentali ai fini della valutazione. Questi possono essere ad esempio l'analisi di mercato o la valutazione dei potenziali concorrenti.
  - d) La Consistenza e l'obiettività. Il Contenuto del business Plan deve essere coerente con la situazione reale, questo anche perché ogni tentativo di *overselling* della *business idea* può risultare nocivo ai fini valutativi, ma soprattutto, nel caso l'idea fosse accettata *dal venture capitalist*, può essere fuorviante nella definizione degli obiettivi da perseguire. Inoltre è importante evitare contraddizioni e incongruenze che sono segno di scarsità qualitativa del *Business Plan*<sup>56</sup>.

---

55. R. Stutely, C. Castellazzi; Il Business plan, seconda edizione, 2008

56. Sahlman, W. A., How to write a great business plan, 1997

- Le caratteristiche del *management team*.

Il Management Team è l'elemento di maggiore rilevanza per le decisioni di investimento in aziende *start-up*. Le caratteristiche che i Venture capitalist cercano sono l'esperienza nel settore,<sup>57</sup> il *Management Team* deve conoscere le dinamiche del settore in cui ha intenzione di inserirsi. È importante che conosca gli operatori di mercato, in particolare gli attuali *competitors* e la loro *value proposition*, la *mission* e tutte le caratteristiche che li distinguono nel settore di riferimento. Inoltre deve conoscere a fondo anche le caratteristiche del mercato *target* a cui vuole offrire il proprio prodotto/servizio. In base alle informazioni precedenti il management team deve avere una chiara visione sulle strategie da mettere in atto al fine di imporsi sul mercato.

Il *management Team* deve essere completo vale a dire che ciascun *Manager* deve possedere competenze complementari a quelle del restante team in modo da coprire tutte le aree d'interesse. Ciascun *manager* deve avere un minimo di esperienza nella rispettiva area operativa.

Il *team* deve avere una visione razionale e omogenea riguardo alle strategie di realizzazione del progetto.

Il team deve essere dotato di capacità imprenditoriali, bisognerà mettere a disposizione del finanziatore un *track record* delle precedenti esperienze imprenditoriali. Inoltre deve essere ambizioso e determinato nella conduzione del progetto di sviluppo.

- Il prodotto e il mercato di destinazione.

L'azienda deve ambire a diventare un attore di riferimento nel proprio settore a livello globale. Bisognerà esporre la *value proposition*, ovvero la descrizione dei bisogni che il prodotto o la tecnologia intendono soddisfare e le caratteristiche essenziali che lo renderanno distinguibile e innovativo rispetto ai prodotti già presenti sul mercato. Analizzare il potenziale di mercato, vale a dire le dimensioni di mercato e il profilo di crescita attesa del business<sup>58</sup>. Inoltre deve essere mostrata al finanziatore qual è l'accessibilità del mercato ovvero definire la reale possibilità di sviluppo del progetto sul mercato nazionale e internazionale nel breve-medio termine. Dopo di che si passa all'analisi del contesto competitivo, ove verranno evidenziati la numerosità e la dimensione dei principali *competitor* con le rispettive quote di mercato in termini di vendite e fatturato insieme alla strategia di gestione delle dinamiche competitive che si intende attuare.

- La tecnologia e il vantaggio competitivo

Di particolare rilievo sarà anche la capacità tecnologica che costituisce una delle principali fonti di vantaggio competitivo per le giovani imprese, questa si può distinguere in innovatività, sostenibilità e difendibilità.

---

57. <https://www.startupvincente.com/come-un-venture-capital-valuta-una-startup/>

58. <https://www.innogestcapital.com/tag/stefano-molino/>

Per innovatività si intende la messa in campo di innovazioni radicali nel settore di riferimento che non comprendono dei semplici raffinamenti di soluzioni già esistenti.

In particolare, per essere innovativo, il progetto deve puntare ad apportare miglioramenti drastici in termini di prestazioni e/o costi rispetto alle soluzioni già utilizzate per le stesse applicazioni.

Un altro modo per intendere il concetto di innovatività è quello proporre nuove applicazioni dei prodotti già esistenti ampliando la gamma di prodotti derivabili.

Sostenibilità e Difendibilità: un progetto per essere sostenibile deve tenere conto delle tendenze di sviluppo della tecnologia adottata e di quelle alternative, la *start-up* deve quindi essere capace di mettere in campo tutte le azioni necessarie a proteggere il vantaggio competitivo di *first mover* per un bel po' di tempo. Tutto questo va fatto al fine di evitare l'obsolescenza del prodotto/servizio prima del raggiungimento della fase di maturità. La *start-up* deve quindi dimostrare la proteggibilità della proprietà intellettuale, lo può fare affidandosi alla tutela legale ovvero facendo ricorso ai brevetti<sup>59</sup>. Inoltre deve dimostrare la possibilità di mantenere nel tempo il vantaggio competitivo ottenuto.

- Le potenzialità di uscita e i ritorni attesi.

La preparazione e l'accompagnamento della società per l'uscita dell'investitore sono fondamentali al fine di generare un IRR (*Interna Rate Of Return*) che copra i rischi assunti dal *venture capitalist* nel finanziamento della *start-up*. L'IRR è un indice che esprime il tasso di redditività dell'investimento. Al fine di stimare l'IRR, il *venture capitalist* valuta alcune caratteristiche dell'ipotetico investimento:

- I potenziali Acquirenti: l'investitore valuta la *value proposition* e quindi il posizionamento dell'azienda verso i potenziali clienti. Poi focalizza la sua attenzione sul numero dei potenziali clienti e in particolare sulla massa critica di acquisto, questa rappresenta un sottoinsieme omogeneo di potenziali clienti, ovvero quel segmento della domanda totale che può essere raggiunto con le attività di distribuzione e di marketing.
- La tempistica di uscita: è importante stimare le tempistiche per il disinvestimento fin dall'inizio in modo che siano adeguate alla scadenza del fondo. Inoltre il tempo influisce notevolmente sull'IRR.<sup>60</sup>

---

59. <https://www.ufficiobrevetti.it/faq/proteggere-senza-brevetto/>

60. [https://www.unifg.it/sites/default/files/allegatiparagrafo/04-07-2013/ilo2\\_ws26\\_10\\_2010\\_molino.pdf](https://www.unifg.it/sites/default/files/allegatiparagrafo/04-07-2013/ilo2_ws26_10_2010_molino.pdf)

#### 2.1.3.4. Il processo d'investimento dei *Venture Capital*

L'AIFI, l'Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*, definisce così l'operato del *venture capitalist*: "Attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento, ai fini della sua dismissione entro un periodo di periodo di medio-lungo termine".<sup>61</sup>

Il processo d'investimento dei *venture capital* ha la stessa struttura riportata nel punto 2.1.2.1., riferita ai *Business Angels*. Il processo di selezione si presenta severo e accurato, in particolare su 100 opportunità esaminate solo una o due di queste si tramutano in un investimento. La maggior parte di queste non supera nemmeno lo screening iniziale.

Ricordando lo schema di selezione riportato precedentemente le fasi si differenziano in:

1. Consegna all'investitore del *business plan*
2. *Screening iniziale*
3. Valutazione e selezione
4. *Due diligence*
5. Investimento nelle *start-up* scelte dall'investitore
6. Monitoraggio
7. Disinvestimento

#### 2.2. La valutazione delle start-up

L'obiettivo della valutazione aziendale varia in relazione al contesto in cui si rende necessario definire il valore dell'impresa.

La misurazione del valore assume una particolare importanza nelle operazioni d'investimento nel capitale di rischio di società non quotate, operazione che caratterizza l'operato dei fondi di *venture capital*.

Il processo di valutazione in questo caso avviene durante la *due diligence*<sup>62</sup>, fase finalizzata a determinare la dimensione dell'apporto di capitale proprio al fine di raggiungere i livelli di redditività che possano ripagare il rischio dell'investimento. La valutazione fatta dall'investitore viene fatta su un orizzonte temporale limitato, solitamente compreso tra 3 e 7 anni. Il fine ultimo della valutazione è quindi quello di stimare il presumibile prezzo di realizzo detto anche *exit value* che possa permettere di ottenere il tasso di rendimento IRR prefissato.

---

61. [www.aifi.it](http://www.aifi.it)

62. [http://www.equityfactory.it/file/pubblicazioni/12-Gagliardi\\_5.pdf](http://www.equityfactory.it/file/pubblicazioni/12-Gagliardi_5.pdf)

La valutazione può essere utile anche per finalità interne all'azienda<sup>63</sup>, l'imprenditore la può utilizzare a supporto delle scelte gestionali come uno strumento che gli faccia comprendere l'effettiva fattibilità del progetto di business, ma soprattutto nell'ambito della pianificazione strategica. Infatti, questa risulta fondamentale al fine di selezionare le migliori strategie da implementare e per misurare il valore creato.

Un altro contesto in cui si rende utile la valutazione aziendale è quello che si fa in vista di una quotazione nei mercati finanziari attraverso un IPO (*Initial Public Offering*), in questo caso la valutazione ha l'obiettivo di prezzare i titoli da collocare sul mercato.

