



**Dipartimento di Economia e Finanza**

**Tesi di Laurea Magistrale**

**in**

**Finanza Aziendale Avanzato**

**I metodi di valutazione delle aziende ad  
elevato contenuto tecnologico.**

**Un'analisi empirica.**

**RELATORE**

**Prof. Arturo Capasso**

**CANDIDATA**

**Daria Leone**

**CORRELATORE**

**Prof. Raffaele Oriani**

**MATR. 681471**

**Anno accademico 2020/2021**



# Indice

<b>Introduzione</b>	<b>p.3</b>
<b>Capitolo I</b>	
<i>1.1 Innovazione e discontinuità tecnologica</i>	p.8
<i>1.2 Il concetto di ecosistema dell'innovazione</i>	p.16
<i>1.3 Attori e fattori di attrattività di un ecosistema</i>	p.23
<i>1.4 I Business Angels in Italia</i>	p.30
<i>1.5 Private equity e Venture capital in Italia</i>	p.35
<b>Capitolo II</b>	
<i>2.1 Il processo di creazione di valore nell'economia contemporanea</i>	p.40
<i>2.2 La valutazione delle aziende Hi-Tech</i>	p.50
<i>2.3 I metodi di valutazione integrative: risultati differenziali, metodo dei multipli e delle opzioni</i>	p.58
<b>Capitolo III</b>	
<i>3.1 Disintermediazione bancaria e nuove forme di accesso al mercato dei capitali</i>	p.71
<i>3.2 Il valore economico in una pmi innovativa ad alto potenziale di crescita: il caso Ceramiche Catalano</i>	p.77
<i>3.3 Analisi economico finanziaria e elementi di valutazione</i>	p.87
<b>Conclusioni</b>	<b>p.94</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>p.97</b>

## Introduzione

I numerosi mutamenti che hanno contraddistinto il contesto competitivo negli ultimi anni in conseguenza della rivoluzione digitale, della globalizzazione dell'economia e dei progressi della logistica, determinano la necessità di una profonda riflessione circa il fondamentale apporto dei sistemi di finanza, pianificazione e controllo nella gestione strategica delle imprese, sia di grandi dimensioni, che di piccola e media entità.

L'evoluzione del contesto normativo ed istituzionale, che ha eliminato o quanto meno ridotto le barriere all'integrazione economica mondiale, nonché la congiuntura economica conseguente alla crisi finanziaria iniziata nel 2007 in seguito alla crisi dei mutui *subprime*, ha evidenziato la fondamentale importanza del ricorso, a tutti i livelli, a un sistematico approccio di *risk management* per orientare le decisioni aziendali.

Infine, il cambio dei modelli comportamentali, dell'economia e della società, ha reso progressivamente sempre più importante il ruolo dell'informazione che l'impresa deve offrire all'esterno, a tutela dei propri *stakeholders*. L'insieme di tutte queste circostanze, in definitiva, ha reso l'incertezza e la turbolenza fattori naturali da tenere in considerazione nei processi decisionali delle aziende, che, necessariamente, hanno dovuto perfezionarsi per tener conto della numerosità e velocità di cambiamento delle variabili di riferimento.

E' evidente, d'altro canto, che l'evoluzione tecnologica e la rivoluzione digitale hanno anche dato grandi opportunità alle imprese, le quali, dal punto di vista strategico, devono necessariamente cogliere le sfide in tema di *business analytics*, *cyber security* e programmazione e reporting, offerte dal nuovo scenario tecnologico e regolamentare.

L'analisi strategica del proprio business, alla luce del contesto attuale, deve necessariamente fondarsi, dunque, su una valutazione "proattiva" dei fattori di rischio endogeni ed esogeni, che consenta di individuare le azioni correttive per arginare le possibili perdite, per offrire una adeguata valutazione degli assets patrimoniali e per cogliere le opportunità che lo stesso contesto possa generare, al fine di creare valore per l'impresa<sup>1</sup>.

Anche il settore finanziario, dopo la profonda crisi del 2007/2008 (che ha avuto il suo apice con l'insolvenza generalizzata dei mutui *subprime* e con il crac Lehman Brothers), è stato interessato da dinamiche di cambiamento molto profonde. La *disruption* digitale, in primo luogo, sta trasformando completamente il modo di fare intermediazione creditizia, sia per il cambiamento dei modelli comportamentali dei consumatori, sia per l'allargamento dello scenario dei potenziali *competitors* anche a soggetti non tradizionali. La disintermediazione bancaria e l'evoluzione dei modelli di valutazione finanziaria delle imprese rappresentano, in questo scenario, alcune delle novità più rilevanti.

La contrazione dei margini, dovuta principalmente, negli ultimi anni, alle perdite su crediti e alla progressiva riduzione dei tassi di interesse, impone alle banche di innescare processi di maggiore efficientamento e di diversificazione del business (ad esempio cd "banca assicurazione") al fine di sostenere il margine di intermediazione e di contenere il più possibile gli indicatori di *cost to income*.

*Last but not least*, l'aspetto regolamentare ha inciso in misura significativa sui processi di valutazione delle imprese, che, di conseguenza, sono chiamate ad offrire ai propri stakeholders un costante miglioramento dell'efficienza della loro comunicazione ed informativa esterna, che diviene

---

<sup>1</sup> R.S. Kaplan, D. P. Norton, *Balanced Scorecard. Tradurre la strategia in azione*, 2007. G. Mariani, V. Marsili, *Corporate governance in turnaround strategies: the definition of index of good governance and performance evidence*, 2009.

fattore strategico anche per potersi confrontare in un agone competitivo di carattere globale.

In tale scenario appare evidente che, soprattutto per le piccole e medie imprese, che costituiscono il tessuto economico sociale comunitario e che sono interessate da significative problematiche connesse ad un gap manageriale spesso accompagnato a processi di passaggio generazionale, sia necessario un cambiamento profondo di mentalità, che determini, tra le altre cose, che la corretta valutazione economico finanziaria sia percepita non solo come un mero adempimento amministrativo, ma un vero e proprio fattore di rilevanza strategica, direttamente connesso alla possibilità di influenzare l'andamento del business e il favore dei finanziatori esterni.

Le straordinarie possibilità offerte dalla rivoluzione digitale e dalla globalizzazione dei mercati impongono, in particolare, un significativo ricorso all'attività di ricerca e sviluppo, in un contesto in cui, soprattutto per le microimprese gestite su basi familiari, è molto improbabile che si riescano a reperire risorse finanziarie e tecnologiche sufficienti per adeguarsi autonomamente al nuovo paradigma del mercato internazionale.

Per un'impresa manifatturiera che intenda, ad esempio, portare avanti un percorso di artigianato digitale adeguando il *know how* dell'imprenditore fondatore alle esigenze e alle possibilità offerte dalla tecnologia della industria 4.0, il ricorso a capitali e professionalità esterne può rappresentare una strada obbligata, oltre che opportuna.

In questo ambito si gioca, a detta di molti addetti ai lavori e studiosi, una delle partite più strategiche per il futuro dell'imprenditoria italiana, generalmente restia ad allargare le dinamiche familiari a soggetti esterni e a capitali di terzi.

Si definisce *open innovation* (o innovazione aperta), il processo o strategia che si basa sull'utilizzo intenzionale di idee interne ed esterne all'azienda per accelerare la formazione dell'innovazione di processo, di prodotto e di mercato. L'*open innovation* punta alla creazione di un ecosistema aperto di attori che interagiscono e scambiano informazione per creare valore

aggiunto alla catena dell'innovazione, spesso sfruttando i vantaggi della trasformazione digitale dell'azienda.

Si distinguono, come si vedrà più ampiamente in seguito, due canali in cui tale paradigma dell'innovazione può concretamente verificarsi nelle pmi: *Outside in* (allorché lo scopo sia quello di veicolare *know how* e competenze esterne all'interno dell'organizzazione aziendale) oppure *Inside Out* (che mira a sfruttare commercialmente potenzialità interne all'azienda per estendere il proprio vantaggio competitivo. *L'open innovation*, contrapposta alla visione tradizionale che era propria della precedente generazione di imprenditoria italiana, rappresenta pertanto una delle leve strategiche di maggiore attualità per preservare redditività e incrementare il valore economico delle aziende italiane.

La ricerca, articolata in tre capitoli e basata sulla principale bibliografia nazionale ed internazionale, ha lo scopo di analizzare le caratteristiche fondamentali dell'ecosistema dell'innovazione in Italia. Nella prima parte del lavoro si offre una definizione e un approfondimento sul concetto di ecosistema dell'innovazione, sulle dinamiche evolutive in riferimento al mercato italiano, sui principali fattori di attrattività dell'ecosistema stesso. In particolare, la prospettiva offerta è di taglio finanziario, con particolare riferimento al processo di disintermediazione bancaria che sta interessando soprattutto il mondo delle start up innovative, e alla progressiva affermazione di canali finanziari alternativi quali, ad esempio, il venture capital, l'*equity crowdfunding* ed i *business angels*.

Nel secondo capitolo, successivamente, sarà introdotto il concetto di creazione del valore economico, che assume nel nuovo scenario competitivo e regolamentare delle sfaccettature del tutto innovative rispetto a quanto evidenziato dalla letteratura economico finanziaria di riferimento. L'analisi dei metodi di valutazione dell'azienda, con particolare riferimento alle realtà contraddistinte da un elevato contenuto tecnologico, prende in considerazione sia i modelli di stima tradizionali che quelli affermatasi nella

prassi professionale più recente, spesso più aderenti ad un contesto strategico e competitivo dinamico e turbolento come quello attuale.

Infine, nell'ultima parte del lavoro, nell'ambito delle nuove forme di accesso al mercato dei capitali, viene operata un'analisi empirica sulla valutazione di imprese a prevalente connotazione tecnologica, che sono giunte alla quotazione in seguito a processi di costituzione di SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*) ed IPO realizzate sul mercato italiano negli anni più recenti.



# Capitolo I

## *1.1 Innovazione e discontinuità tecnologica*

L'economia contemporanea è caratterizzata dalla presenza delle cosiddette “tecnologie esponenziali”, ovvero da innovazioni tecnologiche e da modelli di business con cicli di vita e di sviluppo non contraddistinti, come storicamente sempre accaduto, da crescite lineari, ma piuttosto connotate da rapide accelerazioni dovute agli straordinari sviluppi raggiunti nei settori dell'economia digitale, dell'*internet of things*, della *data analytics*, della *ciber security*, della robotica e dell'intelligenza artificiale.

La “quarta rivoluzione industriale” che sta trasformando molti settori della società e dell'economia contemporanea, si riferisce in particolare alla trasformazione digitale dei sistemi aziendali mediante l'utilizzo di nuovi e dirompenti processi tecnologici intelligenti. Il nuovo paradigma industriale, che si interfaccia con consumatori sempre più evoluti ed esperti, si basa su modelli diretti di produzione personalizzata, fondati sulla interazione continua con i clienti e consumatori (*prosumer*)<sup>2</sup>, e sulla drastica riduzione di inefficienze e costi di intermediazione, attraverso l'ottimizzazione e la digitalizzazione della *supply chain*. L'industria tradizionale viene progressivamente sostituita dalla *Smart Factory*, ovvero dalla fabbrica intelligente, che, attraverso l'analisi delle prestazioni e dei dati di produzione (*business data analytics*) sarà progressivamente orientata alla ottimizzazione della produttività e della maggiore efficienza, flessibilità e riduzione del tempo di risposta al mercato<sup>3</sup>. Le tecnologie che stanno progressivamente abilitando questo cambiamento così radicale nei paesi

---

<sup>2</sup> A. Toffler, *The Third Wave*, Londra 1980; Fabris G., *Il nuovo consumatore. Verso il postmoderno*, Milano, Franco Angeli, 2003.

<sup>3</sup> Garbellano R., *Che cosa sono davvero smart factory e Industria 4.0*. 2016. Disponibile su: [www.industriaitaliana.it](http://www.industriaitaliana.it) [Ultima consultazione: 05/03/2019]; Khan, A., Turowsky, K., *A Survey of Current Challenges in Manufacturing Industry and Preparation for Industry 4.0*. In Springer International Publishing Switzerland 2016

occidentali, sono diverse e tutte contraddistinte da una forte discontinuità tecnologica. Questa sfida tecnologica, che modificherà inevitabilmente e radicalmente il nostro modo di vivere, lavorare e relazionarsi gli uni agli altri, è stata descritta in modo autorevole e compiuto da uno studio della società di consulenza McKinsey<sup>4</sup>, che ne ha individuato i pilastri fondamentali:

- 1) Il valore del dato e delle informazioni (e conseguentemente il reperimento, la conservazione, l'utilizzo e la circolazione degli stessi).
- 2) il ruolo delle tecnologie esponenziali come acceleranti o catalizzatori in grado di garantire soluzioni personalizzate, flessibilità e riduzione dei costi nei processi industriali.
- 3) L'interazione sempre maggiore tra uomo e macchina;
- 4) L'intelligenza artificiale nelle sue principali applicazioni all'economia (sistemi esperti, *chatbot*, *deep learning*, domotica etc..)
- 5) Il passaggio tra il mondo digitale e quello fisico, ovvero la realizzazione del prodotto, attraverso una catena del valore profondamente integrata.

I vantaggi che gli addetti ai lavori individuano nel processo di sviluppo di tali tecnologie sono molteplici. L'applicazione all'industria garantirà una produzione sempre più precisa, flessibile, efficiente, orientabile, capace di ridurre i cicli innovativi e il *time to market*, oltre che di ridurre i margini di errore e il rischio d'impresa, ottimizzando le risorse e realizzando prodotti più complessi in maggior quantità, in modo personalizzato sulle esigenze del cliente in maniera massiva<sup>5</sup>.

L'obiettivo principale di "Industria 4.0" è quello di inserire e perfezionare i sistemi "Cyber-fisici" all'interno dei processi industriali futuri, con lo scopo di generare macchine "intelligenti", connesse ad internet, da utilizzare nei

---

<sup>4</sup> MCKINSEY&COMPANY, 2016, *Industry 4.0 at McKinsey's model factories. Get ready for the disruptive wave*. McKinsey & Company, 2016

<sup>5</sup> A. Seregni, *Industria 4.0. I contorni di una rivoluzione*, in "Energia e Media", Marzo 2016.

processi manifatturieri e che possano, inoltre, sostituire in alcune funzioni l'essere umano. L'inserimento di queste macchine innovative, in grado di rendere la produzione adattabile alle richieste del mercato e di limitare i margini di errore, quindi, i costi della produzione, garantirebbe alla nuova industria di ottenere la massima efficienza ed i massimi profitti. La quarta rivoluzione industriale si basa sulla "Internet of Things" (IoT): con questo termine si indica la capacità, durante il processo di produzione, di far interagire oggetti fisici tramite la rete internet. In particolare "L'Internet of Things Industriale è la base per un nuovo sistema organizzativo e gestionale delle value chain e consente di rendere la produzione altamente flessibile e efficiente, e personalizzabile sulle esigenze del cliente mantenendo volumi di massa".<sup>6</sup> Alla base della nuova "Industria 4.0", ci sono quindi, questi macchinari sempre più autonomi ed in grado di interagire tra loro, creando così una rete tra oggetti fisici che, attraverso l'ausilio della rete internet riescono a trasmettere e/o rilevare informazioni sul proprio stato o sullo stato dell'oggetto in lavorazione. Tutte queste informazioni consentono una più flessibile gestione della catena di montaggio e una risposta immediata alle variabili rappresentate dalle richieste dei consumatori, consentendo la creazione di un numero piccolo o grande di prodotti. Altre tecnologie fondamentali per questa trasformazione dell'economia sono rappresentate da dispositivi mobili, dalla realtà aumentata<sup>7</sup>, dall'interazione uomo macchina, dalle tecnologie di rilevamento della posizione e dai sensori

---

<sup>6</sup> A. Chaudhuri, *Internet of Things, for Things, and by Things*, CRC Press Book, 2019.

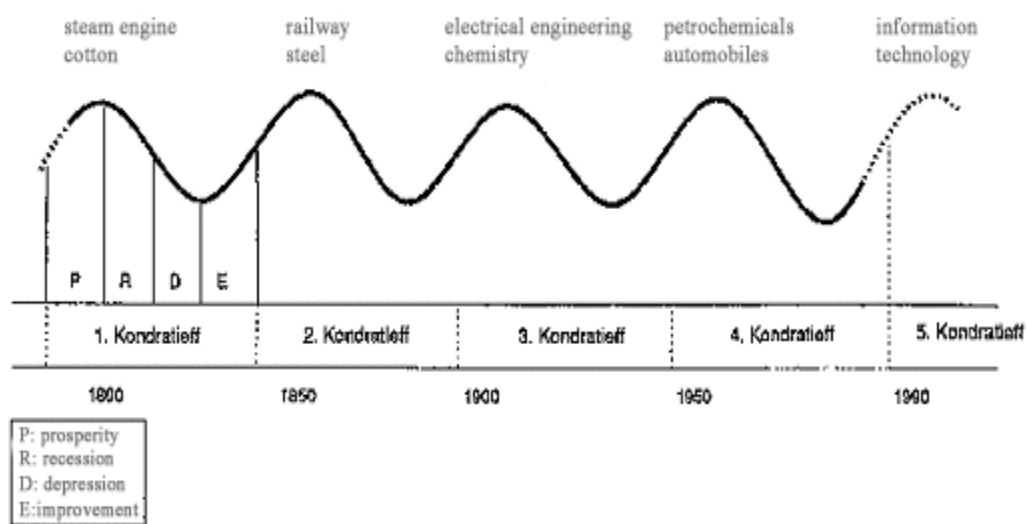
<sup>7</sup> A differenza della realtà virtuale che crea un ambiente artificiale, la realtà aumentata è l'integrazione in tempo reale delle informazioni digitali disponibili con l'ambiente dell'utente: aggiungendo e sovrapponendo più dettagli all'esperienza del momento. Esistono ad esempio applicazioni che consentono all'utente di scattare una foto e "provare" i vestiti che si intende acquistare senza la necessità di provarli fisicamente. Allo stesso modo, è possibile scattare una foto dei propri spazi e visualizzare come i nuovi mobili si adattano all'ambiente. Azuma, R. T., *A survey of augmented reality*. *Presence Teleoperators Virtual Environ.*, vol. 6/1997, no. 4, pp. 355-385. Barfield, W., , *Fundamentals of Wearable Computers and Augmented Reality*, (2 ed.) Boca Raton, FL, USA: CRC Press, 2015.

intelligenti (beacons), dalle stampanti 3d, che consentono di creare oggetti solidi tridimensionali attraverso file digitali, coniugando la specificità e lunicità di un manufatto artigianale con la precisione e la standardizzazione della produzione di massa, ponendosi alla base di quello che si definisce “artigianato digitale”. Il moderno paradigma dell’innovazione ha completamente scardinato la tradizionale visione che la storia finanziaria aveva sperimentato nel corso delle precedenti rivoluzioni industriali, attraverso l’osservazione dei cicli economici globali.