### **2.2.1 I limiti dei metodi tradizionali**

Le tradizionali metodologie di valutazione aziendale, risultano spesso inadeguate per fornire una corretta valutazione del valore potenziale di una *start-up*.

In particolare il metodo finanziario, che è generalmente preferito rispetto agli altri, risulta poco attendibile se applicato alla valutazione delle *start-up*, il motivo è che questo richiede la presenza di fattori che sono quasi sempre assenti nelle imprese di nuova costituzione.

In particolare il metodo del DCF si applica con difficoltà in presenza di flussi di cassa negativi, caratteristici di iniziative come quelle di *start-up*; inoltre è difficile determinare un tasso di attualizzazione dei flussi di cassa in quanto, essendo un'impresa il più delle volte innovativa, non esistono aziende comparabili alla *start-up* che si vuole analizzare.

Un altro problema nell'applicazione del DCF è la mancanza dei dati storici aziendali che non permette la stima della rischiosità dell'impresa.

Questi limiti e molti altri hanno portato i *Venture Capital* a sviluppare nuovi metodi di valutazione che nella prassi sono molto più funzionali rispetto ai metodi tradizionali, questi metodi vengono chiamati metodi di valutazione alternativi.

---

63. F.G. Grandis, F. Palazzi La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese

### 2.3 Metodi Alternativi di valutazione delle start-up.

Prima di elencare alcuni dei metodi di valutazione maggiormente utilizzati dai *Venture Capitalist*, vanno puntualizzati alcuni elementi collegati alla natura e al rischio della specifica tipologia di investimento.<sup>64</sup>

Per prima cosa si deve tener presente che i tassi di attualizzazione utilizzati nella prassi di valutazione da parte dei fondi di *venture capital* sono molto elevati, infatti questi si aggirano tra il 25% e il 60% annuo, inoltre sono inversamente proporzionali allo stadio di investimento.

L'utilizzo di tassi così elevati è dovuto al livello di rischio insito in ogni iniziativa<sup>65</sup>, in particolare le componenti che fanno innalzare il livello di rischio sono legate al settore in cui la società intende competere, dalla capacità del management di gestire l'azienda e dal livello di *burn-rate* necessario per avviare la società<sup>66</sup>, il *burn-rate* è la velocità espressa in (valore monetario/mese) con la quale una *start-up* perde denaro.

Un altro fattore che fa alzare i tassi di attualizzazione è che il *venture capital* investe in quote di aziende che sono totalmente illiquide.

Detto questo i principali metodi alternativi utilizzati nella prassi sono:

- Il *First Chicago model*
- Il metodo delle opzioni reali
- L'*Economic Value Added* (noto come EVA)
- Il *Berkus method*
- Il *risk factor summation model*
- Lo *Scorecard*(noto come *Benchmark method*)
- Il *Venture Capital Valuation Method*

Tra i metodi utilizzati dai *Venture Capital* mi focalizzerò sul *Venture Capital Valuation method*.

---

64. Damodaran A., *Valuing Young; Start-up and Growth companies: Estimation Issues and Valuation Challenges*, Stern School of Business, New York University, 2009

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

66. <https://www.investopedia.com/terms/b/burnrate.asp>

### 2.3.1 *Venture Capital Valuation Method*

Il *Venture Capital Valuation Method* viene utilizzato in presenza di imprese altamente innovative, con *track record* minimo o inesistente e con aspettative di rendimento e di rischio molto elevate. Questo metodo si basa sul calcolo del *cash flow* ad una data futura, coincidente con il momento in cui il *venture capitalist* cederà la quota, realizzando la strategia di disinvestimento programmata.

Il metodo si focalizza sul valore finale che l'impresa potrà raggiungere al momento del disinvestimento (quando si presume che l'impresa abbia cominciato a generare flussi di cassa positivi) e sul rendimento atteso dall'investitore.

Il valore futuro dell'azienda si calcola con il ricorso a multipli di mercato adeguati, il valore finale così calcolato viene scontato ad un tasso compreso tra il 25% e il 60% in funzione del rischio associato all'investimento. Il valore finale attualizzato, permetterà poi agli investitori di calcolare la quota di partecipazione da acquisire, per riuscire ad ottenere i ritorni attesi sull'investimento in questione.

Il *Venture Capital Valuation Method*, può essere implementato attraverso diverse metodologie, questi metodi hanno 4 elementi in comune. I 4 elementi principali sono<sup>67</sup>:

1. La stima del valore Finale dell'azienda al momento del disinvestimento.

Questo rappresenta il valore atteso dell'azienda nel periodo di uscita nel caso abbia avuto successo nel conseguire gli obiettivi prefissati. La ragione per concentrarsi su una *successful exit* è dovuta al fatto che è in questa fase che si realizzano la maggior parte dei profitti.

La definizione operativa di *Successful exit* è una IPO o una vendita competitiva ad un'altra compagnia. La vendita competitiva avviene solitamente per quelle aziende per le quali un IPO non è realistica perché il mercato potenziale è più limitato. In generale la *successful exit* avviene quando l'azienda raggiunge traguardi importanti. Adesso che abbiamo in mente il concetto di *successful exit*, bisogna stimare il valore della società subordinato a questo successo.

Esistono due approcci base per stimare l'*exit valuation*:

1. La valutazione relativa, questa avviene confrontando un gruppo di società che sono comparabili alla nostra azienda al momento della sua (ipotetica) uscita. La comparabilità è di solito stabilita in base a somiglianze nell'industria e nella crescita potenziale.<sup>68</sup>

---

67. A..Metrick, A.Yasuda; *Venture capital and the finance of innovation*; second edition;2011

68. <http://www.angelpartnergroup.com/2015/12/22/la-valutazione-di-una-startup-e-il-venture-capital-method/>

La valutazione relativa avviene attraverso il metodo dei Multipli di mercato, questo è un metodo comparativo, basato su indicatori che esprimono il valore della società a seconda del valore di società simili, utilizzando alcune variabili contabili fondamentali come il fatturato e gli utili.

La scelta dei multipli è generalmente regolata dagli standard di settore.

2. La valutazione assoluta riflette l'opinione dell'analista utilizzando un modello di flusso di cassa (DCF) scontato, l'idea di base è determinare il valore della società prevedendo i flussi di cassa futuri e attualizzandoli a dei tassi di sconto adeguati.

I metodi di valutazione assoluta non sono né migliori né peggiori dei metodi di valutazione relativi; entrambi hanno i loro punti di forza e di debolezza e un buon valutatore dovrebbe utilizzare entrambi.

Oltre ai due metodi principali di valutazione, esiste un terzo metodo di scelta, molto più rapido nell'applicazione. In questo caso l'*exit valuation* viene considerato pari alla media delle uscite di successo avvenute nello stesso settore tramite IPO<sup>69</sup> o vendita competitiva.

Ad esempio se in un determinato settore si sono registrate valutazioni medie delle IPO di 200 milioni, l'analista assumerà 200 milioni come valore di uscita per l'impresa in esame.

In questo caso quindi la principale attività di valutazione consisterà nello stimare la probabilità di una IPO.

2. Una stima del *target multiple of money* del VC (M).<sup>70</sup>

Questo valore è conosciuto anche come multiplo dell'investimento e dà una misura di quanto il *Venture capitalist* intende guadagnare dal suo investimento.

Il suo valore è dato da:  $M = \text{valore delle partecipazioni al momento dell'exit} / \text{capitale investito}$ .

Questi multipli possono essere direttamente dichiarati dal VC oppure essere costruiti in base ad un obiettivo annuale di ritorno (IRR) che il VC intende conseguire.

Il valore di Exit è una stima del valore dell'azienda in un periodo futuro. Per convertire questo valore in un valore attualizzato, abbiamo bisogno di un tasso di sconto adeguato, che chiamiamo "*target return*".

La stima del Costo del VC avviene utilizzando dati storici e una regressione lineare.

I VC considerano i rendimenti target riferendosi solo agli investimenti di successo.

---

69. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>

70. <https://www.lawinsider.com/dictionary/multiple-of-money>

Considerando “p” la probabilità di successo dell’exit, il valore atteso al momento dell’uscita sarà:

a)  $\text{Expected value at exit} = \text{Exit Valuation} * p$

Se questa exit è prevista in “T” anni dall’inizio dell’investimento, e se non ci sono ulteriori round d’investimento, allora possiamo calcolare il valore attuale scontato dell’azienda<sup>71</sup> :

b)  $\text{Present discounted value of exit} = \text{exit valuation} * p / (1+r_{vc})^T$

Dove:

” $r_{vc}$ “ è il costo del capitale di rischio fornito dal venture capital,

“ $p / (1+r_{vc})^T$ ” rappresenta il fattore di sconto effettivo per l’*Exit valuation*,

L’inverso di questo fattore di sconto viene chiamato (target multiple of money) e lo si denota con (M).