La teoria dei cicli economici ha origine tra la fine dell’Ottocento e la prima metà del Ventesimo Secolo, nel pieno contesto della Seconda Rivoluzione Industriale, che, grazie alla diffusa applicazione della chimica, dell’elettricità e della motorizzazione in molti paesi dell’emisfero occidentale, aveva contribuito ad un imponente processo di modernizzazione economica, sociale e culturale era apparso nella storia, che tuttavia poneva agli studiosi e ai *policy makers* dei profondi interrogativi circa le cause dell’affermazione del modello capitalistico della produzione e dello scambio, e riguardo le frequenti contraddizioni e battute d’arresto che anche nei decenni precedenti avevano impedito al sistema di crescere in modo lineare e progressivo. Gli autorevoli studiosi che approcciarono il tema dello sviluppo economico in prospettiva storica (Solow, Walras, Marx, Kondratev, Kitchin etc..) si resero conto che i frequenti squilibri sociali connessi alla discontinuità tecnologica erano di tipo propriamente economico e determinavano forti alterazioni nel funzionamento dell’economia, tanto che poteva osservarsi con chiarezza come la storia dello sviluppo industriale fosse rappresentabile da un susseguirsi di fasi di forte crescita della produzione e dei redditi, cui seguivano fasi di ripiegamento e di caduta dei profitti e degli investimenti. Tra le più note versioni della teoria dei cicli economici vi è quella dell’economista russo

Nikolai D. Kondratiev<sup>8</sup>, che negli anni Trenta del secolo scorso descrisse e dimostrò teoricamente l'esistenza di grandi cicli di sviluppo economico, della durata ricompresa tra i quarantacinque e i sessanta anni e caratterizzati da una fase ascendente e una declinante. La dinamica interna di cicli (denominati cicli K in base al suo nome) e il principio della loro fluttuazione si basano sul meccanismo di accumulazione, concentrazione, dispersione e svalutazione del capitale come fattori chiave dello sviluppo dell'economia (capitalista) di mercato e si sono adattati perfettamente, come mostrato dalla figura 2, nel rappresentare l'evoluzione economica fino alla Seconda metà del Ventesimo secolo.

**Figura 1: I cicli economici Kondratiev**



Fonte: AA. VV., "Nikolai Kondratiev Long Wave: The Mirror of the Global Economic Crisis", 2008.

Questo sviluppo non lineare ma caratterizzato piuttosto da un andamento ad ondate aveva interessato tutti i paesi che si erano avviati alla modernizzazione e all'industrializzazione ed era legato all'introduzione di

<sup>8</sup> Kondratiev N. D., *The Long Waves in Economic Life*, in *Review of Economic Statistics*, vol. XVII, pp. 105-115, nov. 1935.

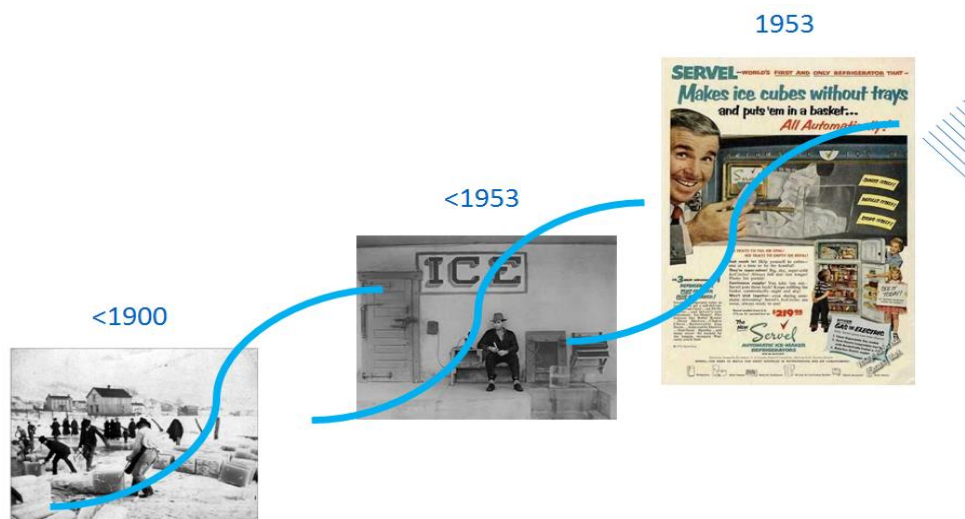
nuove importanti innovazioni tecnologiche. Ogni fase di ristagno economico, in particolare, preludeva a quella “distruzione creatrice” che è alla base della teoria dell’economista austriaco Joseph Schumpeter , che, approcciando al tema irrisolto nell’economia neoclassica delle fluttuazioni economiche riteneva che ogni fase di sviluppo dei cicli economici fosse connessa all’introduzione dell’innovazione tecnologica ed alla sua prima diffusione, causa diretta dell’incremento di domanda di beni di produzione e di consumo; in un secondo momento, tuttavia, le vecchie unità produttive, sempre più minacciate dalla concorrenza delle aziende innovative, si vedono costrette ad imitare le innovazioni o entrano irreversibilmente in crisi, innescando una spirale recessiva del sistema. L’importanza della teoria schumpeteriana è connessa al fatto che pur rappresentando un tentativo di dare una spiegazione endogena dello sviluppo economico, presenta, al contrario della teoria economica neoclassica, evidenti collegamenti con il contesto sociale e istituzionale, in particolare sotto il profilo dell’influenza di quest’ultimo sull’imprenditorialità.

Al giorno d’oggi la teoria di sviluppo economico di Schumpeter può essere d’aiuto per analizzare un diverso modello di sviluppo: viviamo infatti in un’epoca contraddistinta dal diffondersi di nuove tecnologie e modelli di business che determinano, rispetto al passato, profonde discontinuità tecnologiche ed economiche. La letteratura di storia economica ha da sempre analizzato le discontinuità economiche e le curve di adozione di una determinata tecnologia dirompente rispetto al passato, circostanza molto frequente nelle cosiddette rivoluzioni industriali.

Orbene, i settori merceologici sono stati tradizionalmente contraddistinti da curve di adozione di nuove tecnologie con pendenze tipiche di quelle illustrate nella figura 3 in riferimento all’industria del ghiaccio negli Stati Uniti d’America, che rispecchiavano, rispettivamente, l’adozione più o meno lenta del nuovo modello di business nel mercato, la sua diffusione e

massimo sviluppo tra i consumatori, fino alla fase di declino, prodromica all'avvio di una nuova discontinuità tecnologica.

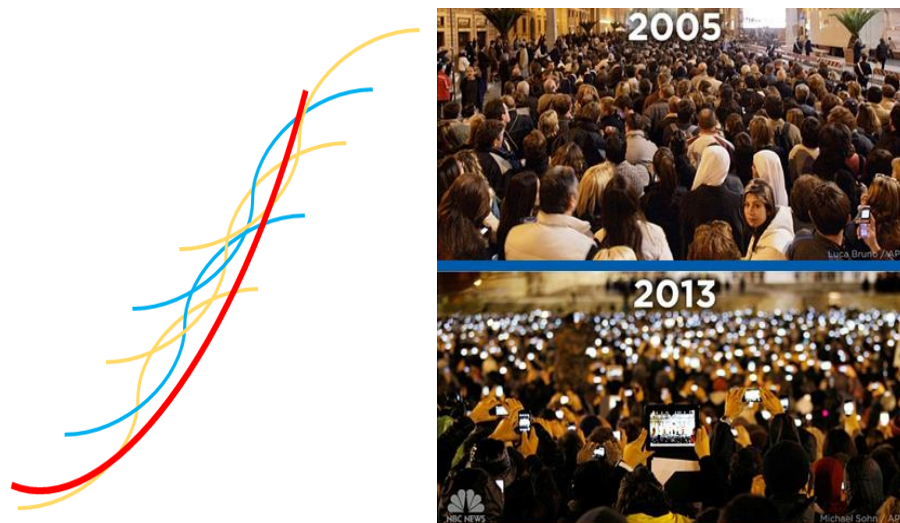
**Figura 2: Un esempio di discontinuità. L'industria dei cubetti di ghiaccio negli Stati Uniti**



Fonte: MCKINSEY&COMPANY, 2016, *Industry 4.0 at McKinsey's model factories. Get ready for the disruptive wave*. McKinsey & Company, 2016.

Rispetto al passato, le tecnologie e le innovazioni si diffondono in modo più rapido, determinando rapidi e profondi cambiamenti, dal business alla vita quotidiana: in pochi anni, cambiano le abitudini e i paradigmi di riferimento. Questo comporta che le tradizionali curve di adozione studiate dalla letteratura storica economica, si siano trasformate per molti mercati in curve dall'andamento esponenziale (come la curva rossa della figura 3), che descrivono cicli di vita più ridotti di una determinata tecnologia, con elevata diffusione geografica dovuta alla globalizzazione e con barriere all'ingresso generalmente più ridotte grazie alla tecnologia e alla limitabilità.

### Figura 3: Discontinuità esponenziali



Fonte: MCKINSEY&COMPANY, 2016, *Industry 4.0 at McKinsey's model factories. Get ready for the disruptive wave*. McKinsey & Company, 2016.

L'età media di una azienda multinazionale di successo si è ridotta drasticamente dalla seconda rivoluzione industriale ad oggi, al pari degli anni necessari per la diffusione su scala globale di una determinata tecnologia innovativa. Imprenditori e consumatori contemporanei, pertanto, devono necessariamente relazionarsi con un fenomeno di discontinuità del tutto nuovo, che presenta inevitabilmente numerose opportunità da cogliere ma anche numerosi rischi da cui doversi difendere. Negli anni Quaranta del Novecento l'economista austriaco Joseph A. Schumpeter<sup>9</sup> aveva coniato il concetto di "distruzione creativa" per descrivere il meccanismo di ciclica innovazione che contraddistingueva il capitalismo moderno. La validità della sua tesi, alla base delle teorie di sviluppo economico, è stato nel tempo più volte confermato dai fatti ed è rimasto estremamente attuale sino alla quarta rivoluzione industriale. Con l'avvicendamento di tecnologie di

---

<sup>9</sup> Joseph A. Schumpeter, *Teoria dello sviluppo economico*, ETAS, Milano, 2002



robotica ed intelligenza artificiale a metodi produttivi tradizionali, tuttavia tra storici dell'economia, analisti ed addetti ai lavori si è progressivamente diffusa la preoccupazione che i nuovi sistemi automatizzati basati su ICT e *machine learning*, possano determinare una più o meno definitiva sostituzione del contributo del lavoro umano con quello delle macchine e il verificarsi di uno stato di disoccupazione endemica<sup>10</sup>.

Il comparto delle tecnologie di intelligenza artificiale, ad esempio, in base alle statistiche più recenti<sup>11</sup>, raggiungerà gli ottanta miliardi di dollari entro cinque anni, con ritmi di crescita esponenziali e triplicati rispetto ai valori attuali. L'impatto che tali tecnologie avranno sull'economia mondiale, secondo le autorevoli stime del McKinsey Global Institute, sarà di circa tredici trilioni di dollari al 2030, corrispondente a una crescita del PIL mondiale all'anno di circa 1,2%.

---

<sup>10</sup> Kaplan J., *Le persone non servono. Lavoro e ricchezza nell'epoca dell'intelligenza artificiale*, Luiss University Press, 2016. Le reazioni provocate dallo sviluppo dell'AI sono contrastanti: agli entusiasmi per un mondo da sogno che si affaccia, per esempio da parte di Ray Kurzweil, si contrappongono accorati allarmi per un mondo svuotato di umanità, su cui incombe il mai sopito timore di venir sopraffatti da intelligentissimi robot, angoscia non unica di nostalgici umanisti, espressa persino da tecnocrati come Elon Musk e scienziati come il compianto Stephen Hawking.

<sup>11</sup> P. Fabbri, <https://www.key4biz.it/intelligenza-artificiale-giro-daffari-da-1-200-miliardi-di-dollari-nel-2018/220116/> Dicembre 2018, ultima consultazione 19/03/2019.

## *1.2 Il concetto di ecosistema dell'innovazione*

La letteratura economico aziendale, i *policy makers*, gli accademici e la classe manageriale si interrogano da alcuni anni sul tema dell'innovazione, contraddistinto dalle dinamiche di profonda discontinuità che sono state descritte nel paragrafo precedente. In particolare, uno dei temi di ricerca di maggiore interesse riguarda i fattori alla base della circostanza che una determinata innovazione abbia successo in un'organizzazione mentre incontra resistenza in un'altra e di come, più ampiamente alcune innovazioni si diffondano facilmente in un ambiente mentre siano ostacolate o ritardate, nella loro applicazione, in altri contesti. Quali sono, inoltre le implicazioni dei nuovi paradigmi di open innovazione ed ecosistema dell'innovazione per la tematica della valutazione finanziaria dell'azienda?

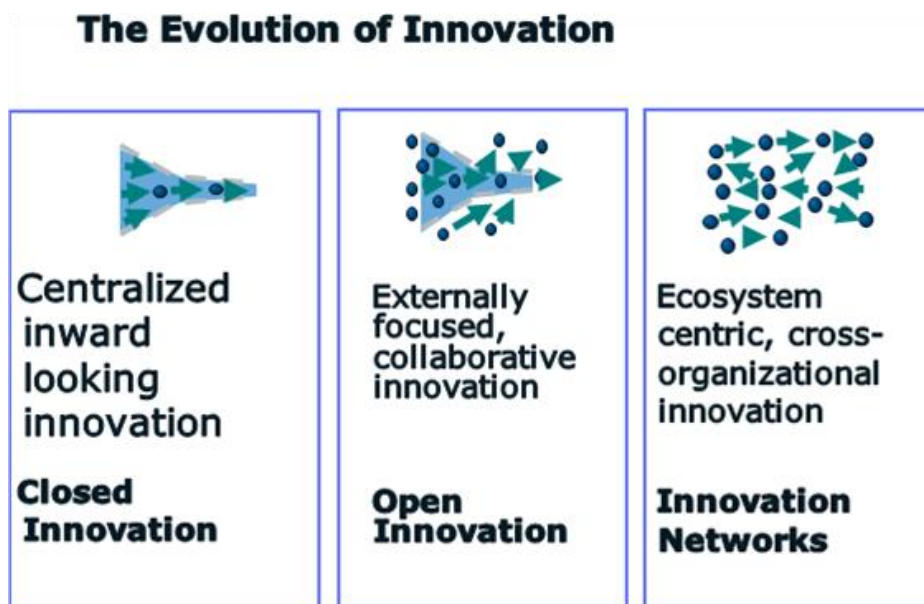
L'argomento è ancora molto controverso nel dibattito internazionale, come testimoniato dagli studi di Wolfe, le cui analisi empiriche hanno, per stessa ammissione dello studioso, esposto risultati in gran parte "*inconcludenti, incoerenti e caratterizzati da bassi livelli di spiegazione*"<sup>12</sup>. Un recente contributo di Fagerberg<sup>13</sup> sostiene, inoltre, che l'attuale comprensione del fenomeno dell'innovazione è ancora frammentaria e "*che sono necessarie ulteriori ricerche concettuali e applicate*". E' condivisibile che i modelli di innovazione si siano sviluppati, nel corso degli ultimi anni, secondo il percorso evolutivo delineato dalla figura 4, ovvero da un paradigma di innovazione chiuso a un paradigma di innovazione aperto e alla recente formulazione in termini di reti di innovazione o ecosistemi.

---

<sup>12</sup> Wolfe, D., Bramwell, A., and Munro, A. (2011). "*Clusters, Collaboration and Networking: Review of International Best Practice and Implications for Innovation in Canada.*" Final report prepared for the Strategy and Development Branch, National Research Council. Toronto: PROGRIS, Munk School of Global Affairs

<sup>13</sup> Fagerberg, J., Godinho, M. M., (2004). *Innovation and Catching-up*, in Fagerberg, J., Mowery, D., Nelson, R. (Eds.), *The Oxford Handbook of Innovation*. Oxford University Press, Oxford, pp. 514-544

**Figura 4: Dall'innovazione chiusa agli Ecosistemi di Innovazione**



Fonte: Curley M, Salmelin B (2014) Open Innovation 2.0 – a new paradigm, in AA.VV. *Open Innovation 2.0*. EU Publications.

Il percorso evolutivo è accomunato da una precipua finalità di progressiva contaminazione creativa e strategica rispetto alla visione tradizionale. Le leve per realizzare questo tipo di cambiamento, soprattutto in un contesto di imprese di dimensione piccola o media e nell'ambiente delle start up, sono essenzialmente quelle della istituzione di un network di relazioni e competenze; la revisione strategica della struttura organizzativa; la creazione di un sistema di gestione della conoscenza e della valutazione della ricerca in azienda. L'osservazione empirica del mercato italiano evidenzia dei riusciti casi di *open innovation* allorché siano stati realizzati, ad esempio, accordi o *partnerships* aziendali o istituzionali finalizzate allo sviluppo di specifici progetti o prodotti; tramite l'acquisizione o l'accelerazione di start up innovative; tramite il sovvenzionamento di

*hackathon* tra o *call for startup*, al fine di risolvere un problema di processo o di prodotto tramite l'ausilio di idee offerte da giovani ricercatori<sup>14</sup>.

I benefici dell'*open innovation*, rispetto al tradizionale paradigma della ricerca ed innovazione organizzata e diretta internamente all'azienda, sono stati efficacemente riepilogati da studi sia internazionali che nazionali<sup>15</sup>.

**Tabella 1: Differenze tra Closed innovation e Open Innovation**

Closed model	Open Innovation
Use knowledge from internal sources	Internal + External knowledge sources
Low (typically 20-30%) success rate	Double innovation success rate, up to 80%
A lot of rework, low productivity	40-60 % productivity increase
Low speed of innovation	High speed of innovation (x 3)

Fonte: Z. Liu, V. Stephens, Exploring Innovation Ecosystem from the Perspective of Sustainability: Towards a Conceptual Framework

L'*open innovation* rappresenta un passo fondamentale per l'efficace inserimento dell'azienda in un ecosistema innovativo. Si tratta infatti di un modello di gestione aziendale che promuove la collaborazione con persone e organizzazioni esterne all'azienda stessa ai fini della creazione di valore.

---

<sup>14</sup> L'open innovation si può fare, e bene, anche in Italia, perché "l'ossatura dell'economia italiana sono le piccole e medie imprese, che sono più agili e più portate al cambiamento", a detta di Solomon Darwin, direttore esecutivo del "Garwood Center for Corporate Innovation" dell'Università di Berkeley, in California, tra i più importanti centri americani che si occupano della materia. Chiaramente, in questi casi, il principale ostacolo alla diffusione di questo modello virtuoso è rappresentato dalla resistenza al cambiamento, sia delle strutture organizzative tradizionali, e dalla titubanza ad aprire la proprietà intellettuale dell'azienda verso l'esterno. Sul tema si vedano Baldwin E, Curley M (2007) *Managing IT innovation for business value*. Intel Press Assimakopoulous DG, Oshri I, Pandza K (2015) *Managing emerging technologies for socio-economic impact*.