È importante sottolineare che il rendimento target è una cosa diversa dal costo del VC.

È possibile ricavare dal multiplo di investimento target (M) un rendimento target annuale, che è implicitamente calcolato come:

$$p / (1+r_{vc})^T = 1/M = 1 / (1 + \text{Target Return})^T.$$

Per stimare questi input i VC si affidano ai dati storici e all’esperienza personale.

In particolare nella stima di “p”, un VC deve usare tutta la sua esperienza e il suo giudizio. Un bravo *Venture Capitalist* deve saper combinare l’intuizione naturale con i dati che possono essere estrapolati dall’esperienza quotidiana o da esperimenti passati.

### 3. *Expected Retention* (tasso di ritenzione attesa).

Quando gli investimenti attuali sommati ai flussi di cassa futuri dell’azienda sono insufficienti per finanziare la crescita necessaria per una *successful exit*, c’è la necessità da parte dell’azienda di emettere delle nuove azioni.

Sebbene l’attuale VC può partecipare ai futuri round d’investimento, è necessario conoscere la riduzione della percentuale di proprietà che può avvenire dopo l’investimento corrente a causa dell’effetto diluizione che si viene a creare quando si rendono necessari altri round d’investimento. Ovvero è necessario stimare la percentuale di ritenzione attesa tra l’attuale investimento e la *successful exit*.<sup>72</sup>

---

71. Sahlman W. A., The basic Venture Capital Formula, Harvard Business school, Rev: (2009)

72. A.Metrick, A.Yasuda; Venture capital and the finance of innovation; second edition;2011

Nell'applicazione del *VC method*, si considera ogni round d'investimento come un investimento autonomo. Nel metodo VC, di solito si deve tenere conto dei flussi di cassa negativi, che richiedono quindi ulteriori round di investimento e riduzione della percentuale di possesso per gli investitori precedenti.

Per esempio, se un VC acquista 5 milioni di azioni nell'azienda "X"; con un valore totale di 20 milioni in un investimento di serie A, nel caso ci fosse un secondo round d'investimento (serie B) di 5 milioni, questo ridurrà la partecipazione dell'investitore di Serie A dal 25% al 20%.

In questo caso il tasso di ritenzione per gli investitori di Serie A sarà:  $0.20/0.25 = 80\%$ .

Questo esempio ci fa capire che è importante ai fini della decisione di investimento nella Serie A, tenere conto delle riduzioni future della quota investita dovuta all'effetto diluizione.

Per calcolare in modo corretto il tasso di ritenzione, bisogna tener conto del numero totale delle azioni in circolazione dopo il round d'investimento. In particolare bisogna comprendere le quote dei fondatori (comprese quelle non ancora investite) e tutte le opzioni per i dipendenti (comprese quelle non ancora emesse o acquisite).

Il motivo per cui è necessario includere le opzioni e le azioni non investite e persino non emesse è dovuto al fatto che tutte queste azioni saranno certamente emesse, acquisite e valutabili al momento dell'exit.

Il passo successivo è stimare il numero di azioni necessarie al VC per raggiungere un'Exit di successo.

Il rapporto di azioni correnti rispetto alle azioni finali (*new+current*) diventa la nostra stima del tasso di ritenzione atteso. Questa stima può essere fatta affidandosi all'esperienza passata, analizzando i dati storici sulle precedenti uscite di successo.

Dal database di *Sand Hill Econometrics* si evince che<sup>73</sup>: il tasso di ritenzione medio per gli investimenti del primo turno è del 50%, per il secondo turno invece il tasso di ritenzione medio è pari al 60%, il 67% per quelli del terzo round e il 70% per quelli del quarto e oltre. Queste medie solitamente sono solo il punto di partenza per la stima del tasso di ritenzione da parte di un VC, questo saprà adattarle in base ai diversi settori, fasi aziendali e condizioni di mercato ottenendo una stima sicuramente più accurata.

#### 4. *L' investment recommendation.*

Il passaggio finale in qualsiasi metodo VC è formulare una raccomandazione di investimento<sup>74</sup>. Qui vengono confrontati l'investimento richiesto dall'azienda, con le quote di partecipazione che il VC intende acquisire sulla base della valutazione totale.

---

73. <http://www.sandhillecon.com/indexing-venture-capital.html>

74. B. Lerner, Josh and John Willinge, 2002, A Note on Valuation in Private Equity Settings, HBS Background

La raccomandazione di investimento si basa sempre su un confronto tra i costi e i benefici dell'investimento per l'investitore.

Nel metodo VC standard i costi dell'investitore sono i soldi investiti (investimento richiesto dall'azienda), i vantaggi sono il valore della sua partecipazione nella società.

Per capire quali sono i vantaggi dell'investitore bisogna prima calcolare il valore totale della società.

Il Valore totale della società è pari al valore attuale della stessa dal momento della *successful exit*, con una rettifica aggiuntiva per la percentuale di ritenzione.<sup>75</sup>

Siccome l'investitore non punta a possedere l'intera azienda, è necessario conoscere il valore della parte di società richiesta dall'investitore. Il valore della quota dell'investitore sarà quindi pari alla valutazione totale moltiplicata per la percentuale di proprietà richiesta dall'investitore.

Si parla di raccomandazione d'investimento e non di decisione d'investimento, questo per sottolineare che i calcoli fin ora fatti sono usati come input nel processo decisionale e non come risposta finale.

Tuttavia, la fase di raccomandazione di investimento è un controllo di realtà cruciale e non dovrebbe essere ignorato.

L'investitore prudente deve essere attento ai segnali di pericolo. Un *Venture Capital Valuation Method* completo fornisce degli output basati su una gamma di diversi input, in modo che l'investitore possa comprendere al meglio la sensibilità dei valori che vengono fuori dalle raccomandazioni rispetto ai diversi input e alle ipotesi assunte.

### *The Standard Venture Capital Method.*

Al fine di comprendere il processo di valutazione dello *standard VC Method*<sup>76</sup>, verranno illustrati i diversi passaggi che vanno dal primo step a quello finale dell'*investment recommendation*:

Step 1: Si deve chiarire qual è l'investimento richiesto dall'azienda oggi.

Step 2: si fa una stima del valore di exit per questa azienda. Come abbiamo accennato prima, per avere un primo riscontro in tempi brevi, si prende in considerazione il valore medio delle exit avvenute attraverso IPO nel settore di competenza dell'azienda considerata. Inoltre si deve stimare il valore di "p" che rappresenta la probabilità di successo dell'exit.

Valore di Exit(azienda) = media del valore di Exit delle aziende nello stesso settore.

Step 3: Bisogna poi stimare il valore di "M":

$$M = (1+r_{vc})^T / P$$

---

75. A.Metrick, A.Yasuda; *Venture capital and the finance of innovation*; second edition;2011

76. Tyebjee, T. T.; *A Model of Venture Capital Investment Activity*, 1984

Step 4: va poi calcolato il tasso di ritenzione atteso; di solito viene fatto in base ai dati storici del settore.

Step 5 : stimare il valore totale dell'azienda oggi.

$$\text{Valore Finale scontato} = \text{Valore Finale} * \text{tasso di ritenzione} / M.$$

Step 6 : la percentuale di partecipazione che l'investitore si propone di acquisire.

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

Step 7: stima del valore attuale della partecipazione che il VC intende acquisire:

$$\text{Valore delle partecipaz.} = \text{Quota Finale del VC} * \text{Valore finale Scontato}$$

Step 8: in ultimo va confrontato il valore della partecipazione del VC con l'investimento richiesto dall'azienda. Se il primo risulta maggiore del secondo, la raccomandazione d'investimento è positiva. Al contrario se risulta minore del secondo la raccomandazione è invece negativa.<sup>77</sup>

La principale critica fatta al *venture capital valuation method* riguarda l'uso di tassi di sconto molto alti, dovuti a:

- necessità di compensare la scarsa liquidità dell'investimento, ovvero, nel caso l'investitore decidesse di disinvestire prima della scadenza il numero di eventuali acquirenti interessati sarebbe pressoché pari a 0.
- apporto di servizi forniti dal *venture capitalist*, tra cui la consulenza in tutti i campi dalla gestione al Marketing, la messa a disposizione di un team manageriale più che competente e il supporto nella pianificazione strategica, senza i quali l'impresa avrebbe basse probabilità di sopravvivenza.
- compensazione dell'elevato rischio di fallimento del progetto imprenditoriale.

---

77. Sahlman W. A., The basic Venture Capital Formula, Harvard Business school, Rev: (2009)

## Capitolo III – Amazon

### 3.1. Amazon, la storia di un'idea diventata un successo planetario

Amazon nasce come start-up, fondata da un trentenne americano, Jeff Bezos nel 1994 a Seattle, con il nome originario di Cadabra.com, dedita principalmente al commercio di libri online.

Il fondatore meditò a lungo sulla scelta del nome, inizialmente si orientò per Cadabra, ma l'assonanza con la parola cadavere lo fece desistere. Così pensò che per la sua azienda serviva un nome che cominciasse per A, in modo tale da comparire per primo nelle ricerche sul web, puntando ad avere un Ranking alto che facesse aumentare la visibilità del sito internet migliorandone la posizione nelle classifiche dei motori di ricerca. Sfogliando un'enciclopedia trovò Amazon, nome di uno dei fiumi più grandi al mondo e decise che quello era il nome giusto.

Il fondatore, Bezos, laureato a Princeton, notò l'immenso potenziale rappresentato da internet e dall'e-commerce, decise così di abbandonare il proprio impiego da vicedirettore di una società finanziaria di Wall Street, la D.E. Shaw di New York, dedicandosi completamente al suo progetto: la creazione di un “*Everything Store*”, ovvero un negozio virtuale che fungesse da intermediario tra clienti e produttori e permettesse lo scambio di qualsiasi tipo di bene<sup>78</sup>.

Il progetto risultava essere ambizioso però l'allestimento di un negozio che si occupasse “del tutto” si mostrò di non facile realizzazione. Bezos decise quindi di stilare una lista di prodotti che sembravano essere più adatti alla vendita online, restringendo il campo a cinque categorie merceologiche ad alto potenziale: VHS, CD, libri, Hardware e Software.

Il primo dipendente assunto da Jeff Bezos, fu Kaphan, egli imparò come codificare un sito Web: a quei tempi ogni cosa su Internet doveva essere personalizzata e costruita. Tutto è partito con un budget esiguo. Inizialmente Bezos sostenne la compagnia con \$ 10.000 in contanti e, nei successivi sedici mesi, avrebbe finanziato l'avvio con ulteriori \$ 84.000 in prestiti senza interessi, secondo documenti pubblici. Il contratto di Kaphan gli imponeva di impegnarsi ad acquistare \$ 5.000 di quote dopo essersi unito alla società, Kaphan invece ne comprò \$ 20.000 e come Bezos, avrebbe guadagnato solo \$ 64.000 all'anno.

All'inizio del 1995, i genitori di Bezos, Jackie e Mike Bezos, investirono \$ 100.000 in Amazon, nonostante Jeff gli avesse detto che poteva esserci una probabilità del 70% di perdere tutto, a loro non importò.

Dopo di che Bezos assunse Paul Davis, un programmatore di origini britanniche.

---

78. Brad Stone; The Everything Store: Jeff Bezos and the Age of Amazon, 2013

Nel 1995, Bezos e sua moglie, con l'aiuto di Davis e Kaphan esperti di software, diedero ufficialmente inizio alla propria attività, allestendo la sede aziendale nel proprio garage, con la prima insegna scritta con una bomboletta spray blu su un rettangolo di plastica bianca, decidendo di partire dalla vendita dei libri, allestendo così una libreria virtuale, senza scaffali e senza confini.



Uno dei principali obiettivi di Bezos era quello di creare qualcosa di superiore alle librerie online già esistenti come Books.com che a quei tempi era già attivo in rete.

L'idea di Business sviluppata inizialmente era che Amazon avrebbe ordinato i libri da uno dei due principali distributori, pagando la tariffa all'ingrosso standard del 50% sul prezzo di listino, rivendendoli poi ai suoi clienti e realizzando solo un piccolo profitto. La piattaforma Amazon offriva fino al 40% di sconto sul prezzo di listino di *bestseller* e uno sconto del 10% sul prezzo di listino di altri libri. Inoltre le spese di spedizione ammontavano a \$ 3,95 per ogni ordine.<sup>79</sup>

Il 16 luglio 1995 apre i battenti il sito Amazon.com diventando visibile a tutti gli utenti Web.

Dopo una settimana dal lancio, furono poi aggiunti su un sito chiamato Yahoo, all'epoca uno dei motori di ricerca più diffusi sul Web.

Pochi mesi dopo l'apertura del sito, Kaphan aggiunse una funzione che dava la possibilità di lasciare delle recensioni per ogni singolo prodotto acquistato. Bezos credeva che se Amazon.com avesse avuto più recensioni di libri generate dagli utenti rispetto a qualsiasi altro sito, ciò avrebbe offerto alla società un enorme vantaggio in quanto i clienti sarebbero stati meno propensi a cercare i libri in altre librerie online.

Amazon, da semplice sito di e-commerce si stava trasformando in una vera e propria community, dove gli utenti mettevano a disposizione la propria conoscenza per aiutare altri utenti nella scelta dei possibili acquisti da effettuare.

---

79. Influential Individuals, Jeff Bezos: The Life, Lessons & Rules for Success, 2018

Per Bezos i principi fondamentali per la realizzazione dell'azienda erano rappresentati dalla libertà e dalla varietà di scelta per i clienti, ed è per questo che si impegnò alla realizzazione di un vastissimo catalogo di libri, aiutato soprattutto dalla natura virtuale del negozio che gli consentiva di superare i limiti che solitamente impone uno spazio fisico.

All'inizio la società non possedeva alcun inventario; quando un cliente acquistava un libro, Amazon lo ordinava, il libro sarebbe arrivato entro pochi giorni e Amazon lo avrebbe quindi spedito al cliente. Presto i volumi aumentarono e la compagnia rimase indietro con le spedizioni.

La prima settimana dopo il lancio ufficiale, ricevettero \$ 12.000 in ordini e spedito libri per un valore di \$ 846, La settimana successiva ricevettero ordini per \$ 14.000 e spedirono libri per un valore di \$ 7.000. Erano indietro col lavoro e si arrampicavano per recuperare.

La combinazione di un vasto assortimento e di un prezzo moderato a cui i libri venivano messi in vendita, risultò una formula più che vincente, e in breve tempo il volume di affari di Amazon crebbe a dismisura. Nel primo mese di vita la società aveva già ricevuto ordini e venduto libri in tutti e cinquanta gli Stati USA e in quarantacinque paesi nel mondo.

Come già accennato, in un primo momento vi furono enormi difficoltà nel rispondere in maniera adeguata alle numerose richieste e si presentarono problemi relativi alla mancanza di finanziamenti, Bezos si stava impegnando nel tentativo di raccogliere fondi da investitori istituzionali, questi però vista la mancanza di una storia recente dell'azienda e vista l'elevata incertezza del settore in cui operava non ritennero che il finanziamento di Amazon fosse un buon investimento.

Bezos infatti aveva impostato un modello di Business che prevedeva la conquista di una consistente quota di mercato per i primi cinque anni, volta a una forte crescita ma a discapito della generazione di utili. Questo rese poco allettante l'investimento da parte dei finanziatori che non avevano interesse ad investire in un business così rischioso e che al contempo forniva un rendimento negativo.

L'unica strada che restava a Bezos per continuare ad operare con la sua attività era quella dell'autofinanziamento, infatti quell'estate del 1995 la famiglia della moglie Mackenzie investì altri \$ 145.000 in Amazon.<sup>80</sup>

L'azienda però non poteva continuare ad assumere e crescere solo sui risparmi della famiglia Bezos, per questo, continuando la ricerca di finanziamenti Bezos si imbattè in Nick Hanauer, il cui padre aveva avviato un'azienda di produzione di cuscini di successo.

---

80. Robert Spector, *Amazon.com: Get Big Fast* (New York: HarperCollins, 2000). Spector's book offers a comprehensive account of Amazon's early years.

Nick aiutò Bezos organizzando per lui numerosi incontri nella comunità imprenditoriale di Seattle. Insieme Nick e Bezos trovarono 60 potenziali investitori<sup>81</sup>. Negli incontri, Bezos presentò quella che era la sua visione del futuro di Amazon, nel suo *elevator pitch* parlò della sua start-up evidenziando i punti di forza della vendita online di libri e quali erano i caratteri distintivi rispetto ai negozi fisici tradizionali, questa infatti offriva un'esperienza di acquisto più conveniente rispetto ai negozi affollati di big-box in cui il personale ignorava abitualmente i clienti, inoltre aveva previsto la capacità dell'azienda di personalizzare una versione del sito Web per ciascun acquirente in base ai suoi precedenti acquisti. Dopo di che espose quelle che erano le opportunità che l'esplosione di Internet poteva dare al suo business profetizzando quello che a quei tempi sembrava un futuro radicale ovvero che un giorno tutti avrebbero usato Internet ad alta velocità, e che un negozio con una selezione infinita di articoli come quello che si proponeva di creare sarebbe stato un business da miliardi di dollari.

All'epoca l'azienda aveva circa \$ 139.000 in attività, di cui \$ 69.000 in liquidità. La società aveva perso \$ 52.000 nel 1994 ed era sulla buona strada per perdere altri \$ 300.000 quell'anno. Contro quel misero inizio, Bezos avrebbe detto agli investitori di proiettare \$ 74 milioni di vendite entro il 2000 se le cose fossero andate moderatamente bene e \$ 114 milioni di vendite se fossero andate molto meglio del previsto.