<sup>15</sup> George, Michael L., et al. *Fast Innovation: Achieving Superior Differentiation, Speed to Market, and Increased Profitability*. McGraw-Hill, 2005. "Open Innovation." Wikipedia, Wikimedia Foundation, 9 Sept. 2019, en.wikipedia.org/wiki/Open\_innovation. Brunswicker, Sabine and Bagherzadeh, Mehdi and Lamb, Allison and Narsalay, Raghav and Jing, Yu, *Managing Open Innovation Projects with Impact* (July 2016). Whitepaper Series, 2016. *Develop*, www.pgconnectdevelop.com/what-is-connect-develop/. E.Lilly Announces Plans to Launch New Startup." Lilly, 2001. F. Adrodegari, *Open Innovation, linee guida per le aziende*, in "Leadership e Management", Marzo 2017.

In questo senso, le sfide dell'innovazione aperta rappresentano un elemento di rottura con la cultura aziendale e con la segretezza tradizionalmente associata ai processi di ricerca e sviluppo interni. Questo modello di innovazione diventa pertanto praticabile quando l'azienda riconosce che ci sono molti professionisti brillanti e una maggiore conoscenza al di fuori dell'organizzazione. È proprio in questo momento che l'opportunità di attrarre quegli individui e/o aziende esterni diventa più reale. La letteratura economico aziendale ha osservato che uno dei principali limiti dell'innovazione chiusa è quello di valutare il potenziale innovativo di una realtà aziendale attraverso la percentuale di investimenti in ricerca e sviluppo e di dimensionare, in generale, l'innovazione, con riferimento più ai costi che all'effettivo ritorno commerciale dei processi<sup>16</sup>. Inoltre Al giorno d'oggi, le aziende che utilizzano modelli di innovazione chiusi di solito incontrano i seguenti problemi: scarsa produttività, minore tasso di successo della ricerca e sviluppo di nuovi prodotti o servizi; incompletezza delle conoscenze generate internamente e inoltre, spesso, la conoscenza generata all'interno non arriva al mercato, perché non ne soddisfa esattamente le esigenze o perché impiega troppo tempo<sup>17</sup>. Infatti, quando l'innovazione è troppo lenta, la conoscenza diventa obsoleta o le priorità aziendali cambiano. Il contributo di fonti esterne è pertanto indispensabile poiché la tecnologia si sta evolvendo molto rapidamente a livello globale.

L'evoluzione dell'innovazione verso una configurazione incentrata sull'organizzazione e basata sull'ecosistema genera un modello vincente e assimilabile, dal punto di vista teorico, ad una prospettiva ecologica e

---

<sup>16</sup> Brunswicker S., Bagherzadeh M., Lamb A., Narsalay R., Jing, Y, *Managing Open Innovation Projects with Impact* (July 2016). Whitepaper Series, 2016

<sup>17</sup> George, M. L., et al. *Fast Innovation: Achieving Superior Differentiation, Speed to Market, and Increased Profitability*. McGraw-Hill, 2005

scientifico, tanto è vero che si afferma il concetto di ecosistema dell'innovazione<sup>18</sup>.

Il concetto di “ecosistema”, di evidente derivazione scientifica, è stato utilizzato per la prima volta nelle scienze sociali ed economiche da Moore<sup>19</sup>, il quale, in un contributo del 1993, evidenziò il nesso causale diretto tra l'ambiente esterno all'impresa (“*business ecosystem*”) e le performance e la connessa valutazione aziendale. Le definizioni di ecosistema dell'innovazione sono molteplici, e sono state recentemente oggetto di tentativi di classificazione<sup>20</sup>. Nell'ultimo decennio le definizioni hanno rispecchiato in misura crescente l'approccio politico ed istituzionale al tema dell'innovazione, con un esplicito riferimento alle strategie di creazione delle condizioni per il successo dell'innovazione in una regione, individuando nel contesto geografico e nella cultura del luogo i fattori determinanti del processo imprenditoriale. La logica di rete e la visione olistica che sono alla base degli ecosistemi, costituiscono il fattore comune all'interno di una pluralità di definizioni in cui viene alternativamente proposto un punto di vista differente sull'argomento.

La derivazione scientifica del concetto consente un costante riferimento teorico alla rappresentazione dell'innovazione come un processo interattivo dinamico derivante dall'incontro tra le persone e il loro ambiente con le sue capacità tecnologiche. Jeff Alex sottolinea le affinità tra un ecosistema biologico ed uno di business: in entrambi il principio di sinergia è centrale: l'idea che attraverso la collaborazione le entità possano fornire qualcosa che è irraggiungibile da solo e che una volta messe in atto le materie prime e stabilite le relazioni e gli accoppiamenti iniziali, spesso si assista ad un

---

<sup>18</sup> M. Millard, *What Is an Innovation Ecosystem and How Are They Essential for Startups?*

<sup>19</sup> Moore, J. F. (1993). *Predators and prey: a new ecology of competition*. *Harvard business review*, 71(3), 75–86

<sup>20</sup> Malecki, E. J. (2018). *Entrepreneurship and entrepreneurial ecosystems*. *Geography Compass*

processo di autoregolazione secondo i principi darwiniani richiama alle teorie scientifiche<sup>21</sup>. L'importanza degli ecosistemi dell'innovazione è direttamente connessa alla loro capacità di creare valore. All'uopo Merriam Webster definisce l'ecosistema come “ *the complex of a community of organisms and its environment functioning as an ecological unit*”, allo scopo di aumentare il valore di una singola comunità territoriale<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> Curley M, Salmelin B (2014) Open Innovation 2.0 – a new paradigm, in AA.VV. *Open Innovation 2.0*. EU Publications.

<sup>22</sup> Malecki, E. J. (2018). *Entrepreneurship and entrepreneurial ecosystems*. Geography Compass

### ***1.3 Attori e fattori di attrattività di un ecosistema***

E' stato osservato come, da sempre, l'innovazione rappresenti una condizione essenziale del progresso economico e sociale. In particolare in questo periodo di forte accelerazione, cambiamento e discontinuità con il passato, l'innovazione consente di sostenere la qualità ed il tenore di vita di ampie fasce della popolazione, di migliorare i processi organizzativi delle nostre imprese, di introdurre nuovi prodotti sul mercato, di rispondere in maniera adattiva al costante mutamento di modelli produttivi, assetti demografici e condizioni ambientali.

Recenti contributi storiografici testimoniano che l'apporto delle start-up innovative e delle giovani imprese al mercato del lavoro statunitense costituisce oltre il cinquanta per cento del 50% dei nuovi posti di lavoro, oltre al contributo indiretto al miglioramento dell'occupazione e del tenore di vita e delle opportunità di business dei propri fondatori, dipendenti e *stakeholders*<sup>23</sup>. E' stato osservato, inoltre, che un efficiente ecosistema dell'innovazione non impatta esclusivamente sull'ambito economico ma cambia anche il modo di vivere dei clienti raggiunti da queste innovazioni radicali, che siano queste di prodotto o di modello di business. In precedenza si è sottolineato che, nonostante il fatto che unanimemente ritenuto che l'innovazione e la creazione di valore da parte di un ecosistema determini grandi benefici per la collettività, non è sempre chiaro come solo in pochi luoghi al mondo dove tale potenzialità viene catturato in maniera quasi sistematica. Il legame tra il concetto di imprenditorialità innovativa e contesto geografico, che alimenta con effetto propagatore l'ecosistema dell'innovazione, è al centro degli studi di Alveladen e Boschma, i quali evidenziano come *“relazioni tra organizzazioni di diversa natura in una*

---

<sup>23</sup> Haltiwanger, J., Jarmin, R. S., & Miranda, J. (2009). Business dynamics statistics briefing: jobs created from business startups in the united states; Si veda inoltre M. Millard, *What Is an Innovation Ecosystem and How Are They Essential for Startups?*



*regione aumentano la performance imprenditoriale*”<sup>24</sup>. Mentre, in riferimento alle condizioni che influenzano i risultati e i successi applicativi delle attività imprenditoriali in un determinato contesto geografico, altri studiosi hanno evidenziato come tentativi di favorire l'imprenditorialità innovativa da parte dei *policy makers* spesso si sono rivelati fallimentari poiché non si riesce a replicare quelle strategie che invece in altri luoghi funzionano: un comportamento che conferma il fatto che questi complessi sistemi funzionano con dinamiche ancora non completamente comprese<sup>25</sup>.

La capacità di produrre innovazione è un fattore di crescita e competitività delle organizzazioni e di un sistema-Paese. Ricerca e innovazione costituiscono anche una componente indiretta del benessere, dando un contributo fondamentale allo sviluppo sostenibile e durevole. Oggi la sfida dell'innovazione è giocata a livello di ecosistemi integrati, in cui i risultati di output sono determinati dalla qualità ed intensità delle interazioni tra gli attori chiave – accademia, policy maker e business – e in cui l'ottimizzazione dell'efficacia e la massimizzazione della velocità dei network sono fattori critici di successo<sup>26</sup>.

Queste considerazioni spingono a definire quali siano gli attori chiave e i fattori di successo di un valido ecosistema dell'innovazione. Per ciò che attiene alle figure chiave dell'ecosistema, rappresentate efficacemente in figura 6, può dirsi che esse siano unanimemente individuate in università, istituzioni, media, incubatori ed acceleratori, imprenditori, ricercatori, laboratori di ricerca, soggetti finanziatori e *business influencers*. La presenza di tali soggetti definisce in maniera compiuta un ecosistema dell'innovazione, come sottolineato da Jackson: “ *Innovation ecosystem is the term used to describe the large number and diverse nature of*

---

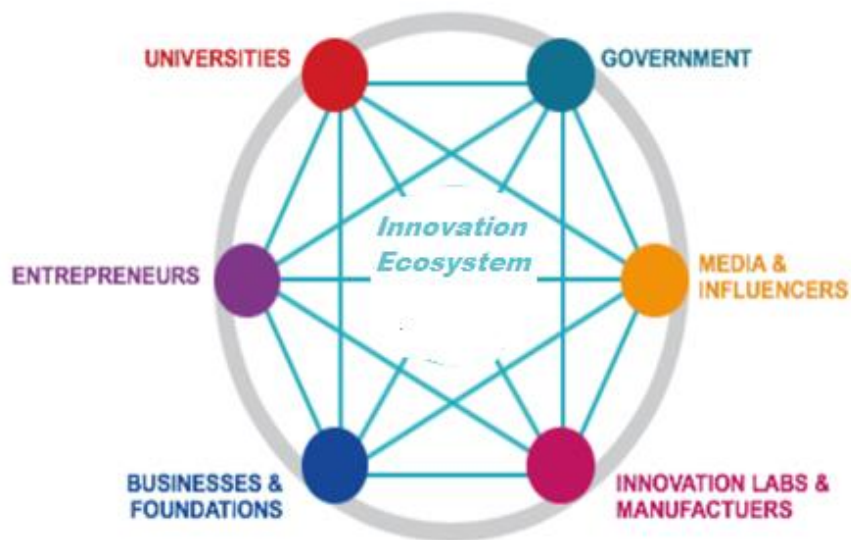
<sup>24</sup> Alvedalen, J., & Boschma, R. (2017). *A critical review of entrepreneurial ecosystems research: towards a future research agenda*. *European Planning Studies*, 25(6), 887–903

<sup>25</sup> Cohen, B. (2006). *Sustainable valley entrepreneurial ecosystems*. *Business Strategy and the Environment*, 15(1), Malecki, E. J. (2018). *Entrepreneurship and entrepreneurial ecosystems*. *Geography Compass*

<sup>26</sup> Fondazione Ambrosetti (2017), *L'ecosistema per l'innovazione: quali strade per la crescita delle imprese e del Paese*, Milano.

*participants and resources that are necessary for innovation. These include “entrepreneurs, investors, researchers, university faculty, venture capitalists as well as business development and other technical service providers such as accountants, designers, contract manufacturers and providers of skills training and professional development”<sup>27</sup>*

**Figura 6: Le componenti dell’ecosistema dell’innovazione**



Fonte: mia elaborazione su Malecki, E. J. (2018). *Entrepreneurship and entrepreneurial ecosystems*. Geography Compass.

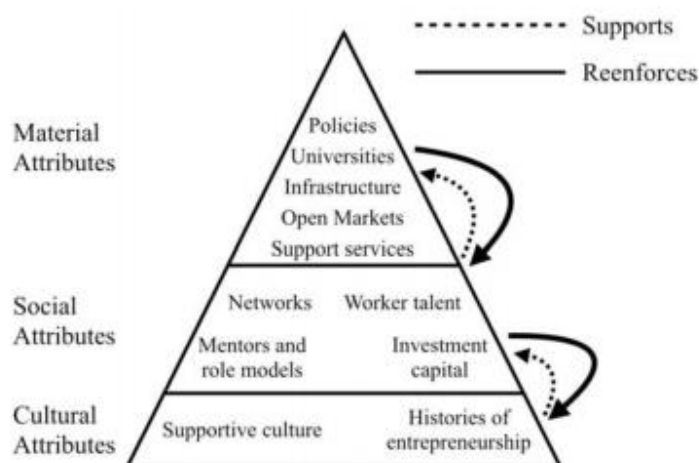
Le relazioni tra questo tipi di soggetti, lungi dall’essere monolitiche e statiche, sono, invece, dinamiche ed auto alimentantesi, attraverso complessi processi di scambio e condivisione degli attributi materiali, sociali e culturali che, da una parte, aiutano altri attributi ad emergere mentre dall’altra rinforzano quelli già esistenti. Ad esempio, come sottolineato in

---

<sup>27</sup> Jackson DJ. (2011) ‘What is an Innovation Ecosystem?’ National Science Foundation, Arlington, VA

un recente contributo di Spiegel<sup>28</sup> e sintetizzato nella figura successiva, un'attitudine positiva dell'opinione pubblica sull'imprenditorialità influenza l'entusiasmo e la capacità innovativa degli imprenditori e degli altri attori nell'aiutare a far crescere altre imprese. Tali relazioni, inoltre, possono essere di tipo gerarchico e/o prestabilito, con un player dell'ecosistema che assuma di fatto la responsabilità di mediare le connessioni tra gli attori, oppure possono essere di tipo implicito e casuale, con gli attori che sono in grado autonomamente di condividere prassi, aggiornamenti e scambi informativi informali senza necessità di controllo o autorità.<sup>29</sup>

**Figura 7: Le relazioni tra gli attori dell'ecosistema**



Fonte: Spiegel, B. (2017). *The relational organization of entrepreneurial ecosystems. Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(1), 49–72.

Queste riflessioni sulla governance dell'ecosistema dell'innovazione innesca anche altre osservazioni importanti circa i principali fattori di attrattività e successo degli stessi, che, a prescindere dalla collocazione geografica, dalla numerosità degli attori e dalla grandezza delle risorse

<sup>28</sup> Spiegel, B. (2017). *The relational organization of entrepreneurial ecosystems. Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(1), 49–72.

<sup>29</sup> Colombelli, A., Paolucci, E., & Ughetto, E. (2017). *Hierarchical and relational governance and the life cycle of entrepreneurial ecosystems. Small Business Economics*, 1–17

finanziarie mobilitate, a grandi linee possono essere razionalizzati in maniera omogenea.

Uno dei principali fattori di attrattività è, per l'appunto, la presenza forte di un “*anchor tenant*”, ovvero un attore centrale che sia soggetto artefice della costituzione dell'ecosistema mediante una serie di azioni di promozione dell'innovazione e la sinergia con le istituzioni<sup>30</sup>. In molti casi, questo ruolo è rivestito dalle Università (come accade, ad esempio, a Stanford o alla Silicon Valley). In genere l'*anchor tenant* è colui che ha una visione chiara e a lungo termine del ruolo dell'ecosistema e delle metriche di valutazione o kpi che andranno associate all'azione dello stesso, ovvero a come sarà valutata l'attività innovatrice, nel lungo periodo, in riferimento al contesto economico dove ha sede la rete. Gli elementi strategici per valutare l'efficacia di un ecosistema potrebbero essere, ad esempio, il tasso di investimento, la velocità con cui le start up sono finanziate da *venture capitalists*, aziende e *business angels* rispetto ad ecosistemi alternativi; un grado di comunicazione più trasparente dalle start up nei confronti degli investitori e il flusso di reazione di informazioni utili per un pool di investimenti più ampio; la capacità di favorire l'open innovation tra aziende corporate e start up; la capacità di favorire la trasformazione digitale delle imprese; oppure, infine, il numero di start-up e innovazioni finanziate da *venture capitalist* o *private debt* e il tasso di sopravvivenza delle stesse.

Gli altri attori dell'ecosistema sono:

- a) Le Istituzioni di ricerca, che rivestono un ruolo cruciale per l'innovazione a causa del loro ruolo nella creazione e diffusione della conoscenza e costituiscono uno strumento primario per i governi che cercano di stimolare la ricerca e l'innovazione nelle loro economie. Alcuni svolgono ricerche ad ampio raggio, mentre altri si concentrano su progetti più orientati al mercato a breve termine. È

---

<sup>30</sup>Agrawal,A.,&Cockburn,I. (2003).*The anchor tenant ypothesis:exploring the role of large ,local, r&d intensive firms in regional innovation systems. Internationaljournalofindustrialorganization, 21(9), 1227–1253*

importante sottolineare che gli istituti di ricerca spesso forniscono istruzione e formazione terziaria, il che significa che svolgono un ruolo importante nella creazione di studenti e giovani imprenditori che contribuiranno al futuro pool di innovatori e sviluppatori di capitale umano

b) Incubatori ed acceleratori, la cui importante funzione all'interno dell'ecosistema è quella di fornire un ambiente favorevole alle start-up e alle aziende in fase di sviluppo. Ciò anche mediante la messa a disposizione di uno spazio fisico per gli innovatori utile per convocare e condividere idee beneficiando al contempo di infrastrutture e apparecchiature tecnologiche condivise. Inoltre incubatori ed acceleratori forniscono spesso agli innovatori l'accesso a una rete di consulenti / mentori tecnici e aziendali in grado di fornire assistenza e orientamento nello sviluppo del prodotto, nella finanza, nella pianificazione aziendale, nel marketing, nella consulenza legale, etc.

c) imprenditori, le cui caratteristiche fisionomiche sono l'elevata specializzazione, lo spirito imprenditoriale, la propensione al rischio, la cultura dell'innovazione e la mentalità tecnologica

d) *Business angels* e *venture capitalists*, ovvero soggetti finanziatori in grado di sostenere le start up nelle fasi di *early stage*, ricerca e sviluppo fino alla fase della scalabilità. Frequentemente meno avversi al rischio rispetto ai *Venture Capitalist*, i *Business Angels* talvolta possono far avanzare più speditamente il processo di innovazione supportato assumendo una posizione nel consiglio di amministrazione della start-up, assistendo la sua gestione con le proprie conoscenze ed esperienze e ampliando al contempo la gamma di contatti e reti di cui l'azienda ha bisogno

per garantire ulteriori sostenitori e finanziamenti successivi. I *venture capitalists* generalmente entrano nel mondo dell'innovazione con un investimento di taglio più grande che può assumere la forma di equity, quasi-equity e talvolta debito, diritto o condizionale sul futuro fatturato aziendale.