Bezos aveva stimato il valore di Amazon intorno ai \$ 6 milioni, ma purtroppo agli investitori questa valutazione appariva infondata e poco credibile, così, molti rifiutarono di finanziare Amazon ma Hanauer decise comunque di investire. Tom Alberg, ex dirigente di McCaw Cellular, conobbe Bezos, inizialmente dubbioso riguardo alla sua start-up perché amava sfogliare i libri nelle librerie, cambiò idea pochi giorni dopo non riuscendo a trovare un libro di affari per suo figlio in un negozio locale e decise di investire.

Entro le prime settimane del 1996, i ricavi crescevano dal 30% al 40% al mese, un ritmo frenetico che minava i tentativi di pianificazione e richiedeva un ritmo di lavoro vertiginoso.

Nella primavera del 1996, Amazon fu presentato in un articolo del WSJ in prima pagina, Bezos ebbe il suo primo ritratto nel più grande giornale finanziario del paese. Questo articolo diede una grande attenzione mediatica all'azienda di Bezos che grazie ad esso venne pubblicizzata e fatta conoscere in tutti gli stati Uniti e Oltre Oceano. Da allora il numero di ordini giornalieri raddoppiò immediatamente, il mondo ora conosceva Amazon.com.<sup>82</sup>

Quell'estate 1996 Amazon estese la sua portata nel Web attraverso altri siti, la società stava bruciando soldi attraverso nuove assunzioni, l'acquisto di attrezzature e spazio server, quindi Bezos decise di raccogliere altro capitale di rischio.

---

81. Jeff Bezos, speech at Lake Forest College, February 26, 1998.

82. Amazon.com Inc. S-1, filed March 24, 1997.

Iniziò a negoziare con il General Atlantic un grande società di *Private Equity* con sede a Boston, i cui partner discussero di valutare la società a \$ 10 milioni, una valutazione ragionevole per una startup in pista per \$ 15,7 milioni di vendite e \$ 5,8 milioni di perdite quell'anno.

Poi però John Doer, un partner di spicco della storica società di *venture capital* Kleiner Perkins Caufield Byers della Silicon Valley, venne a conoscenza della compagnia e volle incontrare Bezos.

Alle fine Bezos scelse di farsi finanziare da Kleiner per la sua reputazione nella comunità tecnologica. Questa investì \$ 7,8 milioni, acquisendo una partecipazione del 13% nella società e valutandola a \$ 60 milioni.

Come condizione dell'accordo Bezos insistette sul fatto che Doerr assumesse la posizione di amministratore nel CDA di Amazon. Il coinvolgimento diretto di Doerr era dovuto alla sua ottima reputazione ed era finalizzato a trasmettere fiducia al mercato sullo sviluppo di Amazon.

L'ottimismo di Doerr sul Web si mescolò al fervore rialzista di Bezos e scatenò un'esplosione di ambizioni e piani di espansione, rendendo Jeff più determinato che mai.<sup>83</sup>

Bezos era convinto che più grande era la società, più potere contrattuale poteva avere verso i suoi fornitori e quindi minori erano i prezzi che poteva esigere da Ingram, Baker e Taylor, i grossisti di libri. Inoltre più capacità di distribuzione poteva permettersi e più rapidamente l'azienda sarebbe cresciuta. Più l'azienda cresceva e più territorio poteva catturare in quella che stava diventando la corsa per stabilire nuovi marchi sulla frontiera digitale.

Alla fine dell'estate del 1996 ci fu un'ulteriore impennata degli ordini dei clienti, Amazon stava aumentando considerevolmente il numero di dipendenti, infatti si stava avvicinando a 150 impiegati a tempo pieno.

Nell'autunno del 1996, la società si concentrò sulla personalizzazione del sito per ogni visitatore, proprio come Bezos aveva promesso ai suoi investitori iniziali, questo piccolo accorgimento permise ad Amazon di indirizzare i clienti verso libri che altrimenti non avrebbero trovato.<sup>84</sup>

Bezos era spinto dal desiderio di rinforzare il marchio di Amazon a livello globale e di migliorarne la percezione nella mente dei consumatori, così all'inizio del 1997, decise di rendere pubblica la società con un IPO, e iniziò un folle reclutamento di personale amministrativo tra i dirigenti più brillanti di compagnie come Barnes & Noble, Symantec e Microsoft al fine di completare la leadership aziendale, così costruì il gruppo che sarebbe diventato formalmente noto come J Team.

---

83. Mukul Pandya and Robbie Shell, eds., "Lasting Leadership: Lessons from the 25 Most Influential Business People of Our Times," 2006

84. B.Stone, Vendere tutto: Jeff Bezos e l'era di Amazon, 2013

Per convincere i diversi dirigenti a schierarsi dalla sua parte, Bezos gli disse testuali parole:” "Se riusciamo a farlo bene, potremmo essere una società da \$ 1 miliardo entro il 2000".<sup>85</sup>

Amazon non aveva urgente bisogno di capitale, cosa che poteva spiegare un'offerta pubblica, infatti doveva ancora lanciare nuove categorie di prodotti e il suo magazzino di 90 metri quadrati a South Seattle stava soddisfacendo le esigenze dell'azienda. Ma Bezos credeva che un'offerta pubblica potesse essere un evento di portata globale che poteva consolidare l'idea di Amazon nelle menti dei clienti; in quei giorni, colse ogni occasione per apparire in pubblico e raccontare la storia di Amazon.com. Un'altra ragione che ha spinto Bezos a far diventare pubblica Amazon era la minaccia concreta del gigante in carica del commercio di libri, Barnes & Noble.

La catena di negozi era gestita da Len Riggio, nel corso di due decenni, Barnes & Noble ha rivoluzionato il commercio di libri introducendo i prezzi di sconto sulle nuove uscite e ha diffuso il concetto di superstore del libro, facendo fallire molti negozi indipendenti. Di conseguenza, tra il 1991 e il 1997, la quota di mercato delle librerie indipendenti negli Stati Uniti è scesa dal 33% al 17%.

Nel 1996 Amazon ottenne \$ 16 milioni di vendite, nello stesso anno Barnes & Noble incassò \$ 2 miliardi di vendite. La minaccia era quindi seria e reale.

Tuttavia, dopo l'articolo del Wall Street Journal del 1996, Riggio chiamò Bezos e gli disse che voleva incontrarlo per parlare di un accordo, gli disse che avrebbe presto lanciato un sito Web e schiacciato Amazon, ma che aveva ammirato ciò che Bezos aveva fatto e suggerì una serie di possibili collaborazioni, come la concessione in licenza della tecnologia di Amazon o l'apertura di un sito Web comune, ma Bezos gli disse che una simile collaborazione non avrebbe mai funzionato.

Così Riggio iniziò a lavorare sul proprio sito, Barnes & Noble impiegò molti mesi per sostenere la propria minaccia e a potenziare la propria operazione Web, durante quel periodo però il team di Bezos aveva accelerato il ritmo dell'innovazione e dell'espansione.

Nella primavera del 1997, Bezos viaggiò negli Stati Uniti e in Europa per presentare Amazon ai potenziali investitori, ormai con tre anni di dati sulle vendite sentiva di avere una solida base di partenza e una storia unica<sup>86</sup>. Amazon, a quel tempo aveva un sito Web, un solo magazzino e un inventario. L'utilizzo di un minor numero di risorse rispetto ai rivenditori fisici tradizionali di quel tempo permetteva di avere un rapporto tra costi fissi e ricavi notevolmente più favorevole di quello dei suoi concorrenti offline, un vantaggio significativo agli occhi dei potenziali investitori. Ma al contempo a differenza dei rivenditori tradizionali, Amazon presentava un ciclo operativo negativo.

---

85. Influential Individuals, Jeff Bezos: The Life, Lessons & Rules for Success, 2018

86. James Marcus, *Amazonia* (New York: New Press, 2004).

Bezos durante la presentazione di Amazon agli investitori, divulgò solo il minimo legale e trattenne alcuni dati, come ad esempio quanto costava ad Amazon attrarre un nuovo utente e quanto i clienti fedeli solitamente spendevano sul sito.

Voleva capitale da una IPO ma non voleva dare ai suoi rivali una *road map* da utilizzare per seguire le sue orme.

A causa di questa sua sfiducia nel promulgare determinate informazioni Bezos vide chiudersi le porte di diversi investitori, ma grazie alla sua dedizione riuscì a trovare alcuni investitori Istituzionali e non, disposti a finanziarlo. Inizialmente considerò Morgan Stanley e Goldman Sachs per il ruolo di sottoscrittore principale nell'IPO di Amazon, ma alla fine decise per Deutsche Bank e Frank Quattrone, un investitore che si occupava di investimenti in tecnologia.

Il processo di IPO non è stato per nulla facile, durante le sette settimane di preparazione, periodo di quiete, a Bezos non è stato permesso di parlare con la stampa. Questo fatto non piacque molto a Bezos che lamentò il fatto di dover ritardare l'attività di Amazon di 7 anni, equiparando settimane a anni perché credeva che Internet si stesse evolvendo a un ritmo esponenziale.<sup>87</sup>

Stare lontano dalla stampa divenne ancora più difficile quando, tre giorni prima dell'IPO di Amazon, Barnes & Noble intentò una causa contro Amazon dinanzi al tribunale federale sostenendo che Amazon si stava pubblicizzando falsamente per essere la più grande libreria della Terra.

Riggio con questa mossa intendeva screditare Amazon, ma con la causa legale finì per avere l'effetto opposto, dandogli la possibilità di avere maggiore attenzione mediatica.

Più tardi quel mese, i Riggio svelarono il loro sito Web e molti sembravano pronti a vedere Amazon distrutto. Bezos in occasione di questo evento convocò una riunione per rassicurare tutti i manager, le sue parole furono: "non preoccupatevi dei nostri concorrenti perché non ci invieranno mai soldi. Dobbiamo essere preoccupati per i nostri clienti e rimaniamo concentrati a testa bassa."<sup>88</sup>

Bezos combattette fino all'ultimo contro i suoi banchieri riuscendo a far aumentare il prezzo dell'offerta a 18 dollari per azione. Nonostante tutto l'IPO di Amazon, il 15 maggio 1997, fu un successo, Bezos raccolse \$ 54 milioni e ottenne un'attenzione diffusa, spingendo l'azienda a un anno di successo con una crescita del 900% dei ricavi annuali.<sup>89</sup>

I sostenitori originari di Amazon, la Famiglia Bezos e Kleiner Perkins grazie alla caparbità e alla diligenza di Jeff Bezos ottennero un buon ritorno sugli investimenti.

---

87. Jeff Bezos, speech to Commonwealth Club of California, July 27, 1998.

88. Cynthia Mayer, "Investing It; Does Amazon = 2 Barnes & Nobles?," *New York Times*, July 19, 1998.

89. Brad Stone; *The Everything Store: Jeff Bezos and the Age of Amazon*, 2013

Nel 1998 l'espansione dell'azienda proseguì sia per la varietà di prodotti offerti sia a livello territoriale, vennero aperte due nuove sedi, una in Germania e l'altra nel Regno Unito, la vendita si estese anche ad articoli come CD e DVD, film, videogiochi, prodotti elettronici e giocattoli.

Nel 1998 Amazon è già l'esempio più concreto di e-Commerce al mondo, e la rivista Time dedica a Jeff Bezos la copertina come uomo dell'anno.

Durante il 1998 però Amazon.com e BarnesandNoble.com gareggiarono, affermando ciascuno di avere una scelta migliore e prezzi più bassi, rivendicando un catalogo più ricco; Amazon intensificò gli sforzi per trovare libri rari, fuori catalogo e libri antichi.

Alla fine del 1998 ci fu un colpo di scena, Barnes & Noble abbandona la sua controllata dot-com con un investimento di \$ 200 milioni da parte del colosso tedesco Media Bertelsmann che in seguito avrebbe reso pubblica la società.

La strategia di diversificazione adottata da Amazon, con la rapida espansione ad altre categorie di prodotti gli ha permesso di superare a livello competitivo il rivenditore di libri Barnes & Noble.

Bezos aveva predetto che il rivenditore della catena avrebbe avuto seri problemi a competere online e, alla fine, ebbe ragione.

Dal 1999 al 2000 Amazon continuò a crescere rapidamente, Jeff Bezos apportò diverse modifiche all'assetto organizzativo in modo che potesse sostenere il rapido sviluppo, inoltre assunse i migliori ingegneri informatici presenti sul mercato dandogli il compito di ricostruire la struttura del sito in modo da introdurre nuove funzionalità.

Nei primi anni duemila, l'azienda si trovò a dover fronteggiare un rapido decremento del prezzo delle azioni da 107 a 7 dollari ad azione dovute alla crisi legata alla bolla delle dot.com<sup>90</sup>. Tale bolla speculativa si sviluppò a causa del crescente entusiasmo intorno alle emergenti *Internet Companies* e della mal riposta fiducia degli investitori in queste ultime, e provocò il fallimento di oltre un migliaio di aziende del settore. Amazon riuscì a sopravvivere grazie al suo solido modello di Business e alla lungimirante visione del suo CEO, raggiunge il primo periodo di profitto nel quarto trimestre del 2002: un magro risultato di 5 milioni di dollari, solo un centesimo di dollaro per azione, con rendite di più di un miliardo di dollari ma fu un importante evento simbolico.

Nel novembre del 2000 venne lanciato Marketplace, un servizio attraverso il quale rivenditori terzi potevano utilizzare il sito come piattaforma di vendita per i propri prodotti; tale servizio è utilizzato tuttora da oltre due milioni di venditori.

---

90. JR MacGregor, Jeff Besos: la forza dietro il marchio, 2018

Dal 2000 in poi, l'azienda continuò l'ampliamento del range di prodotti offerti, con gioielli, orologi, articoli sportivi, alimentari (con il servizio *Amazon Fresh*), scarpe e vestiti; inoltre furono introdotti una serie di servizi collegati alla vendita come *Amazon Prime*, lanciato nel 2005 negli Stati Uniti, che consiste nella possibilità di avere una spedizione gratuita e veloce (da uno a tre giorni per la consegna, in base alla tipologia di oggetto) per tutte le ordinazioni effettuate sul sito, a patto di sottoscrivere un particolare abbonamento "Premium". In tal modo, gli utenti che sono disposti a pagare una certa quota mensile ottengono in cambio questi ed altri vantaggi, quali promozioni esclusive, sconti speciali o l'accesso a offerte lampo. Nel corso del tempo il servizio si è evoluto e migliorato, garantendo agli utenti *Prime* ancor più benefici.

Dal 2002 la società si è aperta anche al settore di *cloud computing*, attraverso i suoi *Amazon Web Service*<sup>91</sup>; sarebbero dei servizi informatici come: spazio d'archiviazione, database, potenza di calcolo ed elaborazione, distribuzione di contenuti, basati su una infrastruttura virtuale creata da Amazon. Si tratta di una piattaforma la cui portata risulta enorme, infatti, basta pensare che alcuni delle applicazioni mobile o dei servizi online più popolari al giorno d'oggi, quali Instagram, Netflix, Spotify e Airbnb, fanno o hanno fatto uso delle soluzioni offerte da AWS.

Successivamente l'azienda ricomincia a crescere a ritmo sostenuto, caratterizzandosi per un forte orientamento all'innovazione: profitti netti furono 35 milioni di dollari nel 2003, 588 milioni nel 2004 e 359 milioni nel 2005. I ricavi continuano a crescere grazie alla diversificazione dell'offerta e la presenza su un mercato internazionale: 3,9 miliardi di dollari nel 2002, 5,3 nel 2003, 6,9 nel 2004 e 8,5 nel 2005. Il 21 novembre 2005, Amazon è entrata nell'indice S&P 500, sostituendo la vecchia AT&T dopo la fusione di questa con SBC Communications.<sup>92</sup>

Bezos aveva intuito che il futuro dei libri si sarebbe sviluppato nel mondo digitale, per questo, nel 2007, l'azienda lancia sul mercato il primo prodotto da essa stessa realizzato, Kindle, un dispositivo portatile per la ricerca, il download e la lettura di e-Book. L'intuizione di Bezos si rivelerà nuovamente corretta, tanto che nel 2010 la vendita di e-Book supererà quella di libri in formato cartaceo; negli anni che seguono Amazon continuerà a sviluppare e introdurre nuove versioni del Kindle, migliorandone design, funzionalità e facilità di utilizzo.

Una delle ultime innovazioni, degna di nota, è stata l'introduzione di Amazon Echo nel 2014, sarebbe un altoparlante dotato di riconoscimento vocale e supportato da un'intelligenza artificiale, denominata Alexa, capace di rispondere a domande ed effettuare ricerche su internet, riprodurre musica, chiamare e mandare messaggi, con il futuro obiettivo di diventare il principale tramite per le esperienze di acquisto online.

Nel 2017, l'acquisto di Whole Foods Market e lo scossone ai supermercati dietro casa. Tutte mosse che hanno aiutato Amazon a diventare un gigante da oltre mille miliardi di capitalizzazione in borsa.

---

91. Jeff Bezos, interview by Charlie Rose, *Charlie Rose*, PBS, July 28, 2010.

92. Amazon.com Inc. S-1, filed March 24, 1997.

Ma Amazon oggi propone anche servizi come i Prime Video e Prime Music (che fanno concorrenza a Netflix e Spotify), Amazon Photos (un servizio di storage che consente agli utenti di conservare le proprie foto in cloud) e il suo giorno delle offerte “Prime day” è atteso da milioni di utenti per cercare l'occasione giusta.<sup>93</sup>

La ricerca d'innovazione, la capacità di migliorarsi, rappresentano i valori fondamentali su cui Jeff Bezos ha sempre puntato e su cui si basa l'ormai consolidata azienda Amazon; i prodotti ed i servizi di cui abbiamo parlato sono solo una piccola parte della vastissima gamma di articoli e possibilità che Amazon mette a disposizione dei propri clienti, ottenendo un enorme successo.