- e) Governo ed Istituzioni, che rivestono probabilmente il ruolo di importanza più critica nell'intero ecosistema, essendo responsabili sia dell'aspetto regolamentare, sia della disciplina tributaria e fiscale, sia del coordinamento degli altri attori nella proposizione di programmi di sviluppo che incentivino l'adozione di nuove tecnologie e della ricerca.

Nei paragrafi successivi, verrà approfondito il ruolo del mercato dei capitali nello sviluppo dell'ecosistema dell'innovazione italiano, con particolare riferimento a quei particolari fenomeni tipici dello scenario di disintermediazione bancaria a cui stiamo progressivamente assistendo nelle economie dei paesi industrializzati, ovvero il *venture capital*, l'*equity crowdfunding*, i *business angels*, il *private equity* etc.

### ***1.4 I Business Angels in Italia***

La recente pubblicazione, da parte del Politecnico di Milano, del quaderno di ricerca sulla finanza alternativa per le PMI in Italia, offre un quadro di sintesi di grande interesse sulle recenti dinamiche che stanno interessando il comparto, strettamente legato al mondo delle start up e all’ecosistema dell’innovazione descritto in precedenza<sup>31</sup>.

Il processo di disintermediazione bancaria si accompagna infatti, anche nel nostro paese, alla progressiva affermazione di vari strumenti di finanza alternativa o complementare il cui scopo è quello di sostenere la crescita di piccole e medie imprese ad elevato potenziale tecnologico ed innovativo nei processi di accesso al mercato dei capitali. In seguito alla crisi finanziaria internazionale ed ai suoi effetti sul comparto degli intermediari finanziari, la tematica ha riscosso una crescente attenzione anche dal mondo della politica, interessata a tutto ciò che può far affluire risorse verso l’economia ‘reale’.

Il tema è particolarmente interessante in riferimento al contesto italiano che, contraddistinto da un lato, da un preponderante ricorso al debito bancario - pari al 90% delle fonti di finanziamento delle aziende e, dall’altro, dalla larghissima maggioranza di pmi e microimprese, di cui meno del 1% sono quotate in Borsa, è stato recentemente interessato da interventi legislativi e scelte di politica economica volte ad indirizzare flussi di risparmio verso il tessuto produttivo del paese in un orizzonte temporale di medio e lungo termine (idealmente dalla fase di start up sino a quella di quotazione sui mercati regolamentati), conferendo, d’altra parte, al risparmiatore che precisi benefici fiscali ottenibili dalla partecipazione ad operazione di finanza alternativa quali, ad esempio, minibond, Piani individuali di Risparmio, operazioni di *equity crowdfunding*.

---

<sup>31</sup> Politecnico di Milano, II quaderno di ricerca, *La Finanza alternativa per le PMI in Italia*, Novembre 2019.

Il panorama degli strumenti di finanza alternativa che possono supportare i processi di crescita delle start up innovative è piuttosto variegato, e può essere ben rappresentato nella tabella successiva, proposta dal Report del Politecnico, che documenta la sostanziale crescita del mercato italiano negli ultimi anni, in quasi tutti i segmenti sotto rappresentati.

**Tabella 2: Caratteristiche degli strumenti di finanza alternativa per le pmi innovative, rapportate al credito bancario**

	Forma di finanziamento	Orizzonte temporale	Tipologia di investitore tipico
Credito bancario	Debito	Breve, medio, lungo termine	Bancario
<i>Minibond</i>	Debito	Breve e medio termine	Professionale
<i>Crowdfunding</i>	<i>Reward, equity, debito</i>	In funzione della forma di finanziamento	<i>Retail</i> e professionale
<i>Invoice trading</i>	Smobilizzo fatture	Breve termine	Professionale
<i>Direct lending</i>	Debito	Medio termine	Professionale
ICOs e <i>token offerings</i>	<i>Token</i> digitali	Variabile	<i>Retail</i>
<i>Private equity</i> e <i>venture capital</i>	<i>Equity</i>	Lungo termine	Professionale

Fonte: Politecnico di Milano, II quaderno di ricerca, *La Finanza alternativa per le PMI in Italia*, Novembre 2019.

In particolare, sottolinea in report, “ il *crowdfunding* e l’*invoice trading*, risultano in progresso e occupano spazi sempre più rilevanti sul mercato del capitale. Il mercato dei *minibond* sembra essersi stabilizzato su buoni livelli, ma potrebbe essere spinto ulteriormente nel futuro dai ‘*basket bond*’. Alternative più consolidate come il *private equity* e il *venture capital* risentono maggiormente delle incertezze del quadro macroeconomico, ma comunque assicurano il loro flusso verso le PMI italiane. I *player* sul mercato prima erano specializzati in singole filiere, mentre ora - anche in risposta a evoluzioni graduali della normativa - si proponono come attori globali, in grado di offrire soluzioni diversificate e mirate, a volte anche in collaborazione con altri soggetti. Piattaforme di *equity crowdfunding* che collocano *minibond*, portali di *invoice trading* che fanno anche operazioni di



*lending, business angel* attivi nell'*equity crowdfunding*... si potrebbe dire che accanto al modello della 'banca universale' sta emergendo un ecosistema a rete che ambisce a diventare *partner* delle imprese dalla loro nascita, nella fase di *startup*, fino alla definitiva consacrazione sui mercati mobiliari"<sup>32</sup>.

La tabella non include le operazioni concluse dai c.d *Business Angels*, che costituiscono un attore importante nel panorama dell'ecosistema dell'innovazione del paese, rivolgendo la propria attività prevalentemente ad aziende start up contraddistinte da un elevato valore prospettico costituito dall'attualizzazione dei flussi di cassa connessi allo sfruttamento del potenziale tecnologico.

Si tratta generalmente di investitori privati, per lo più persone fisiche, in grado di investire parte del proprio patrimonio per promuovere l'avviamento di *startup* promettenti, in abbinamento all'apporto di competenze strategiche e gestionali e una rete di relazioni con il mondo economico finanziario, volte a sostenere le strategie di sviluppo, stringere partnership industriali con imprese corporate attraverso progetti di *open innovation*, rafforzare la *brand identity*, monitorare il rispetto del modello di business.

Nell'ultimo anno si è registrata una significativa crescita del comparto, con circa l'ottanta per cento dei finanziamenti da parte dei business angels nazionali finalizzato all'acquisto di equity e l'incremento del numero di operazioni che passano da circa 120 nel 2017 a 167 nel 2018, con un investimento medio che cresce a 278mila euro rispetto ai 227mila euro dell'anno precedente (crescita confermata anche per il 2019). Dalla figura successiva emergono i principali numeri del comparto, che cuba poco meno di 50 milioni di euro come apporto di capitali nelle start up ad elevato potenziale di crescita, avendo raddoppiato il peso percentuale negli ultimi sei anni (dal 2013) e pesando circa il 20% nella composizione dell'equity delle start up nazionale, con una rilevanza di tale diversificazione del tutto

---

<sup>32</sup> Ibidem, p.7

rilevante a livello continentale<sup>33</sup>. Secondo la ricerca pubblicata da Italian Business Angels Network per il 2018, in conformità con gli anni passati, la maggior parte delle imprese finanziate vengono dal Nord Italia (59%), di cui il 71% in fase di start up. I settori che hanno beneficiato maggiormente dei finanziamenti sono l'ICT, seguito da servizi finanziari e commercio e distribuzione. Secondo un trend sempre più diffuso, gli investitori tendono a unirsi in *syndacations* (o gruppi) per aumentare l'apporto finanziario e ridurre il rischio<sup>34</sup>. La cordata di imprenditori consente infatti di distribuire più efficacemente la rischiosità dell'operazione, superando i tradizionali limiti di investimento singolo del business angel, che interviene in genere in fase *early stage* e con un taglio minimo che va dalle poche migliaia di euro fino anche a trecentomila euro, con punte di 500 mila euro. Il finanziamento da parte del *business angel* prevede la cessione di quote della società, sulla base quantificata dagli accordi tra le parti.

**Figura 8: le tendenze del segmento dei Business Angels in Italia**



Fonte: Il sole 24 ore, 15/12/2017

<sup>33</sup> G. Fasano, *Investitori per passione: Venture capitalists e business angels*, in Business Plan, 2/2019.

<sup>34</sup> IBAN, *Survey 2018*, Milano, Bocconi, 2019

Le recenti statistiche sul settore rassegnano anche il profilo tipico del *business angel* italiano che, generalmente, ha un profilo di imprenditore con spiccate competenze manageriali, un'età compresa tra i trenta e i cinquanta anni, organizzato in sindacato, con un patrimonio inferiore ai due milioni di euro, di cui circa il dieci per cento destinato ad investimenti in startup. Nel momento di valutare il progetto imprenditoriale, i principali criteri presi in considerazione sono le caratteristiche del prodotto/servizio (24%), il potenziale di crescita del mercato (19%), la possibilità di poter svolgere un ruolo imprenditoriale (19%). La presenza dei *business angels* nell'ecosistema dell'innovazione è al giorno d'oggi molto rafforzata anche per mezzo della diffusione dei portali di *equity crowdfunding*,<sup>35</sup> che consentono di mobilitare cospicui capitali verso le imprese innovative con investimenti di taglio minimo accorpati in operazioni svolte in sindacato.

---

<sup>35</sup> Alla data del 30 giugno 2019 l'Osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano aveva censito 401 campagne<sup>3</sup> di *equity crowdfunding* sui portali autorizzati, di cui ben 170 relative agli ultimi 12 mesi. In totale il capitale effettivamente raccolto in Italia fino al 30/6/2019 attraverso l'*equity crowdfunding* ammonta a € 82,27 milioni (con un incremento totale complessivo negli ultimi 12 mesi pari a € 49 milioni, flusso più che doppio rispetto a quello registrato nel periodo precedente). Come evidenzia la Figura 2.1, la crescita annuale è stata molto sostenuta nel corso del tempo. I portali che avevano raccolto più fondi fino al 30/6/2019 erano Mamacrowd (€ 21,96 milioni), Crowdfundme (€ 14,96 milioni) e Walliance (€ 11,11 milioni).

### ***1.5 Private equity e Venture capital in Italia***

Attraverso lo strumento del *private equity* è consentito agli investitori professionali di apportare capitali in aziende contraddistinte da elevato potenziale innovativo non ancora quotate su mercati regolamentati. In base alla definizione fornita da Borsa Italiana, si tratta di una modalità di investimento effettuato in ottica di medio lungo termine in *high grow companies*, operata allo scopo di ottenere un significativo *capital gain* dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa.

Tale attività,, analogamente a quella descritta in precedenza per i *business angels*, non si esaurisce nel mero apporto di capitale di rischio, ma afferisce anche ad una serie di attività connesse e strumentali alla realizzazione dell'idea imprenditoriale. Il comparto è evidentemente riservato ad investitori di tipo istituzionale, che alla fine del processo di investimento può prendere alternativamente una delle seguenti decisioni:

- a) quotazione in Borsa dei titoli della partecipata;
- b) vendita dei titoli ad un'altra società o investitore istituzionale;
- c) riacquisto della partecipazione da parte del gruppo imprenditoriale originario;
- d) vendita a nuovi e vecchi soci.

Allorché l'investitore istituzionale entra in una società *high growth* durante la fase di *start up* si parla di "*venture capital*", che, pertanto, rappresenta una costola dell'universo *private equity*.

Il *private equity* costituisce di conseguenza, nel coacervo delle leve della finanza complementare ed alternativa al canale bancario, uno strumento privilegiato per la realizzazione di operazioni di *buy out/ buy in* da parte di manager esperti. Nella fattispecie in cui si acquisiscono azioni esistenti dai soci originari si parla di procedura *buy out*, mentre qualora si sottoscrivano

azioni di nuova emissione apportando capitali ‘freschi’ all’interno della società target si parla di *buy in*.

Nella parte conclusiva del lavoro sarà operata un'analisi di particolari tipologie di operazioni di private equity, quali le SPAC (Special Purpose Acquisition Companies) o l'emissione dei minibond, spesso connesse alla quotazione e valorizzazione su mercati regolamentati di imprese con elevato potenziale tecnologico ed innovativo.

Gli investimenti in *private equity* racchiudono tuttavia un ampio spettro di operazioni, poste in essere alternativamente in funzione sia della fase nel ciclo di vita aziendale, sia della tecnica di investimento usata.

Le tradizionali fasi del ciclo di vita aziendale in cui può concretizzarsi una operazione di questo tipo sono definite ‘*early stage financing*’ (detta anche *seed* o *start up financing*) allorché l’idea di impresa sia appena stata generata o la start up sia stata recentemente costituita e necessita capitali per finanziare gli investimenti necessari per arrivare al mercato, di ‘*expansion financing*’ se l’impresa si è già affermata sul mercato avviando la vendita dei suoi prodotti o servizi ed è alla ricerca di capitali per consolidare o accelerare la crescita in atto, ed infine di *turnaround* o *bridge financing* qualora si voglia rispettivamente indicare gli investimenti di ristrutturazione e sostituzione oppure con riferimento agli interventi finalizzati, sin dal momento della loro realizzazione, nell’accompagnare l’impresa in borsa<sup>36</sup>.

La prima casistica evidentemente rappresenta una situazione di venture capital, mentre le seconde due si riferiscono ad operazioni di private equity. La successiva figura 10 rappresenta l'evoluzione delle operazioni concluse in Italia distinte in base alle fasi descritte.

Dal punto di vista dei soggetti finanziatori, in Italia si è assistito ad una crescente partecipazione sia di soggetti pubblici (sia a livello centrale sia a livello regionale) sia di *players* privati, che stanziavano risorse per gli

---

<sup>36</sup> Hellmann, T., Puri, M. (2000). “*The Interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital*”. Review of Financial Studies 13, 959-984.

investimenti, direttamente o tramite fondi di fondi, con l'obiettivo di creare innovazione, posti di lavoro, nuove imprese. I principali contributi economico aziendali che si sono interessati dell'argomento<sup>37</sup> hanno rilevato una connessione diretta tra lo sviluppo del comparto del *venture capital* e del *private equity* e crescita economica.

Nella prospettiva di una piccola o media impresa del tessuto economico produttivo italiano, i vantaggi del ricorso a tale forma di finanza complementare è simile a quello descritto in precedenza per i *business angels*, ovvero vi è l'opportunità di avere supporto da investitori professionali nel capitale di rischio, circostanza significativa per numerosi motivi, di carattere strategico: sostegno di piani di sviluppo, consolidamento della struttura finanziaria della società, acquisizioni aziendali, lancio di nuovi prodotti e nuove tecnologie<sup>38</sup>. In base ai dati offerti dalla l'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt) per l'ultimo esercizio disponibile<sup>39</sup> si rileva che negli ultimi cinque anni la media annuale delle operazioni registrate è pari a 329 (stabile rispetto alla rilevazione del 2018) mentre il numero medio delle imprese interessate ogni anno è pari a 256 (in lieve calo). Dal punto di vista del valore delle operazioni concluse è stata sfiorata la simbolica quota di dieci miliardi di euro (9,788 miliardi), valorizzazione maggiore mai registrata sul mercato domestico e quasi raddoppiata rispetto al 2017. Le operazioni sono state complessivamente 359, in aumento del 15% rispetto alle 311 dell'anno precedente. In particolare, sul versante degli investimenti, il 2018 è stato caratterizzato da alcuni accordi particolarmente importanti conclusi da grandi operatori internazionali nel settore delle infrastrutture. In base ai dati

---

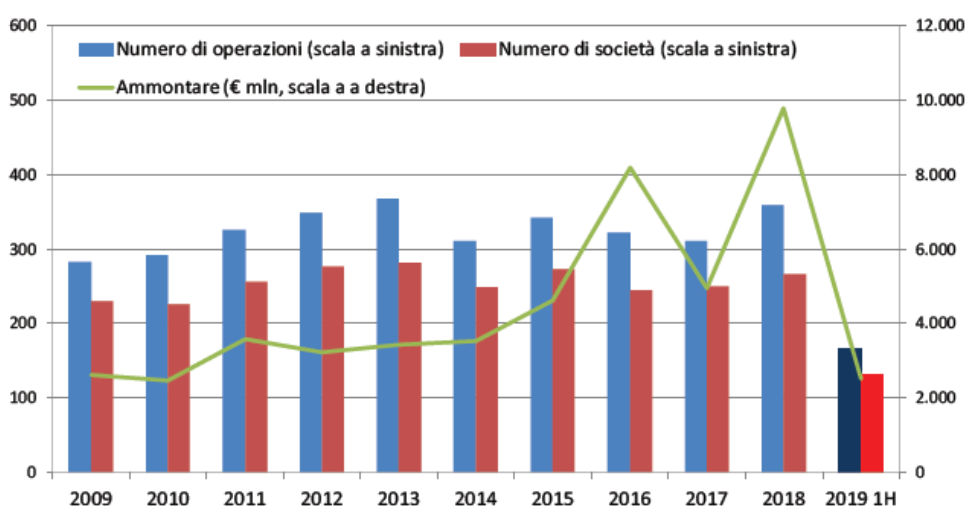
<sup>37</sup> J. Broughman, *Investor opportunism and Governance in Venture Capital*, Companion to *Venture Capital*, USA, 2009; Caselli S. , Gatti S., (2004) *Venture capital: a euro-system approach* Springer, Berlino; D. Cecchini (2019) *Corporate Venture Capital Imprese e capitali per l'innovazione. Storie di successo (e fallimento)*, Guerini Editore.

<sup>38</sup> Zanon A., (2010), *Venture capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Cedam, Padova

<sup>39</sup> AIFI, *Il mercato italiano del Private Debt*, 2019

di questa analitica *survey*, si sono registrati tredici *large e mega deal* (ovvero operazioni con equity versato superiore a 150 milioni), con gli operatori internazionali che hanno investito il 66% in termini di ammontare. Nell'esercizio 2018, complessivamente, la raccolta sul mercato del private equity e venture capital è stata pari a 3,415 miliardi, in calo rispetto ai 6,23 miliardi del 2017, che era stato influenzato da alcune operazioni di particolare rilevanza concluse da soggetti istituzionali. Se si prende in considerazione solo la raccolta indipendente di soggetti privati, l'ammontare è in crescita a 2,738 miliardi, quasi tre volte il dato del 2017 (920 milioni), come indicato nella figura 9.