### **3.2 Applicazione del *Venture Capital Valuation Method* nelle fasi iniziali della start-up Amazon.**

Nell'estate del 1996 Amazon riuscì ad ottenere un finanziamento a titolo di capitale di rischio dalla società di *Venture Capital* Keiner Perkins.

La Perkins valutò Amazon \$60 milioni, acquisendo una quota del 13% a fronte di un investimento di \$7.8 milioni.

In base a queste informazioni e utilizzando il *Venture Capital Valuation Method* è possibile scoprire il possibile Valore d'uscita che Kleiner Perkins sperava di ricavare dall'investimento fatto.

(VFS)= Valore Finale Scontato, rappresenta il valore stimato ad oggi dell'impresa

(VF) = Valore Finale, è il Valore dell'impresa nella *successful exit*.

(re) = *retention rate*, è il tasso di ritenzione delle quote azionarie dopo i successivi round d'investimento.

(M) = *Multiple of Money* =  $(1+r_{vc})^T / p$

( $r_{vc}$ )= costo del venture capital

(p) = la probabilità che la *successful exit* avvenga.

Q(vc)% = la quota della partecipazione del *Venture Capitalist*.

Si parte dalla formula che stima il Valore Finale Scontato(VFS), che noi sappiamo essere pari a \$60 milioni.

---

93. [https://www.ilsole24ore.com/art/dal-garage-bezos-mille-miliardi-storia-amazon-che-ora-vuole-superare-apple-AE4ZzfjF?refresh\\_ce=1](https://www.ilsole24ore.com/art/dal-garage-bezos-mille-miliardi-storia-amazon-che-ora-vuole-superare-apple-AE4ZzfjF?refresh_ce=1)

$$VFS = VF * re / M$$

Da questa ricaviamo il Valore Finale:

$$VF = VFS * M / re$$

Esplicitando la M otteniamo il valore alla fine del periodo di investimento del Venture Capital dell'intera Azienda :

$$VF = VFS * (1 + r_{vc})^T / (P * re)$$

-per ottenere il valore Finale che corrisponde alla quota di partecipazione del Venture Capitalist moltiplichiamo il Valore Finale dell'impresa con la quota di partecipazione del VC:

$$VF(vc) = VF * Q(vc)\% = (VFS * (1 + r_{vc})^T / (P * re)) * Q(vc)\%$$

Al fine di poter calcolare il Valore Finale è necessario assumere delle ipotesi.

Ip.1: bisogna ottenere un valore del costo del VC ( $r_{vc}$ ) ; la tabella pubblicata ci indica il costo medio del capitale richiesto dagli investitori in funzione della fase in cui si trova l'impresa.

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

Fonte: [www.pwc.it](http://www.pwc.it)<sup>94</sup>

In base alla tabella precedente assumeremo un valore di  $r_{vc} = 30\%$

Ip.2: Il secondo valore da ottenere è quello del tasso di ritenzione (re), il database di *Sand Hill Econometrics* ci fornisce il valore medio dei tassi di ritenzione (re) in base al round d'investimento in cui si trova l'impresa.

Round d'investimento	Retention rate (re)
Primo	50%
Secondo	60%
Terzo	67%
Quarto e oltre	70%

Fonte: <http://www.sandhillecon.com><sup>95</sup>

94. [www.pwc.it](http://www.pwc.it)

95. <http://www.sandhillecon.com>

Assumeremo quindi un valore di  $r_e = 60\%$ .

Dopo aver fatto queste premesse andremo a calcolare il valore finale in caso di *Successful exit* dell'impresa, questo valore sarà calcolato in funzione delle due variabili (p) e (T) in modo da capire qual è la sensibilità dal valore finale (VF) rispetto a queste due variabili.

$VF = VFS \cdot (1+r_{vc})^T / (P \cdot r_e)$							
VFS =	60						
rvc =	0,3						
re =	0,6						
VF							
T							
p	1	2	3	4	5	6	7
0,1	1300	1690	2197	2856,1	3712,93	4826,809	6274,852
0,2	650	845	1098,5	1428,05	1856,465	2413,405	3137,426
0,3	433,3333	563,3333	732,3333	952,0333	1237,643	1608,936	2091,617
0,4	325	422,5	549,25	714,025	928,2325	1206,702	1568,713
0,5	260	338	439,4	571,22	742,586	965,3618	1254,97
0,6	216,6667	281,6667	366,1667	476,0167	618,8217	804,4682	1045,809
0,7	185,7143	241,4286	313,8571	408,0143	530,4186	689,5441	896,4074
0,8	162,5	211,25	274,625	357,0125	464,1163	603,3511	784,3565
0,9	144,4444	187,7778	244,1111	317,3444	412,5478	536,3121	697,2057
1	130	169	219,7	285,61	371,293	482,6809	627,4852
(misure espresse in milioni di dollari)							
Una volta calcolati i valori Finali attesi dell'impresa, calcoliamo adesso la quota parte del valore finale che spetterebbe al Venture Capitalist in seguito al suo investimento .							
$VF(vc) = VF * Q(vc)\%$							
Q(vc)% =	0,13						
VF(vc)							
T							
p	1	2	3	4	5	6	7
0,1	169	219,7	285,61	371,293	482,6809	627,4852	815,7307
0,2	84,5	109,85	142,805	185,6465	241,3405	313,7426	407,8654
0,3	56,33333	73,23333	95,20333	123,7643	160,8936	209,1617	271,9102
0,4	42,25	54,925	71,4025	92,82325	120,6702	156,8713	203,9327
0,5	33,8	43,94	57,122	74,2586	96,53618	125,497	163,1461
0,6	28,16667	36,61667	47,60167	61,88217	80,44682	104,5809	135,9551
0,7	24,14286	31,38571	40,80143	53,04186	68,95441	89,64074	116,533
0,8	21,125	27,4625	35,70125	46,41163	60,33511	78,43565	101,9663
0,9	18,77778	24,41111	31,73444	41,25478	53,63121	69,72057	90,63675
1	16,9	21,97	28,561	37,1293	48,26809	62,74852	81,57307
(misure espresse in milioni di dollari)							

La prima tabella fornisce i valori di *Exit Value* (Valore finale) attesi dell'intera impresa in caso di successo.

La seconda tabella invece ci dà gli *Exit Value* attesi dal *Venture Capitalist* in funzione della propria quota.

Analisi delle tabelle:

Partendo dal Valore Finale Scontato = \$60 milioni attribuito dalla Perkins ad Amazon possiamo vedere come l'*Exit Value* sarebbe potuto cambiare notevolmente, in base al periodo stimato per la *Successful exit*, raggiungendo valori bassi nel caso in cui l'*Exit* fosse stata prevista nei primi anni dopo l'investimento, e valori più alti nel caso il tempo intercorrente tra l'investimento e il disinvestimento fosse stato maggiore.

Questa differenza ci fa capire come il tempo influisca negativamente sul Valore Finale Scontato, nel nostro caso, analizzando la tabella, si capisce che attribuendo lo stesso Valore Finale Scontato a investimenti con valori potenziali di uscita diversi, risulta palese che vengano penalizzati quei progetti che, anche se si presentano più promettenti in termini di Valore Finale, hanno bisogno di maggior tempo per raggiungere la *Successful Exit*, questa condizione è dovuta ai numerosi rischi, computati nel costo del capitale, che il Valore Finale dell'impresa deve scontare per ogni anno aggiuntivo durante il quale viene impiegato il capitale del *Venture Capitalist*.

Analizzando invece i Valori Finali riportati nelle Tabelle, prendendo in considerazione la probabilità della *successful exit* (p), possiamo dire che: a parità di valore Finale scontato, i progetti che vanno incontro ad un'*Exit Value* con un valore molto alto sono quelli che hanno una probabilità di riuscita più bassa, questo perché un progetto valido ma troppo ambizioso può trovare molti ostacoli sul suo cammino che possono minare le probabilità di successo del progetto stesso.