**Figura 9: Investimenti italiani in Private equity e venture capital**

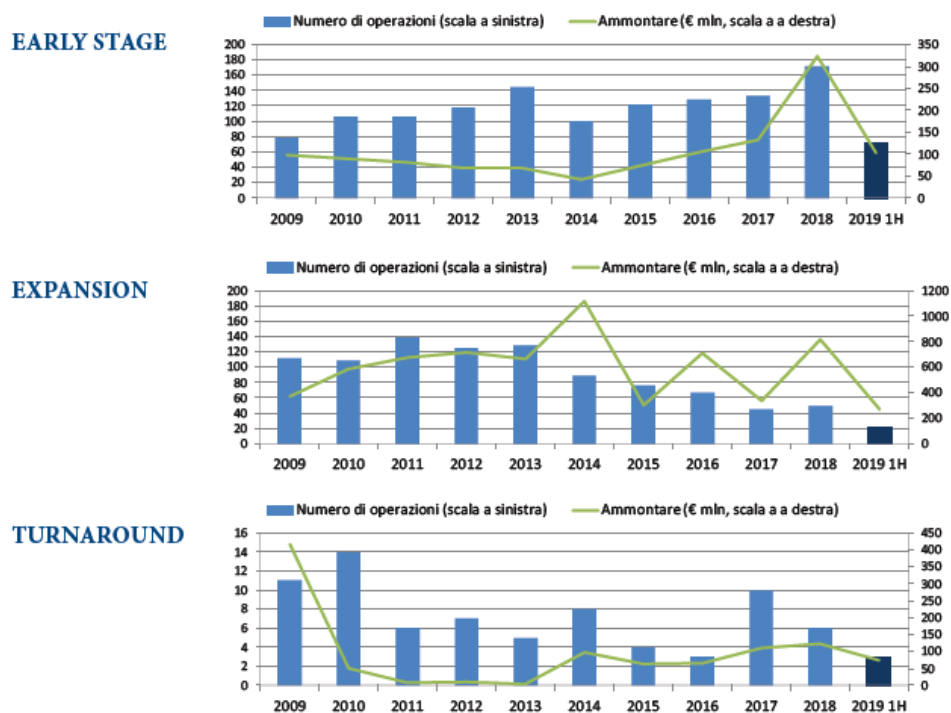


Fonte: AIFI, *Il mercato italiano del Private Debt*, 2019

Sempre secondo i dati AIFI, i rendimenti medi annuali (*internal rate of return*, IRR) per gli investitori nel capitale di rischio ottenuti negli ultimi 5 anni variano fra il 19,7% e il 12,5%, con un *trend* in leggera diminuzione. Pertanto in riferimento al mercato italiano, può certamente asserirsi che il venture capitale il private equity si stiano rivelando una forma di finanza alternativa per le pmi in forte crescita e ideale allorché nei mercati dei

capitali tradizionali ed in quello dell'intermediazione bancaria diventi troppo rischioso investire il proprio capitale finanziario nelle imprese, intervengono i *venture capitalists*.

**Figura 10: Investimenti suddivisi per ciclo di vita**



Fonte: AIFI, *Il mercato italiano del Private Debt*, 2019

In base alla principale letteratura di riferimento, i caratteri distintivi delle operazioni di venture capital possono riassumersi nel momento del finanziamento di tipo *seed*, che avviene senza che siano ancora stati predisposti i prodotti o i servizi da vendere; nella particolare predisposizione al finanziamento di ambiti tecnologici, con contenuti altamente innovativi delle operazioni; nella presenza di un significativo grado di *rischio operativo*, visto che non si hanno certezze riguardanti lo sviluppo di un mercato futuro per i prodotti, e di un altrettanto elevato *rischio finanziario*, dato che l'investitore non sa se avrà modo di



recuperare il capitale investito. L'utilità dell'apporto di capitali e competenze manageriali in una fase di lancio di un business innovativo, secondo la prevalente letteratura, contribuisce a superare anche il tradizionale e potenziale conflitto di interesse che si instaura tra il *principal* (investitore-finanziatore) e l'*agent* (l'imprenditore).

Tale conflitto è causato sia dall'esistenza di numerosi profili di incertezza ed asimmetria informativa, sia rischi di *moral hazard* da parte dell'*agent*.<sup>40</sup>

Dal punto di vista internazionale, inoltre, va sottolineato che gli studi di carattere maggiormente empirico, focalizzati per lo più sul mercato statunitense, rilevano il ruolo estremamente positivo degli investimenti di venture capital sull'attività di innovazione: nella valutazione dell'impatto del venture capital sul rapporto tra brevetti e spesa in ricerca e sviluppo, viene evidenziato infatti che un dollaro investito attraverso tale comparto sarebbe circa quattro volte più efficace, per l'innovazione, che un dollaro investito direttamente nella spesa in ricerca e sviluppo<sup>41</sup>.

---

<sup>40</sup> Hart O. (2001) “*Financial Contracting*”, NBER W.P. N. 8285.

<sup>41</sup> Hellmann, T., Puri, M. (2000). “*The Interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital*”. *Review of Financial Studies* 13, 959-984 e Gompers P.- Lerner J. (2001) “*The Venture Capital Revolution*”, *Journal of Economic Perspectives*, 15 pp. 145-168

## Capitolo II

### *2.1 Il processo di creazione di valore nell'economia contemporanea*

Il tema della valutazione dell'azienda ha progressivamente acquisito, negli ultimi anni, una crescente rilevanza nella letteratura economico aziendale, tra gli operatori economico sociali e tra le categorie professionali, per una serie di fattori che la rendono molto utile in numerosi ambiti di applicazione pratica, quali, ad esempio, operazioni di cessione e valutazione di quote sociali, richieste di finanziamenti o di garanzie, quotazione di coperture assicurative, *leverage buy out*, OPA, apporti, conferimenti, scorpori, fusioni o scissioni, arbitrati, procedure straordinarie o giudiziali. Pertanto, la dottrina e la letteratura aziendale e finanziaria hanno, in parallelo, sviluppato una serie di modelli e criteri volti alla misurazione ed al monitoraggio nel tempo del valore di una determinata entità, pubblica o privata.

In generale, la teoria del valore sostiene che lo scopo precipuo del *management* è quello di accrescere il valore economico dell'impresa, concepito come capacità prospettica di generare reddito e dunque come valore di mercato o di capitalizzazione più che come valore di libro o differenziale tra costi e ricavi. Infatti, è opportuno premettere che, quasi sempre, il processo di attribuzione di un Valore del Capitale Economico (VCE) al patrimonio investito in azienda, non coincide con le risultanze contabili e di bilancio di patrimonio netto (Valore Contabile, ovvero valore determinato tramite la rilevazione periodica degli eventi di gestione in base al codice civile e ai principi contabili nazionali ed internazionali, bensì è il frutto di una stima più ampia, che va si operata si partendo dalle risultanze di bilancio e da una attenta analisi storica delle stesse, ma integrata considerando le potenzialità e le criticità dei *drivers* contabili ed extracontabili che possono incidere sulla capacità prospettica di generare

flussi di cassa nel tempo<sup>42</sup>.

Di matrice anglosassone e orientata al futuro, la teoria del valore è largamente utilizzata in un contesto economico, quale quello contemporaneo, in cui l'importanza strategica del dato e dell'informazione di rilevanza esterna è fondamentale per il rispetto degli *stakeholders* a vario titolo interessati alle dinamiche aziendali. Diversi importanti contributi della letteratura economica hanno sostenuto che lo scopo della creazione del valore risponde agli obiettivi dei partecipanti all'impresa e non solo da quelli dell'imprenditore proprietario o del manager. Si tratta, a ben vedere, di una evoluzione concettuale molto significativa, in quanto connessa anche alla cultura della qualità totale, intesa a sottoporre a stretto controllo e ad intervenire su tutti i processi attuati dall'impresa per mirare al loro miglioramento qualitativo. Tale teoria appare, dunque, più ampia ed olistica di quella della massimizzazione del profitto, poiché ha come riferimento gli interlocutori interessati alla vita dell'impresa nella loro totalità.

Le declinazioni del concetto di creazione di valore economico possono ovviamente variare a seconda della natura dell'impresa e del contesto storico e geografico: tradizionalmente, nel mondo del capitalismo renano, si è abituati a considerare quale scopo razionale del management quello della crescita del differenziale tra ricavi e costi e, più ampiamente, della capacità reddituale e del controllo dei rischi. La misurazione di tale obiettivo è funzionale alla stima delle performances di una organizzazione nel tempo.

Nel contesto anglosassone, e, soprattutto, nel mondo delle *public companies* americane, contraddistinte da un azionariato estremamente diffuso, il concetto di creazione del valore si lega, d'altra parte, alla diffusione sul mercato di tale profitto collettivo.

---

<sup>42</sup> Viganò R. (2011), *Il valore dell'azienda*, Cedam, Padova; Sicca L. (1998), *La gestione strategica dell'impresa*, Cedam, Padova.

Nell'economia della conoscenza, in cui il valore delle risorse intangibili quali competenze, cultura manageriale, efficienza e trasparenza costituiscono un elemento differenziale nella stima del valore economico del capitale aziendale<sup>43</sup>, è, inoltre, imprescindibile, un sistema di attribuzione di un giudizio sintetico su un determinato ente che conferisca il giusto peso strategico alle così dette “risorse immateriali”.

Il tema della creazione del valore che fino agli anni Ottanta del secolo scorso non era stato oggetto di particolari studi o attenzione degli addetti ai lavori, ha registrato dalla fine del Novecento un crescente interesse di pari passo con l'affermazione dell'economia e della società post contemporanea, che il noto sociologo Zygmunt Bauman ha definito “società liquida”<sup>44</sup>. In generale, i numerosi mutamenti che hanno contraddistinto il contesto competitivo negli ultimi anni in conseguenza della rivoluzione digitale, della globalizzazione dell'economia e dei progressi della logistica, determinano la necessità di una profonda riflessione circa il fondamentale apporto, strategico e finanziario, delle risorse immateriali per il successo e la sopravvivenza delle imprese, sia di grandi dimensioni, che di piccola e media entità.

La progressiva globalizzazione dell'economia e della società, che ha notevolmente ridotto le barriere all'integrazione economica mondiale, nonché la recessione economica successiva alla crisi finanziaria dello scorso decennio, ha inoltre introdotto degli importanti principi contabili internazionali sul tema degli *intangibile assets*, evidenziato la fondamentale importanza del ricorso, a tutti i livelli, a un sistematico approccio di *risk management* per orientare le decisioni aziendali.

---

<sup>43</sup> F. Iandolo, F. Caputo (2018), *La creazione di valore tra economia, impresa e sostenibilità*, Edizioni Nuova Cultura; F. Fontana (2009), *Strategie di diversificazione e creazione del valore*, Franco Angeli, Milano; V. Coda, (2010) *Entrepreneurial Values and Strategic Management: Essays in Management Theory*, P. Mac Millan.

<sup>44</sup>Z. Bauman (2018), *Il disagio della postmodernità*, Roma Bari, Laterza.

Infine, l'evoluzione dei modelli di consumo, ed i connessi cambiamenti dell'economia e della società, hanno conferito progressivamente una maggiore importanza alle principali risorse immateriali dell'azienda, ovvero l'informazione, l'analisi dei dati, i diversi tipi di *know how*, i sistemi informativi di gestione, nonché gli strumenti e dei metodi per la distribuzione della conoscenza, il capitale umano, i marchi, le relazioni coi clienti etc... Tali fattori sono considerati sempre più strategici non solo per i processi interni dell'organizzazione economica, ma anche per la tutela del valore che l'impresa presenta all'esterno, a tutela dei propri *stakeholders*. L'insieme di tutte queste circostanze, in definitiva, ha reso la gestione della complessità dei fattori immateriali, l'incertezza e la turbolenza, elementi naturali da tenere in considerazione nei processi decisionali delle aziende, che, necessariamente, hanno dovuto perfezionarsi per tener conto della numerosità e velocità di cambiamento delle variabili di riferimento.

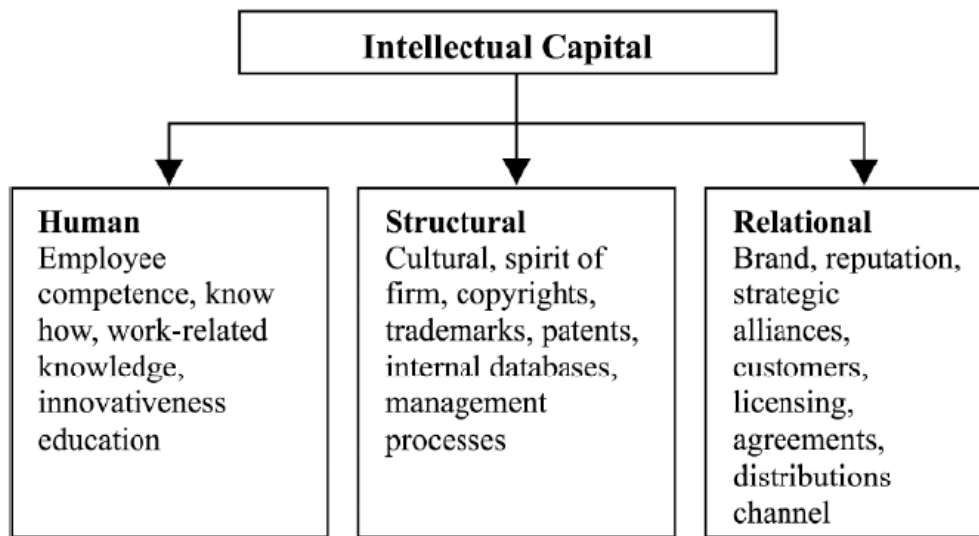
Pertanto, la recente attenzione dei ricercatori e degli addetti ai lavori sul tema degli *intangibles* va interpretato, in primo luogo, nel tentativo di pervenire a modelli di misurazione sempre più adeguati visto il loro potenziale contributo alla creazione di valore nel lungo periodo, monitorandone e controllandone le performances storiche al fine di orientare la gestione strategica e prospettica degli stessi. e programmare, opportunamente, le attività prospettiche in ottica di miglioramento della performance attesa. In secondo luogo, dal punto di vista della rappresentazione in bilancio, la tematica sempre più stingente della rilevanza esterna dell'informativa di bilancio, connessa all'evoluzione della armonizzazione contabile internazionale, ha alimentato numerosi dibattiti per consentire un maggiore e più preciso spazio alle risorse immateriali nel bilancio di esercizio, alleggerendo alcuni dei vincoli esistenti. Le classificazioni e definizioni risentono infatti, come si dirà più ampiamente in seguito, del contesto in cui vengono operate: in particolare, se l'approccio è di tipo contabile, i tentativi di classificazione sono poco dettagliati e rimandano generalmente ad informazioni integrative (in linea con quanto

stabilito dallo stesso principio contabile internazionale IAS 38). A tal proposito, l'International Accounting Standard Committee nel 2004 ha definito i beni intangibili come "beni identificabili, non monetari, senza consistenza fisica che sono controllati da un'impresa per essere usati nella produzione o nella fornitura di beni o servizi, per essere affittati a terzi, o per scopi amministrativi. Essi sono risultanti da decisioni o fatti passati e dai quali ci si attende benefici economici futuri". Se, d'altro canto, il contesto è di tipo manageriale/strategico, si può asserire che le risorse immateriali sono state considerate nel corso degli ultimi anni, da parte della prevalente letteratura, sia direttamente connesse alla creazione di valore nell'azienda nel lungo periodo, anche in maniera superiore agli assets tradizionali di tipo fisico o finanziario<sup>45</sup>, sia più adeguatamente rappresentabili. In particolare, il concetto di Capitale Intellettuale dell'azienda, molto ricorrente nei recenti studi di management e strategia aziendale, consente di delineare diverse categorie ben definite di risorse immateriali, all'interno di tre macro-classi: il capitale umano, il capitale strutturale, il capitale relazionale. Secondo l'impostazione descritta in figura 1, in particolare, il capitale umano sarebbe espressivo della capacità delle risorse umane di trasformare il sapere in merce di scambio (competenze, *know how*, conoscenza diffusa, cultura aziendale, educazione); il capitale strutturale, d'altro canto, racchiude tutti gli strumenti che consentono al capitale umano di trasformare la conoscenza in azione rendendola così valore per l'azienda (sistemi informativi, programmi manageriali, data base, processi codificati, etc.); infine, il capitale relazionale afferisce a tutto quel complesso sistema radicato di relazioni coi clienti, i fornitori, gli stakeholders in generale, che costituisce un mezzo per sostenere la formazione di conoscenza collettiva, generando valore e occasioni di crescita.

---

<sup>45</sup>Daum J.H. (2003), *Intangible assets and value creation*, Chichester, Wiley; B. Lev (2003), *Intangibles. Gestione, valutazione e reporting delle risorse intangibili delle aziende*, Milano, Etas Libri.

**Figura 11: Struttura del Capitale Intellettuale dell'azienda.**



Fonte: A. Seetharaman, Kevin Lock Teng Low, A.S. Saravanan (2004) *Comparative justification on intellectual capital*, Journal of Intellectual Capital, Vol. 5 Issue: 4, pp.522-539

Ad esso possono appartenere la reputazione aziendale, il *brand* e la conoscenza del marchio, gli accordi, le licenze commerciali etc.<sup>46</sup>. Il concetto di capitale intellettuale fu formulato la prima volta all'economista austriaco Kalecki alla fine degli anni Sessanta del Novecento, anche se, negli studi sulla Q di Tobin degli anni Cinquanta, si intravedono già diversi riferimenti all'impatto sulle *performances* aziendali dello stesso capitale intellettuale<sup>47</sup>.

---

<sup>46</sup>A. Seetharaman, Kevin Lock Teng Low, A.S. Saravanan, (2004) *Comparative justification on intellectual capital*, Journal of Intellectual Capital, Vol. 5 Issue: 4, pp.522-539

<sup>47</sup>Bontis N (2001), "Assessing Knowledge Assets: A Review of the Models Used to Measure Intellectual Capital", International Journal of Management Reviews, Vol. 3, No. 1, pp. 41-60.

Dal punto di vista internazionale, studi molto noti, tra i quali, ad esempio, quelli di Kaplan e Norton<sup>48</sup>, si sono occupati dell'aspetto della misurazione del capitale intellettuale, spesso legato ad una serie di indicatori che possano essere espressivi della capacità dell'azienda di incorporare nel proprio sistema olistico di risorse un potenziale non sempre espresso in termini di valori meramente contabili<sup>49</sup>.

I due studiosi hanno introdotto, peraltro, il famoso modello della *Balanced Scorecard*, che costituisce uno degli schemi ancora oggi più utilizzati per la formalizzazione e descrizione della strategia aziendale finalizzata alla creazione di valore. Come illustrato dalla figura 2, la *balanced scorecard* propone una analisi dell'organizzazione aziendale sotto quattro diverse prospettive connesse tuttavia tra loro da precise relazioni di causa-effetto<sup>50</sup>.

Allo scopo di evitare che un'area organizzativa o un aspetto della strategia possa essere sopravvalutato rispetto ad altri, il modello propone quattro diverse prospettive che devono bilanciarsi fra di loro.

---

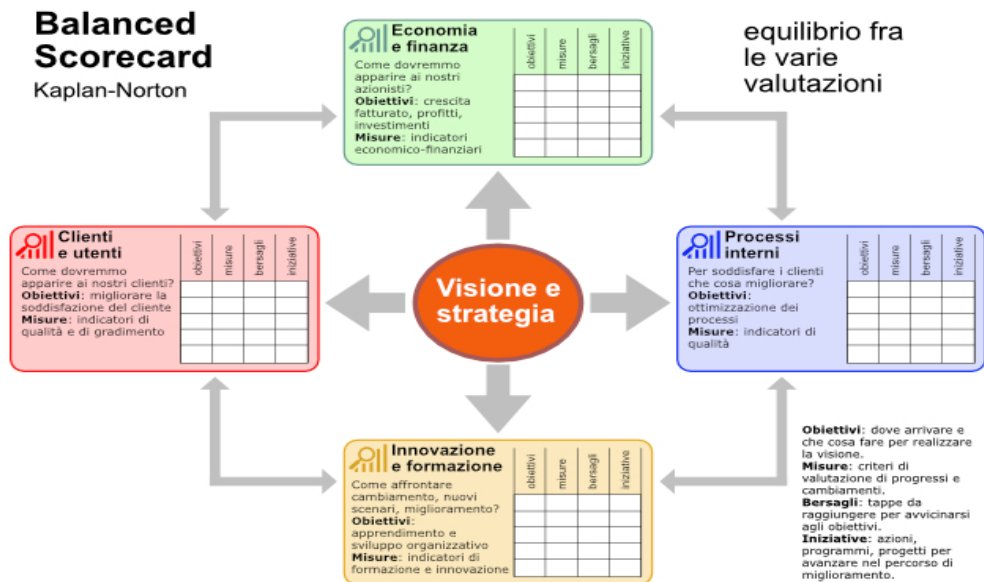
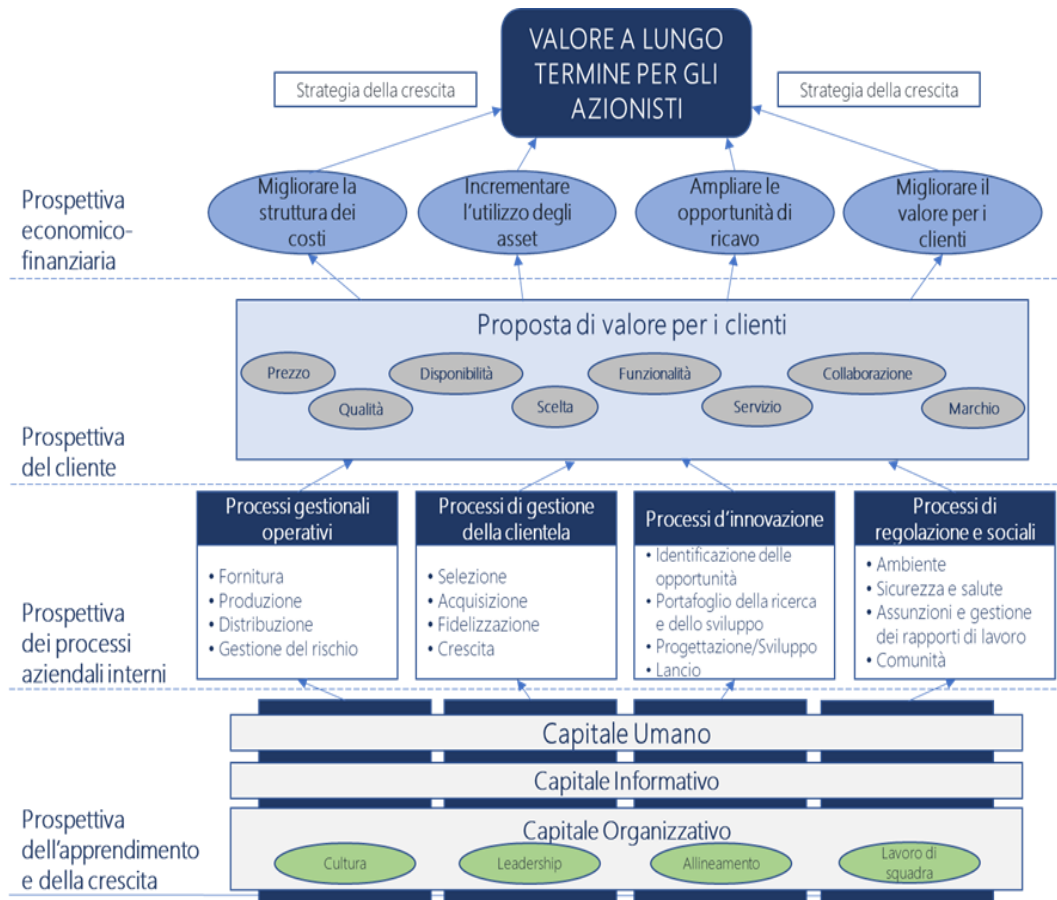
<sup>48</sup>Kaplan R.S. and Norton D.P. (1996), *Balance Scorecard. Tradurre la strategia in azione*. Torino, UTET; si veda degli stessi autori anche Kaplan R.S., Norton D.P. (2002), *L'impresa orientate dalla strategia. Balanced Scorecard in azione*, traduzione italiana a cura di A. Bubbio, Isedi.

<sup>49</sup>Pulic (1998); Bramhandkar, 2007; Goebel, 2015

<sup>50</sup> Kaplan R.S., Norton D.P. (2002), *L'impresa orientate dalla strategia. Balanced Scorecard in azione*, traduzione italiana a cura di A. Bubbio, Isedi.



**Figura 12: Balanced scorecard e creazione del valore**



Fonte: U. Santucci, *Balanced scorecard*, [www.umbertosantucci.it](http://www.umbertosantucci.it) (ultima consultazione del 15/11/2019)

Il primo punto di vista attraverso il quale può generarsi la creazione di valore è quello dell'innovazione e dell'apprendimento, strettamente connessa al rafforzamento del capitale umano e della leadership, e connotata da un orizzonte temporale di lungo termine coerente col perseguimento dei valori della mission aziendale.

Il secondo punto di vista del modello afferisce agli utenti del servizio o clienti, e si rivela di particolare importanza, ad esempio, ai fini della valutazione delle performances e dei livelli di servizio delle Pubbliche Amministrazioni, attraverso la spesso non facile misurazione di soddisfazione della clientela, fidelizzazione del cliente, tassi di *redemption* del cliente, redditività e quota di mercato.

La terza prospettiva attiene ai processi interni e alle modalità di conseguimento degli obiettivi strategici attraverso gli stessi da parte del management. Infine, il modello indica la matrice economico finanziario (es: strategie di aumento delle vendite, della produttività, di riduzione dei costi, di miglioramento della posizione finanziaria netta), di immediata comprensione e facile misurazione. Il modello introduce una riflessione sulla valutazione delle performances delle aziende ad elevato contenuto tecnologico, per la loro particolarità organizzativa e strategica, si configuri come un concetto flessibile e dalle diverse sfaccettature, da declinare in base alle caratteristiche dell'entità da valutare e dei suoi principali *stakeholders*.

## ***2.2 La valutazione delle aziende Hi-Tech***

La dinamicità e la turbolenza con cui si muovono i mercati contemporanei stanno sempre di più determinando un progressivo arricchimento degli studi e delle prospettive di valutazione economica delle aziende. Molto frequentemente fornitori, soci, azionisti, banche o studi professionali ricorrono a società che realizzano indagini su altre aziende per verificarne la rischiosità ed evitare così collaborazioni infruttuose o addirittura dannose. Tradizionalmente il processo di valutazione d'azienda, come ricordato in precedenza, è strutturato in una serie di tecniche finalizzate a descrivere la situazione finanziaria di un'impresa e le sue prospettive future di crescita e creazione di valore e prevede diverse metodologie di indagine. Tali metodologie, nel corso del tempo e a seconda del contesto e delle finalità di valutazione, possono significativamente differire ed evolvere: i metodi cd tradizionali, che la dottrina e la letteratura economico aziendale ha sperimentato da tempo, sono il metodo "patrimoniale", quello "reddituale" e quello "misto".

Il metodo patrimoniale tende ad esprimere la valutazione d'azienda in funzione del suo patrimonio, quantificando il valore di ricostituzione nella prospettiva di funzionamento aziendale, ovvero quel capitale che in astratto sarebbe necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione. Tradizionalmente i pregi di tale modello di valutazione, ispirato ai criteri dell'analiticità con cui il professionista esamina le varie partite di bilancio eventualmente rettificandole singolarmente per conferire un valore più adeguato, sono rappresentati dalla oggettività della valutazione, molto adatta a contesti di aziende contraddistinte da una elevata patrimonializzazione e da scarse dinamicità di mercato (quali ad esempio holding pure o società immobiliari). D'altro canto il modello, partendo dal valore del patrimonio

netto contabile (valore storico) e procedendo ad eventuali rettifiche, perde qualsiasi tipo di prospettiva sia reddituale sia futura (ovvero non tiene conto della capacità prospettica dell'impresa di generare flussi di cassa). Anche nella sua versione più articolata (cd metodo patrimoniale complesso), in cui si procede ad una valutazione analitica anche degli elementi fuori bilancio, come ad esempio alcuni *intangibles*, il modello appare nella maggior parte dei contesti piuttosto limitato.

I metodi reddituali, invece, puntano a determinare il valore dell'azienda in funzione della capacità della stessa di generare reddito, attraverso l'attualizzazione dei risultati economici attesi. Mediante un processo di attualizzazione, anche il metodo reddituale si articola in una versione "semplice" che presuppone un reddito medio o normale da attualizzare e una versione complessa, che invece lungo un orizzonte temporale definito attualizza redditi differenziati ed in evoluzione. In entrambi i casi la prospettiva da prediligere è quella *equity side levered*, ovvero normalizzatrice rispetto ad eventi straordinari. Le metodologie reddituali presuppongono, rispetto al metodo patrimoniale, un significativo elemento di soggettività, che è dato dalla scelta del tasso di attualizzazione. Tale variabile, secondo la letteratura e la dottrina economico aziendale<sup>51</sup>, deve necessariamente incorporare un rendimento aggiuntivo rispetto alle attività prive di rischio (premio per il rischio) e deve riflettere una ponderazione per la particolarità del settore economico di riferimento (fattore beta), in base alla formula sotto riportata.

$$k_E = r_f + \beta [ R_M - r_f ]$$

Le variabili di tale formula assumono i seguenti significati:

---

<sup>51</sup> Balducci, D. (ed.) (2008). La valutazione dell'azienda. Milano, IT: Fag., Danthine, J.-P., & Jin, X. (2006). Intangible Capital, Corporate Valuation and Asset Pricing. SSRN Electronic Journal, 1–26 Guatri, L. (ed.) (2007). La valutazione delle aziende. Milano, IT: Egea

**$k_E$  = tasso di rendimento atteso del capitale di rischio**

**$r_f$  = tasso di rendimento atteso di un'attività priva di rischio**

**$\beta$  = parametro espressivo del rischio della società da valutare**

**$R_M$  = rendimento medio espresso dal mercato azionario**

I modelli misti, infine, sono contraddistinti dalla presenza di una prospettiva di valutazione che coniuga alcuni aspetti dell'approccio patrimoniale con taluni principi di quello reddituale.

La diffusione di tali modelli (patrimoniali, reddituali e misti) è ascrivibile a contesti competitivi o a settori relativamente stabili, in cui i dati e gli assets iscritti a bilancio forniscano una adeguata rappresentazione delle potenzialità dell'azienda. Nell'ultimo ventennio, grazie anche alla progressiva affermazione, in ambito internazionale, della prospettiva di valutazione di tipo anglosassone, basata sui flussi di cassa attesi, sono poi entrati in vigore nella maggior parte dei contesti valutativi gli approcci basati sul metodo DCF (*Discounted Cash Flow*). Tale modello è noto altresì come metodo di "attualizzazione dei flussi di cassa" e si basa sul principio del valore aziendale considerato come espressione della capacità di un'azienda di poter soddisfare le aspettative di remunerazione dell'investitore. In pratica il valore del capitale è dato dalla somma di diversi elementi come: valore attuale dei flussi di cassa; la posizione netta consolidata; il valore di mercato di eventuali attività considerate *surplus* e cioè non legate alla gestione caratteristica. Il successo di questa tipologia di impostazione risiede innanzitutto nel fatto che gli approcci di natura economico-finanziaria in genere utilizzati per la redazione del bilancio riescono a manifestare agli stakeholders solo alcuni aspetti del valore delle aziende e non fanno emergere i beni intangibili (connessi, ad esempio, alla cultura aziendale, alle relazioni, alle competenze distintive, alla capacità di innovazione, alla reputazione e alla soddisfazione dei clienti) che pure costituiscono una parte importante del valore di impresa.

Negli ultimi anni hanno preso forma, proprio dall'esigenza di misurare questi beni e di palesarli in maniera corretta e conforme allo spirito del regulator internazionale al mercato, una serie di metodi alternativi o integrativi rispetto ai tradizionali (metodo dei multipli, EVA, metodo delle opzioni, etc) di cui si parlerà successivamente.

Preliminarmente, tuttavia, occorre effettuare un approfondimento circa la valutazione delle aziende che incorporano un elevato contenuto tecnologico, visto che nell'ultima parte della ricerca si approfondirà un caso aziendale fortemente connotato dall'elemento tecnologico e innovativo ed operante nel settore dell'aerospazio.

Data la crescente importanza assunta della tecnologia nel contesto competitivo contemporaneo e nei modelli di business di un numero crescente di aziende di diversi settori merceologici, i metodi di valutazione descritti sopra e utilizzati per valutare aziende "tradizionali" non sono sempre sufficienti ed adeguati per un'attendibile valutazione di aziende ad elevata connotazione high-tech che, necessariamente, per la possibile volatilità dei risultati economici, per l'elevato valore delle immobilizzazioni tecniche ed immateriali, per l'allargamento del business oltre i confini nazionali o in altre aree strategiche di affari ASA) richiedono l'utilizzo o l'integrazione di metodi differenti utili a tale scopo<sup>52</sup>.

Valutare in maniera corretta una determinata azienda è infatti essenziale per molti soggetti economici, portatori di interessi a vario titolo, compreso il *management* dell'azienda stessa e costituisce un forte punto di riferimento

---

<sup>52</sup> Grandis F., Palazzi F., *La valutazione del capitale economico nelle piccole e medie imprese*, Giappichelli, Torino, 2017. Cocco A., *Economia delle risorse intangibili, equilibrio economico aziendale ed informativa di bilancio*, Aracne, 2008. Guatri L., M. Bini, *Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, IPSOA, 2009. Guatri L., Uckmar V., *Linee Guida per le valutazioni economiche*, Milano, Egea, 2009. Damodaran, *Valutazione delle aziende*, Maggioli, 2010. P. Del Vecchio, G. Passiante, *Imprenditorialità, marketing ed innovazione. Dinamiche competitive per le imprese ed i territori nello scenario della digital economy*, Franco Angeli, Milano 2015. T. Onesti, N. Angiola, S. Bianchi Martini, S. Garzella, A.L. Muserra, "*Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore. Teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto*", Franco Angeli, 2012

per gli investitori che spesso orientano le proprie decisioni e le proprie scelte di investire o meno, non solo in momenti topici quali la quotazione in borsa ma anche nel caso di vendita di pacchetti azionari o operazioni straordinarie come la fusione o la scissione. Proprio per questa importanza della valutazione riuscire ad ottenerne una quanto più corretta per le società operanti nel settore high-tech risulta di forte rilievo, visto che le tecnologie digitali costituiscono ormai un macro universo che ruota intorno all'innovazione del business<sup>53</sup>.

Le caratteristiche tipiche delle aziende innovative possono sintetizzarsi nell'elevato grado di immobilizzazioni tecniche ed immateriali (brevetti, competenze, cultura dell'innovazione); dalla connotazione di essere “data centric”, visto che le aziende digitali gestiscono una mole di dati enorme, che utilizzano per innovare costantemente il proprio modello di business. Da una elevata attenzione al cliente, e da modelli di business molto flessibili con elevato grado di innovazione, velocità di esecuzione ed *open innovation*<sup>54</sup>. D'altro canto, però, il vantaggio competitivo che tali aziende possono assumere è spesso facilmente scalabile e difficilmente monitorabile nel tempo, anche in presenza di database di informazioni che rilevano sempre di più come fonte informativa per la pianificazione economico-finanziaria (business planning) configurandosi, nel mondo dei *big data*, come vero e proprio *asset* strategico e driver di innovazione.

---

<sup>53</sup> E' stato stimato che la spesa tecnologica mondiale per la trasformazione digitale sfiora i 1.300 \$'Mld nel 2018 (in crescita del 16,8% rispetto al 2017). Nel 2019 è prevista una spesa mondiale di circa 1.700 \$'Mld (con una crescita del 42% rispetto al 2017) Nei prossimi due anni saranno investiti 400 \$'Mld nelle tecnologie *mobile, cloud, big data, social media*. Altri 1.300 \$'Mld di investimenti saranno veicolati nei settori *IoT, robotica, realtà aumentata e virtuale, blockchain*. Il settore digitale pesa ancora troppo poco sul totale della base imprenditoriale italiana (solo circa il 2,3% al 30 settembre 2017. ODCEC Roma, *La catena del valore nell'economia digitalizzata*, Novembre 2018.

<sup>54</sup> P. Del Vecchio, G. Passiante, *Imprenditorialità, marketing ed innovazione. Dinamiche competitive per le imprese ed i territori nello scenario della digital economy*, Franco Angeli, Milano 2015. T. Onesti, N. Angiola, S. Bianchi Martini, S. Garzella, A.L. Muserra, “*Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore. Teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto*”, Franco Angeli, 2012; S. Bianchi Martini, “*Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima*”, Franco Angeli, 2000.

Il settore high-tech è contraddistinto da una arena competitiva e da modelli di business fortemente dinamici, in cui i risultati conseguiti in un anno possono subire anche grandi oscillazioni, sia in positivo che in negativo, anche a fronte dei più piccoli cambiamenti. Molti elementi simili si riscontrano, ad esempio, nel segmento delle aziende *start-ups*, che, a prescindere dalla maggiore o minore vocazione tecnologica, costituiscono un'altra categoria di impresa che presenta problemi simili alle aziende high-tech. Nello specifico, le parti che caratterizzano il processo di valutazione e che verranno approfondite di seguito consistono nell'analisi della prospettiva temporale delle performance dell'azienda, con una successiva focalizzazione dell'attenzione sulla dimensione del mercato e sulla stima di alcuni fattori chiave necessari per la valutazione dell'azienda e concludendo con la creazione di alcuni scenari probabili in cui la realtà attuale potrebbe evolversi.