## Bibliografia

1. [http://www.treccani.it/enciclopedia/startup\\_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/startup_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)
2. J. Malfatto, Viaggio nella nuova imprenditoria. Startup e innovazione in Italia, 2014
3. [www.paulgraham.com](http://www.paulgraham.com)
4. [www.economyup.it](http://www.economyup.it)
5. Articolo scritto da Blank su "The Acceleratos", blog delle start-up del Wall Street Journal
6. [http://www.treccani.it/enciclopedia/spin-off\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/spin-off_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)
7. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/start-up.html>
8. <https://www.altalex.com/documents/leggi/2014/04/02/decreto-crescita-2-0-ricerca-assicurazioni-start-up-innovative#sezione9>
9. <http://www.informagiovaniroma.it/lavoro-e-impresa/approfondimenti/start-up-di-impresa/le-startup-innovative>
10. <https://www.mise.gov.it/index.php/it/198-notizie-stampa/2039984-startup-innovative-tutti-i-dati-al-30-giugno-2019>
11. <http://vz19.it/il-ciclo-di-vita-della-startup/>
12. <https://www.axepta.it/analisi-di-mercato-come-si-fa-perche-e-importante/>
13. <https://www.interlogica.it/insight/lavoro-team/>
14. P.A.Gompers J.Lerner, The venture capital cycle, 1999
15. R. Stutely, C. Castellazzi; Il Business plan, seconda edizione, 2008
16. [https://it.wikipedia.org/wiki/Missione\\_aziendale](https://it.wikipedia.org/wiki/Missione_aziendale)
17. <https://www.danea.it/blog/business-plan/>
18. [https://it.wikipedia.org/wiki/Vantaggio\\_competitivo#La\\_strategia\\_di\\_differenziazione\\_\(Impresa\\_\"m\\_arket-driven\"\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Vantaggio_competitivo#La_strategia_di_differenziazione_(Impresa_\)
19. [https://bnl.it/SupportingFiles/Guida\\_redazion\\_BP\\_01.pdf](https://bnl.it/SupportingFiles/Guida_redazion_BP_01.pdf)
20. <https://www.societaria.it/finanza/controllo-di-gestione/organigramma-aziendale-definizione-ed-esempio-funzionale-335820/>
21. Sahlman, W. A., How to write a great business plan, 1997
22. <https://www.digital4.biz/marketing/analisi-swot-cos-e-come-farla/>
23. [https://bnl.it/SupportingFiles/Guida\\_redazion\\_BP\\_01.pdf](https://bnl.it/SupportingFiles/Guida_redazion_BP_01.pdf)
24. [http://startcup.unipg.it/files/generale/guida\\_BP\\_Lombardia.pdf](http://startcup.unipg.it/files/generale/guida_BP_Lombardia.pdf)
25. <https://www.startupvincente.com/rendiconto-finanziario-la-guida-definitiva/>
26. [https://bnl.it/SupportingFiles/Guida\\_redazion\\_BP\\_01.pdf](https://bnl.it/SupportingFiles/Guida_redazion_BP_01.pdf)
27. <https://www.economyup.it/glossario/expansion-financing-fasi-del-finanziamento-definizione/>
28. <http://www.emiliaromagnastartup.it/sites/default/files/Guida%20alle%20Startup.pdf>

29. [https://it.wikipedia.org/wiki/Punto\\_di\\_pareggio](https://it.wikipedia.org/wiki/Punto_di_pareggio)
30. F.Fontana, M.Caroli, Economia e gestione delle imprese, Quinta edizione
31. <http://vz19.it/il-ciclo-di-vita-della-startup/>
32. <https://www.economyup.it/glossario/acceleratore-definizione/>
33. <https://inbia.org>
34. <https://www.aifi.it>
35. L. Abburrà, A. Grandi, R. Grimaaldi, Il ruolo degli incubatori nella creazione di nuove imprese, Rosenberg & Sellier, Torino 2003, pp. 39-40
36. R. Medeer, Forging the Incubator, NBIA Publications, Athens, Ohio, 1993, pp.42-43.
37. A. Gervasoni, op. cit., pp. 47-50
38. S. Richards Inside Business Incubators and Corporate Ventures,2001
39. C. Barrow, Incubators: a realist's guide to the world's new business accelerators, John Wiley & Sons, New York, 2001,
40. C. Barrow, op. cit., pp. 12-43.
41. [www.iban.it/it/attivita](http://www.iban.it/it/attivita)
42. <http://www.smarthubitalia.it/funding/angels.php>
43. Mazotto, Caotorta, Iacopini. Business angel, una spinta per far partire l'impresa, da PMI, numero 4-2001
44. [www.iban.it](http://www.iban.it)
45. [www.eban.org](http://www.eban.org)
46. [https://mestiereimpresa.bnl.it/roller/MI/entry/il\\_processo\\_di\\_co\\_finanziamento](https://mestiereimpresa.bnl.it/roller/MI/entry/il_processo_di_co_finanziamento)
47. <https://startuprunner.com/elevator-pitch/>
48. <http://www.iban.it/frontend/iban/public/file/Guidapratica.pdf>
49. [https://it.wikipedia.org/wiki/Consiglio\\_di\\_amministrazione](https://it.wikipedia.org/wiki/Consiglio_di_amministrazione)
50. <https://www.startupbusiness.it/cose-il-venture-capital/88667/>
51. <https://its-campus.com/blog/venture-capital/>
52. <https://www.bizplace.it/2019/03/le-differenze-tra-venture-capital-e-private-equity/>
53. <https://www.investeurope.eu/>
54. Guida al Venture Capital, [https://www.datocms-assets.com/32/1446106257-Guida%20al%20venture%20capital\\_VentureUp.pdf?ixlib=rb-1.1.0](https://www.datocms-assets.com/32/1446106257-Guida%20al%20venture%20capital_VentureUp.pdf?ixlib=rb-1.1.0)
55. R. Stutely, C. Castellazzi; Il Business plan, seconda edizione, 2008
56. Sahlman, W. A., How to write a great business plan, 1997
57. <https://www.startupvincente.com/come-un-venture-capital-valuta-una-startup/>
58. <https://www.innogestcapital.com/tag/stefano-molino/>
59. <https://www.ufficiobrevetti.it/faq/proteggere-senza-brevetto/>

60. [https://www.unifg.it/sites/default/files/allegatiparagrafo/04-07-2013/ilo2\\_ws26\\_10\\_2010\\_molino.pdf](https://www.unifg.it/sites/default/files/allegatiparagrafo/04-07-2013/ilo2_ws26_10_2010_molino.pdf)
61. [www.aifi.it](http://www.aifi.it)
62. [http://www.equityfactory.it/file/pubblicazioni/12-Gagliardi\\_5.pdf](http://www.equityfactory.it/file/pubblicazioni/12-Gagliardi_5.pdf)
63. F.G. Grandis, F. Palazzi La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese
64. Damodaran A., Valuing Young; Start-up and Growth companies: Estimation Issues and Valuation Challenges, Stern School of Business, New York University, 2009
65. S. Caselli, S. Gatti, Venture capital: a euro-system approach, 2004
66. <https://www.investopedia.com/terms/b/burnrate.asp>
67. A..Metrick, A.Yasuda; Venture capital and the finance of innovation; second edition;2011
68. <http://www.angelpartnergroup.com/2015/12/22/la-valutazione-di-una-startup-e-il-venture-capital-method/>
69. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>
70. <https://www.lawinsider.com/dictionary/multiple-of-money>
71. Sahlman W. A., The basic Venture Capital Formula, Harvard Business school, Rev: (2009)
72. A.Metrick, A.Yasuda; Venture capital and the finance of innovation; second edition;2011
73. <http://www.sandhillecon.com/indexing-venture-capital.html>
74. B. Lerner, Josh and John Willinge, 2002, A Note on Valuation in Private Equity Settings, HBS Background
75. A.Metrick, A.Yasuda; Venture capital and the finance of innovation; second edition;2011
76. Tyebjee, T. T.; A Model of Venture Capital Investment Activity, 1984
77. Sahlman W. A., The basic Venture Capital Formula, Harvard Business school, Rev: (2009)
78. Brad Stone; The Everything Store: Jeff Bezos and the Age of Amazon, 2013
79. Influential Individuals, Jeff Bezos: The Life, Lessons & Rules for Success, 2018
80. Robert Spector, Amazon.com: Get Big Fast (New York: HarperCollins, 2000). Spector's book offers a comprehensive account of Amazon's early years.
81. Jeff Bezos, speech at Lake Forest College, February 26, 1998.
82. Amazon.com Inc. S-1, filed March 24, 1997.
83. Mukul Pandya and Robbie Shell, eds., "Lasting Leadership: Lessons from the 25 Most Influential Business People of Our Times," 2006
84. B.Stone, Vendere tutto: Jeff Bezos e l'era di Amazon, 2013
85. Influential Individuals, Jeff Bezos: The Life, Lessons & Rules for Success, 2018
86. James Marcus, Amazonia (New York: New Press, 2004).
87. Jeff Bezos, speech to Commonwealth Club of California, July 27, 1998.
88. Cynthia Mayer, "Investing It; Does Amazon = 2 Barnes & Nobles?," New York Times, July 19, 1998.
89. Brad Stone; The Everything Store: Jeff Bezos and the Age of Amazon, 2013

90. JR MacGregor, Jeff Besos: la forza dietro il marchio, 2018
91. Jeff Bezos, interview by Charlie Rose, Charlie Rose, PBS, July 28, 2010.
92. Amazon.com Inc. S-1, filed March 24, 1997.
93. [https://www.ilsole24ore.com/art/dal-garage-bezos-mille-miliardi-storia-amazon-che-ora-vuole-superare-apple-AE4ZzfjF?refresh\\_ce=1](https://www.ilsole24ore.com/art/dal-garage-bezos-mille-miliardi-storia-amazon-che-ora-vuole-superare-apple-AE4ZzfjF?refresh_ce=1)
94. [ww.pwc.it](http://ww.pwc.it)
95. <http://www.sandhillecon.com>