La *Listing Guide* di Borsa Italiana dedicata alla valutazione delle aziende<sup>55</sup> rappresenta un utile strumento per approfondire le tipicità della valutazione di tale tipo di azienda: dopo una sintetica descrizione dei principali metodi di valutazione in uso nella *financial community*, la pubblicazione in esame fornisce una guida pratica alla valutazione delle imprese: l'illustrazione dei metodi DCF, dei multipli e EVA ha soprattutto lo scopo di tratteggiare una cornice per discutere le scelte che possono essere adottate da esperti e consulenti nell'ambito di alcune aree critiche del processo di valutazione di un'azienda, in particolare finalizzato alla quotazione in borsa, approfondendo in particolare la casistica di valutazione di start-up. Il documento, peraltro, in riferimento ad aziende che adottano tecnologie nuove o operano in mercati nuovi, o, più in generale, in presenza di rilevanti fattori specifici di rischio, sottolinea che *“la qualità di una valutazione si misura in funzione della chiarezza delle ipotesi di base e della trasparenza del procedimento adottato. Ciò non significa ribadire la superiorità dei metodi più tradizionali; significa, invece: attenzione alle condizioni che stanno alla base del successo di un business; attenzione alla compatibilità*

---

<sup>55</sup> Borsa Italiana, *Listing Guide*, Milano, 2014.



*delle ipotesi di crescita assunte nel piano industriale rispetto al mercato e ai comportamenti dei competitor; in presenza di asimmetrie di rischio e di prospettive di sviluppo, impiego di procedimenti di stima in grado di fornire informazioni specifiche in ordine al valore delle business unit che formano un'impresa. Sul piano operativo, l'articolazione del processo di stima dovrebbe dunque ispirarsi ai seguenti principi: — l'analisi del modello di business e della sua coerenza in rapporto al contesto competitivo e alla dotazione di risorse intangibili e di management costituisce il momento cruciale di ogni valutazione; — la valutazione dovrebbe essere realizzata per somma dei valori delle principali business unit, se ciò risulta sensato e praticabile; — il valore riferibile alle opportunità di crescita relative allo sviluppo di nuovi business dovrebbe essere tenuto distinto dal valore-base, ossia dal valore dei business esistenti; — il valore dei risparmi fiscali riferibili alla deducibilità degli interessi passivi dovrebbe essere apprezzato in rapporto al realistico profilo dell'indebitamento, in funzione della generazione di cassa del business e dei programmi di crescita; — se gli scenari di riferimento sono caratterizzati da elevata incertezza, il processo di valutazione dovrebbe concludersi con un'analisi di sensibilità dei risultati della stima in rapporto alle principali ipotesi di piano industriale. Per le aziende che presentano rilevanti progetti di crescita, legati al lancio di nuovi prodotti, entrata in nuove ASA o aree geografiche, è necessario, più che in altri casi, un approccio prudentiale, sia per quanto riguarda la stima dei flussi di cassa sia per l'incorporazione di un adeguato livello di rischio".<sup>56</sup>*

---

<sup>56</sup> Borsa Italiana, *Listing Guide*, Milano, 2014.

### ***2.3 I metodi di valutazione integrative: Risultati differenziali, metodo dei multipli e delle opzioni***

L'aspetto valutativo ha assunto negli ultimi anni un'importanza notevole negli studi di economia e contabilità: in particolare, le teorie ed i pareri formulati in riferimento agli effetti contabili sul valore e sulla classificazione delle poste intangibili nel bilancio, a seguito del processo di transizione agli IAS/IFRS, costituiscono il risultato della rielaborazione delle teorie presenti nei contributi della letteratura e nelle ricerche svolte sul tema.

In particolare, una parte della letteratura<sup>57</sup> ha evidenziato come i tradizionali metodi di tipo economico finanziario tradizionalmente adottati ai fini della redazione del bilancio sono in grado di evidenziare solo determinati aspetti del valore dell'impresa non sempre riuscendo a conferire un giusto apprezzamento alle risorse immateriali (quali, ad esempio, quelle legate alle competenze, alla reputazione, alla componente umana, e alla capacità di innovazione) e a quelle tecnologiche o innovative che invece, come si è detto in precedenza, rivestono un peso fondamentale nella quantificazione del valore di impresa. Pertanto, è molto diffusa la tendenza a voler pervenire ad una quanto più precisa misurazione di tali componenti e di poter costruire di conseguenza un vero e proprio bilancio del capitale intellettuale e tecnologico d'azienda.

In generale, la valutazione di tali elementi del patrimonio di impresa può rivelarsi molto utile o addirittura necessaria in determinate situazioni, quali, ad esempio<sup>58</sup>:

- In conseguenza delle disposizioni dei nuovi Principi Contabili IAS per la formazione del bilancio (*Purchase price allocation o Impairment test*);
- Nell'eventualità di una volontaria comunicazione esterna aziendale;
- In un incarico di valutazione complessiva d'azienda, per perizia di stima o quantificazione del valore di una quota o partecipazione al capitale;
- In caso di cessione o acquisizione separata dal complesso aziendale;

---

<sup>57</sup> Renoldi, A. *La valutazione dei beni immateriali: metodi e soluzioni*, Milano, Egea, 1992; B. Lev, *Intangibles*, Milano, Etas, 2003; L. Guatri, *La valutazione delle aziende*. Milano, IT: Egea, 2007

<sup>58</sup> Kaplan, R. S., & Norton, D. P., *Measuring the Strategic Readiness of Intangible Assets*. Harvard Business Review, 2004; Danthine, J.-P., & Jin, X., *Intangible Capital, Corporate Valuation and Asset Pricing*. SSRN Electronic Journal, 1–26, 2006; Eckstein, C. *The measurement and recognition of intangible assets: then and now*. Accounting Forum, 28(2), 139–158, 2004;

- Al fine di misurare le performances aziendali con cadenza periodica, attraverso la stima di determinati indicatori, sviluppati dalla dottrina economico aziendale, quali l' *Economic Value Added* (EVA) o il *Risultato Economico Integrato* (REI)

In un contesto competitivo globale sempre più turbolento e dinamico, peraltro, proprio le componenti intangibili spesso possono fare la differenza per comprendere le dinamiche evolutive di una realtà imprenditoriale e monitorare le potenzialità di crescita che la mera analisi di una struttura patrimoniale e finanziaria, magari non discriminata per tipologia o per settore di impresa, non riuscirebbe a dare. E' evidente, del resto, che non è né semplice né privo di possibili elementi aleatori il tentativo di adeguata misurazione degli *intangibles*, che semplicisticamente può essere ottenuto in via indiretta sottraendo il valore contabile al valore di mercato di un determinato complesso aziendale<sup>59</sup>. L'esigenza di adeguata valutazione dei beni immateriali nasce non solo dalle indicazioni del *regulator* internazionale, orientato alla sempre maggiore esigenza di trasparenza e correttezza nei confronti degli *stakeholders*, ma anche dalla necessità degli stessi imprenditori di vedere adeguatamente finanziate le proprie strategie di sviluppo, anche nell'ottica di adeguamento alle normative di vigilanza imposte da Basilea II e Basilea III. Il rapporto del capitale intellettuale diventa un metodo innovativo per rendere trasparenti le informazioni e facilitare l'accesso al credito. Non a caso, molti intermediari finanziari a livello comunitario stanno adeguando i propri strumenti di rating interno al fine di cogliere in misura maggiormente affidabile il contributo degli intangibile alla formazione dei redditi prospettici di impresa<sup>60</sup>:

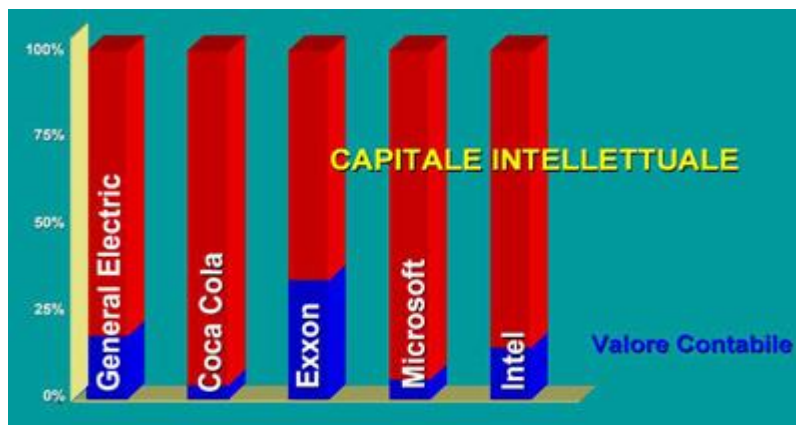
---

<sup>59</sup> M. Buongiorno, *La valutazione degli intangibili. Riflessioni successive all'introduzione dei Principi italiani di valutazione*, in *Bilancio, Vigilanza e controlli*, 09/2015. E. Bevilacqua, *Imprese e intangibles il capitale nascosto da valorizzare e comunicare*, 2016.

<sup>60</sup> Secondo uno studio svedese, in un ospedale gli elementi tangibili (immobili, attrezzature, etc.) rappresentano solo il 15% del valore; tutto il resto sta negli elementi intangibili (risorse umane, spirito di servizio, competenze, il saper fare, le procedure, la reputazione, la cortesia, la fiducia e immagine esterna...). Se in un ospedale l'85% del valore è intangibile,

Il grafico seguente fornisce un'idea eloquente di quanto possa pesare il valore contabile nell'ambito del complessivo valore del patrimonio aziendale di note *corporations* internazionali nell'economia post contemporanea in cui viviamo.

**Figura 13 : Capitale intellettuale e Valore contabile (Brembo, 2015)**



Fonte: E. Bevilacqua, *Imprese e intangibles il capitale nascosto da valorizzare e comunicare*, 2016

Nonostante le numerose pubblicazioni che si sono susseguite negli ultimi quindici anni, tuttavia, gli organismi contabili e valutativi non sono ancora

---

quanto sarà quello di una associazione, di un Ente Locale, di una Camera di Commercio o di un'azienda ad alta tecnologia?. Fonte: P. Martinez, (Firenze Tecnologia) ([www.firenzetecnologia.it](http://www.firenzetecnologia.it)), Intervento al Convegno Interdisciplinare dal titolo "Capitale Intellettuale e Paesaggi Cognitivi Futuri", nell'ambito della Settimana dell'Innovazione svoltasi a Firenze.

pervenuti alla determinazione di criteri standardizzati e/o di universale accettazione per la stima degli *assets* intangibili. La prevalente letteratura economico finanziaria ha tuttavia operato delle generali classificazioni e sviluppato diverse metodologie valutative, che saranno sintetizzate di seguito, che vanno comunque opportunamente adattate alla fase della vita dell'impresa in cui si adottano e al particolare contesto geografico o merceologico.

Certamente, va detto in via preliminare che i tre fattori essenziali da considerare in caso di valutazione dei beni intangibili sono i seguenti<sup>61</sup>:

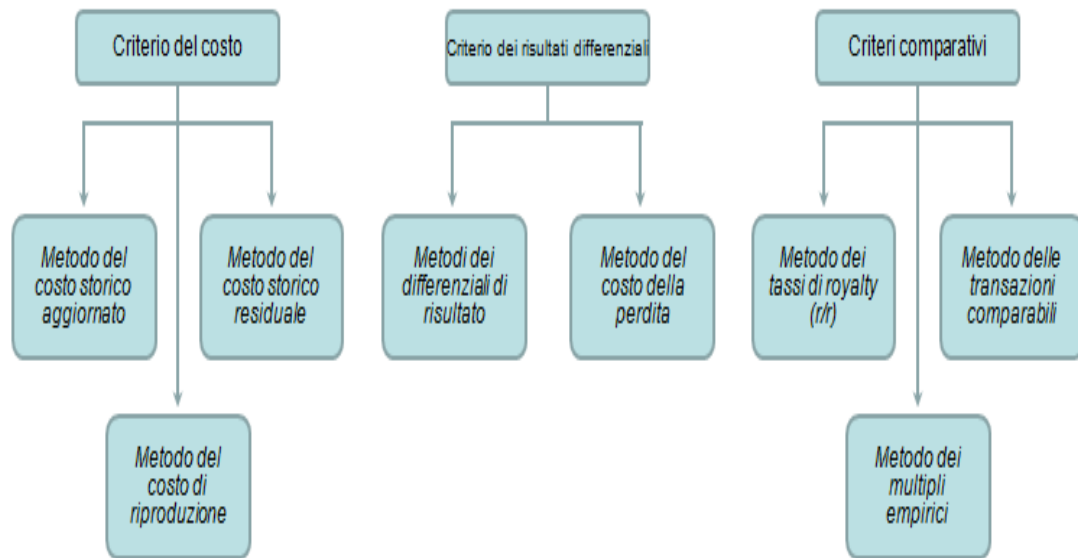
- a) Va esaminata la possibilità o meno di poter attribuire un valore alle risorse immateriali: un bene è suscettibile di valutazione solo nel caso possa generare un effettivo vantaggio competitivo a favore del possessore. Tale vantaggio deve fruire di un'utilità differita nel tempo e deve poter essere misurato tramite funzioni di valore razionali e dimostrabili.
- b) Occorre distinguere, ai fini valutativi, di intangibili singolarmente estraibili e trasferibili da un'impresa e quelli che possono essere trasferiti solo tramite l'acquisto in blocco dell'impresa stessa.
- c) Occorre verificare la capacità del bene immateriale di contribuire e spiegare i risultati aziendali.

Le tre macro classi in cui si dividono i principali metodi di valutazione delle aziende ad elevato contenuto tecnologico o innovativo sono : metodi del costo, metodi reddituali o “dei risultati differenziali”, metodi comparativi, metodi integrativi o alternativi. Ognuno di tali criteri si suddivide poi in varie sottoclassi, secondo quanto riportato dalla figura 14.

#### **Figura 14: Tipologie di valutazione aziende hi tech ed innovative**

---

<sup>61</sup> M. Buongiorno, *La valutazione degli intangibili. Riflessioni successive all'introduzione dei Principi italiani di valutazione*, in Bilancio, Vigilanza e controlli, 09/2015.



Fonte: R. Grossi, *Le valutazioni dei beni immateriali*, Ordine dei Commercialisti di Firenze, 2010.

### **2.3.1 Metodi di costo**

I metodi fondati sui costi si basano sul principio di sostituzione, ovvero sull'assunto che il valore di una determinata risorsa immateriale (quantificabile, sulla scorta del valore attualizzato dei flussi di cassa attesi dalla valorizzazione della stessa) sia pari al costo che occorre sostenere per ottenere quel bene o un bene equivalente sotto il profilo dell'utilità.

Ulteriore sotto classificazione di tale criterio annovera tre distinte metodologie, così riassumibili:

- metodo del **costo storico**;
- metodo del **costo storico aggiornato**;
- metodo del **costo di riproduzione**.

Il metodo del costo storico si utilizza tradizionalmente quando occorre valutare risorse immateriali specifiche in fase di sviluppo o formazione, per le quali non risulta ancora verosimile valutare con precisione il ritorno degli investimenti calcolato come flussi reddituali prospettici. Tipicamente, si tratta ad esempio di programmi di ricerca e sviluppo in fase primordiale, lontane dunque dall'applicazione sul mercato e dai ritorni in termini di fatturato. In mancanza di queste stime, è evidente il ricorso al principio di sostituzione, che quantifica i benefici futuri di un determinato *intangibile asset* come risorse monetarie necessarie a sostituire *il bene* con uno identico. Tale criterio può essere sotto articolato a sua volta nei seguenti metodi:

- **Metodo del costo storico aggiornato**, che, appunto, aggiorna i costi sostenuti per l'acquisizione o la realizzazione della risorsa intangibile ai valori correnti, attraverso l'individuazione del costo storico, il successivo trattamento deflazionistico e adeguamento monetario dello stesso, fino all'eventuale rettifica che possa tener conto della utilità residua dei beni in considerazione dell'ammortamento e della deperibilità della risorsa dal momento dell'acquisizione al momento della valutazione (che, per quanto ovvio, segue criteri diversi rispetto ad un bene materiale). Anche tale specifico criterio, come quello generale del costo, sconta il lato negativo di non considerare le potenzialità prospettiche della risorsa, ma incorpora un valore aggiunto determinato, appunto, dall'aggiornamento del valore della stessa, che, in alcune circostanze, può essere decisivo magari per il maggior apprezzamento sul mercato e/o per lo



sviluppo economico di una determinata conoscenza o competenza nel tempo.

- **Metodo del costo storico residuale**, che si applica generalmente nei casi in cui vi siano progetti di ricerca o beni intangibili le cui probabilità di affermazione economica siano ragionevolmente ipotizzabili sulla base di evidenze empiriche pregresse. In questi casi, il costo storico sostenuto per la risorsa viene opportunamente rettificato attraverso l'applicazione di coefficienti proporzionali alla probabilità di successo sul mercato dell'iniziativa.
- **Metodo del costo di riproduzione**, che tende , infine, a stimare i costi da sostenere, alla data di riferimento della valutazione, per realizzare ex-novo l'intangibile equivalente a quello oggetto di stima sotto il profilo dell'utilità. Tale metodologia quantifica dunque il valore della risorsa immateriale come l'investimento necessario per il ripristino della sua funzionalità e dei suoi benefici visto il contesto competitivo di riferimento. Chiaramente il vantaggio di tale metodo è che è opportuno il ricorso allo stesso in caso di cambiamenti ed evoluzioni del contesto di mercato, che invece non vengono tenuti molto in considerazione nei precedenti casi.

In definitiva, la letteratura<sup>62</sup>, nell'individuare i principali vantaggi e limiti dei metodi fondati sul costo, sottolinea che, nonostante limiti concettuali e

---

<sup>62</sup> B. Lev, *Intangibles*, Milano, Etas, 2003; L. Guatri, *La valutazione delle aziende*. Milano, IT: Egea, 2007; Kaplan, R. S., & Norton, D. P., *Measuring the Strategic Readiness of Intangible Assets*. Harvard Business Review, 2004; Danthine, J.-P., & Jin, X., *Intangible Capital, Corporate Valuation and Asset Pricing*. SSRN Electronic Journal, 1–26, 2006; Eckstein, C. *The measurement and recognition of intangible assets: then and now*.

difficoltà di applicazione in alcune circostanze, essi rappresentano ancora oggi il metodo più immediato e spesso utilizzato per la valutazione delle risorse intangibili.

**Figura 15: Vantaggi e svantaggi del metodo valutativo del costo**

---

Accounting Forum, 28(2), 139–158, 2004; Renoldi, A. *La valutazione dei beni immateriali: metodi e soluzioni*, Milano, Egea, 1992.



Fonte: R. Grossi, *Le valutazioni dei beni immateriali*, Ordine dei Commercialisti di Firenze, 2010.

### 2.3.2 I Metodi reddituali:

Il ricorso ai metodi reddituali presuppone che la detenzione di una risorsa immateriale tenda a garantire all'utilizzatore un vantaggio competitivo nel tempo che sia misurabile in termini di risultati differenziali tra i valori di mercato dell'azienda e i valori di libro. In particolare, il metodo dei risultati differenziali stima il valore di un a risorsa immateriale in funzione dell'apporto che tale *intangibile asset* garantisce alla redditività globale dell'azienda

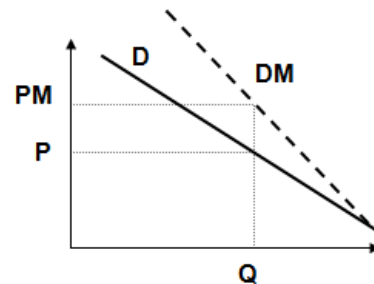
Tale tipologia di criterio reddituale può differenziarsi a sua volta nei seguenti metodi:

- **Metodo dei differenziali di risultato**

- **Metodo del costo della perdita**
- **Metodo del *premium price***

Tali criteri, operano una valutazione, su un determinato orizzonte temporale, dei vantaggi differenziali di reddito derivanti dal *premium price* garantito dalla risorsa immateriale. Tale *premium price* è identificato dalla differenza tra il prezzo imputabile al prodotto supportato da *intangibile* (PM) e quello conseguibile con un uguale prodotto non supportato da *intangibile* (P), così come illustrato di seguito

$$\Delta P = PM - P$$



Saranno direttamente connessi alla significatività del delta, ovviamente, fattori quali l'apprezzamento del *brand* sul mercato, la durata e l'ambito di protezione del brevetto, la forza della cultura aziendale e la specificità del *know-how*. Dal punto di vista operativo, le valutazioni di tipo reddituale e finanziario si fondano sulla determinazione di alcune variabili di calcolo da parte del management o del professionista, che, a seconda dei casi e in base anche all'esistenza e/o alla possibilità di rilevazione di dati comparativi, identificherà la configurazione di tasso-base più opportuna e coerente con la configurazione del flusso e della finalità valutativa, scegliendo ad esempio, nel processo di attualizzazione dei flussi di cassa, tra il costo medio ponderato del capitale (WACC): flussi operativi *unlevered* e il Costo del

capitale proprio : flussi *levered* . Inoltre il redattore della stim potrà apportare maggiori o minori premi per il rischio specifico connesso alla risorsa immateriale, In presenza di fattori peculiari che possono accentuare o attenuare il rischio riferibile all'*intangible asset*, e comunque tenendo conto di una serie di fattori afferenti l'arena competitiva quali, ad esempio:

- Quota di mercato
- Grado di diffusione geografica
- Difendibilità dalla concorrenza
- Tutela legale
- Tasso di sviluppo delle vendite
- Ciclo di vita
- Grado di versatilità
- Effettivo grado di trasferibilità dall'impresa

### ***2.3.3 Metodi comparativi ed alternativi***

I metodi descritti e quelli tradizionali di natura economico-finanziaria frequentemente utilizzati ai fini della redazione del bilancio riescono però a cogliere solo alcuni aspetti del valore delle aziende e senza indicare le potenzialità di crescita. Inoltre non riescono a rendere conto delle differenti strutture patrimoniali: quella di un'azienda manifatturiera è ad esempio assai diversa da quella di un'azienda di servizi e ancor più da un'azienda hi-tech. I metodi comparativi, pertanto, tendono a stimare, infine, il valore dei beni aziendali sulla base del comportamento degli operatori economici del contesto competitivo di riferimento e sono in molti casi più aderenti a rappresentare la struttura del valore di un'azienda ad elevato contenuto

tecnologico e innovativo. Tra le più note tipologie di questo cluster di criteri di valutazione, vi sono, ad esempio, il criterio dei tassi di *royalty* ( $r/r$ ), il Metodo delle transazioni comparabili e quello dei multipli empirici.

Per *royalties*, in particolare, si intende in letteratura economico aziendale sui beni immateriali i proventi degli *intangibles* identificabili e suscettibili di autonoma cessione che un terzo, a prescindere da eventuali vantaggi economici derivanti da sinergie, è disposto a corrispondere al proprietario della risorsa a fronte del diritto di utilizzazione della stessa (si può pensare alla redditività di un brand come percentuale delle vendite connesse all'utilizzo di quel determinato intangibile).

E' stato osservato che ai fini di una adeguata applicazione dei tassi di *royalty* desunti direttamente dal mercato le transazioni di riferimento devono rispettare le seguenti circostanze:

- Le controparti non devono essere tra di loro collegate o controllate, ma indipendenti dal punto di vista finanziario e gestionale
- Le transazioni devono essere trasparenti, non celanti aspetti di remunerazione non monetaria o indiretta, libere da condizionamenti legislativi
- I beni devono essere merceologicamente simili, appartenere a settori di provenienza/utilizzo comparabili, avere una vita residua e un possibile sfruttamento commerciale analogo

Vi sono poi, per concludere, numerosi metodi di valutazione alternativi, sviluppati dalla letteratura e dalla prassi in base all'evoluzione tecnologica e normativa del mercato. Tali metodi tentano di cogliere con maggiore precisione anche i fattori di tipo più qualitativo che impattano sul valore finale del capitale economico dell'impresa. Tra i principali criteri alternativi si possono citare il Venture capital model / First Chicago model, il metodo delle opzioni reali, il metodo dei multipli di mercato, il metodo così detto

EVA (*Economic Value Added*), il *Berkus method*, il *Risk factor summation model* e lo *scorecard method*.

Il metodo dei multipli di mercato si fonda sulla teoria in base a cui il valore di una società si può basare su informazioni relative a società analoghe presenti sul mercato. Di conseguenza vengono calcolati i multipli come rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di aziende comparabili. I valori così ottenuti vengono poi applicati alla società oggetto di analisi con le dovute integrazioni. Evidentemente, nonostante la finalità pregevole dei criteri sopra emarginati, anche in tali casi si riscontrano significativi limiti di applicazione, soprattutto in caso di azienda nella fase di start up, a causa della scarsa reperibilità di dati e informazioni comparabili, mentre il modello risulta valido per settori per i quali sono disponibili statistiche di rischiosità ben verificate<sup>63</sup>.

L'Economic Value Added è invece un modello di valutazione a cui si ricorre per valutare le performances di un'azienda nell'ottica di massimizzazione del valore per gli azionisti dell'azienda stessa. Questo metodo valuta quindi il *valore creato* e cioè quello che resta tra dopo aver dedotto il costo del capitale investito per realizzare quel profitto. Spesso il modello viene utilizzato nell'eventualità di acquisizioni o fusioni, reperimento di nuovi partner e clienti per avere una sicurezza in più, necessaria in questo periodo di instabilità.

---

<sup>63</sup> Kaplan, R. S., & Norton, D. P., *Measuring the Strategic Readiness of Intangible Assets*. Harvard Business Review, 2004; Danthine, J.-P., & Jin, X., *Intangible Capital, Corporate Valuation and Asset Pricing*. SSRN Electronic Journal, 1–26, 2006; Eckstein, C. *The measurement and recognition of intangible assets: then and now*. Accounting Forum, 28(2), 139–158, 2004.

## Capitolo III

### *3.1 Disintermediazione bancaria e nuove forme di accesso al mercato dei capitali*

La recente pubblicazione, da parte del Politecnico di Milano, del quaderno di ricerca sulla finanza alternativa per le PMI in Italia, offre un quadro di sintesi di grande interesse sulle recenti dinamiche che stanno interessando il comparto, strettamente legato al mondo delle start up e all'ecosistema dell'innovazione descritto in precedenza<sup>64</sup>.

Il processo di disintermediazione bancaria si accompagna infatti, anche nel nostro paese, alla progressiva affermazione di vari strumenti di finanza alternativa o complementare il cui scopo è quello di sostenere la crescita di piccole e medie imprese ad elevato potenziale tecnologico ed innovativo nei processi di accesso al mercato dei capitali. In seguito alla crisi finanziaria internazionale ed ai suoi effetti sul comparto degli intermediari finanziari, la tematica ha riscosso una crescente attenzione anche dal mondo della politica, interessata a tutto ciò che può far affluire risorse verso l'economia 'reale'.

Il tema è particolarmente interessante in riferimento al contesto italiano che, contraddistinto da un lato, da un preponderante ricorso al debito bancario - pari al 90% delle fonti di finanziamento delle aziende e, dall'altro, dalla larghissima maggioranza di pmi e microimprese, di cui meno del 1% sono quotate in Borsa, è stato recentemente interessato da interventi legislativi e scelte di politica economica volte ad indirizzare flussi di risparmio verso il tessuto produttivo del paese in un orizzonte temporale di medio e lungo termine (idealmente dalla fase di start up sino a quella di quotazione sui mercati regolamentati), conferendo, d'altra parte, al risparmiatore che

---

<sup>64</sup> Politecnico di Milano, II quaderno di ricerca, *La Finanza alternativa per le PMI in Italia*, Novembre 2019.



precisi benefici fiscali ottenibili dalla partecipazione ad operazione di finanza alternativa quali, ad esempio, minibond, Piani individuali di Risparmio, operazioni di *equity crowdfunding*.

Il panorama degli strumenti di finanza alternativa che possono supportare i processi di crescita delle start up innovative è piuttosto variegato, e può essere ben rappresentato nella tabella successiva, proposta dal Report del Politecnico, che documenta la sostanziale crescita del mercato italiano negli ultimi anni, in quasi tutti i segmenti sotto rappresentati.

**Tabella 2: Caratteristiche degli strumenti di finanza alternativa per le pmi innovative, rapportate al credito bancario**

	Forma di finanziamento	Orizzonte temporale	Tipologia di investitore tipico
Credito bancario	Debito	Breve, medio, lungo termine	Bancario
<i>Minibond</i>	Debito	Breve e medio termine	Professionale
<i>Crowdfunding</i>	<i>Reward, equity, debito</i>	In funzione della forma di finanziamento	<i>Retail e professionale</i>
<i>Invoice trading</i>	Smobilizzo fatture	Breve termine	Professionale
<i>Direct lending</i>	Debito	Medio termine	Professionale
<i>ICOs e token offerings</i>	<i>Token digitali</i>	Variabile	<i>Retail</i>
<i>Private equity e venture capital</i>	<i>Equity</i>	Lungo termine	Professionale

Fonte: Politecnico di Milano, II quaderno di ricerca, *La Finanza alternativa per le PMI in Italia*, Novembre 2019.

In particolare, sottolinea in report, “ il *crowdfunding* e l’*invoice trading*, risultano in progresso e occupano spazi sempre più rilevanti sul mercato del capitale. Il mercato dei *minibond* sembra essersi stabilizzato su buoni livelli, ma potrebbe essere spinto ulteriormente nel futuro dai ‘*basket bond*’. Alternative più consolidate come il *private equity* e il *venture capital* risentono maggiormente delle incertezze del quadro macroeconomico, ma comunque assicurano il loro flusso verso le PMI italiane. I *player* sul mercato prima erano specializzati in singole filiere, mentre ora - anche in

risposta a evoluzioni graduali della normativa - si propongono come attori globali, in grado di offrire soluzioni diversificate e mirate, a volte anche in collaborazione con altri soggetti. Piattaforme di *equity crowdfunding* che collocano *minibond*, portali di *invoice trading* che fanno anche operazioni di *lending*, *business angel* attivi nell'*equity crowdfunding*... si potrebbe dire che accanto al modello della 'banca universale' sta emergendo un ecosistema a rete che ambisce a diventare *partner* delle imprese dalla loro nascita, nella fase di *startup*, fino alla definitiva consacrazione sui mercati mobiliari”<sup>65</sup>.

Tra gli strumenti finanziari alternativi di maggiore interesse per la valorizzazione di eccellenze imprenditoriali innovative ad alto potenziale di crescita, va operato un cenno sulle SPAC e sui minibond.

Le SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*), introdotte sul mercato italiano da quasi un decennio, sulla scorta di un modello operativo creato oltre trenta anni fa negli Stati Uniti, rappresentano innovativi strumenti a disposizione degli investitori per veicolare risorse finanziarie dal mercato dei capitali ad un progetto di investimento, destinato alla successiva quotazione di una società target che, attraverso l'approvazione della *business combination* proposta dai soggetti promotori, potrà quotarsi senza il sostenimento degli ingenti costi di collocamento connessi generalmente ad un'operazione tradizionale<sup>66</sup>. Focalizzando l'attenzione sui principali *drivers* di performance e sui vantaggi ed i limiti dello strumento, la letteratura ha evidenziato gli aspetti salienti delle esperienze verificatesi sul mercato italiano, che hanno consentito ad oltre trenta società *target*

---

<sup>65</sup> Ibidem, p.7

<sup>66</sup> Chiomenti, C., & Graffi, L. (2010). *La special purpose acquisition company. Giurisprudenza commerciale*; Boyer, C., & Baigent, G. (2008). *SPACs as alternative investments: an examination of performance and factors that drive prices. The journal of private equity*. Cumming, D. J., Hass, L. H., & Schweizer, D. (2012). *The fast track IPO - Success factors for taking firms public with SPACs*. D'Alvia, D. (2014). *SPAC: a comparative study under US, Asia and Italian corporate framework. Soft law vs. Hard law*. Datar, V., Ekaterina, E., & Ufuk, I. (2012). *Going public through the back door: a comparative analysis of SPACs and IPOs. Banking and finance review*.

coinvolte sinora, ed appartenenti a vari settori produttivi, una notevole semplificazione del processo di quotazione rispetto alle alternative ordinarie. Più dei due terzi del totale delle SPAC italiane sono state costituite nell'ultimo triennio, con una evidente accelerazione connessa, peraltro, all'introduzione dei Piani Individuali di Risparmio (avvenuta con la Finanziaria 2016) che, a fronte di benefici fiscali concessi ai sottoscrittori, sono caratterizzati da un vincolo di investimento di una parte della raccolta in PMI.

L'ulteriore vantaggio operativo dello strumento deriva dalla riduzione del rischio di prezzo di quotazione delle azioni visto che rispetto all'IPO diretta, dove il prezzo è fissato sul mercato, nella *business combination* esso costituisce il risultato della negoziazione tra le parti (SPAC e *target*), con evidenti benefici dal punto di vista della trasparenza e della possibilità decisionale della società *target*. Proprio dal punto di vista della trasparenza, l'esperienza italiana, a detta della letteratura scientifica sul tema, si discosta significativamente da quella statunitense, valutata come più problematica.

Dal punto di vista regolamentare, lo strumento è stato introdotto in Italia mediante l'istituzione del segmento MIV (Mercato degli *Investment Vehicles*) che costituisce un mercato borsistico dedicato ai veicoli di investimento ed accessibile anche alle SPAC. Tale segmento si è affiancato all'AIM Italia (Mercato Alternativo del Capitale) segnatamente rivolto alle piccole e medie imprese come mercato per la quotazione della SPAC, e contraddistinto da regole più semplici e costi minori rispetto al MIV

I minibond costituiscono, infine, prestiti obbligazionari che possono essere emessi da società anche non quotate che rispondono a determinati criteri di dimensione e crescita. La loro disciplina, contenuta negli articoli 2410 – 2420 ter del codice civile, è largamente ispirata dal Decreto Legge n. 83 del 22 Giugno 2012 (Decreto Crescita) convertito con modificazioni da parte della Legge del 7 Agosto 2012 n. 134, e il Decreto Legge del 18 Ottobre 2012 n.179, convertito con modificazioni dalla Legge n. 221 del 17 Dicembre 2012 (Decreto Crescita-bis) che hanno introdotto nuove

possibilità per le PMI di emettere prestiti obbligazionari, cambiali finanziarie e titoli simili per reperire liquidità in alternativa al canale bancario. Lo scopo precipuo del legislatore, infatti, vista la difficoltà riscontrata per le Piccole e Medie Imprese nel reperire liquidità per finanziare i propri progetti di investimento, è stata l'introduzione di nuove possibili soluzioni per arginare tale disagio e rilanciare il tessuto industriale italiano, al centro di una stretta creditizia in larga misura dovuta a due cause. Da un lato, come osservato, le banche hanno un ruolo preponderante nell'erogazione del credito: in Italia il credito bancario è circa due terzi dei debiti delle imprese; in Germania è meno della metà, in Inghilterra meno di un terzo. D'altro lato, i bilanci delle banche sono intasati da una quantità ingente di crediti deteriorati: circa un quarto del totale dei prestiti alle imprese<sup>67</sup>.

Lo scopo principale dei minibond, in tale prospettiva, è rendere il sistema dei finanziamenti delle PMI meno banco-centrico, infatti è noto come il *credit crunch* imposto dalla crisi ha fatto sì che una gran parte delle PMI non sia riuscita ad accedere al credito bancario. Attraverso questi nuovi tipi di obbligazione è permesso saltare il livello di intermediazione delle banche e entrare direttamente in contatto con il mercato riducendo in questo modo i costi di intermediazione rispetto, per esempio, all'emissione di un mutuo<sup>68</sup>.

La crescente importanza dell'innovazione sociale e delle sue modalità di finanziamento ed organizzazione nell'ambito del sistema welfare nazionale, è destinata, nel novero dei circuiti alternativi al credito tradizionale, a

---

<sup>67</sup> Mariotti F., Germani A., 2015, "I minibond quale strumento per il finanziamento delle PMI: profili civilistici e fiscali", *La gestione straordinaria delle imprese*, No. 3, pp. 47-56

<sup>68</sup> Arlotta C., Bertolotti F., Calvani C., Coda Negozio E., Fici L., Liberatore G., Pasquetti L., Pesaro C., Scialdone R., Salvatici F., Venturini G., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa: Mini Bond, Cambiali finanziarie, AIM, Progetto Elite, SPAC, Incentivi allo sviluppo*, Milano, FrancoAngeli, 2014; Gervasoni A., *Come finanziare l'impresa: oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti*, Milano, Guerini next, 2014;

rivestire un'importanza crescente anche sulla scorta della diffusione di formule di investimento di impatto (*social impact investing, social bonds, etc.*) che sono spesso connesse a attività imprenditoriali ad alta potenzialità di crescita.

Tale evidenza si incrocia con l'opportunità che investitori istituzionali e non, in una fase storica caratterizzata da rendimenti delle attività finanziarie, soprattutto di natura obbligazionaria, molto bassi, sono alla continua ricerca di nuovi comparti nei quali realizzare rendimenti del capitale: in tal senso la finanza sostenibile ad impatto sociale può rappresentare una fonte di *capital gain* significativa in caso di successo dell'iniziativa sottostante l'investimento.<sup>69</sup> Il finanziamento del welfare e le opportunità di investimento offerte dall'economia sociale costituiscono pertanto, al giorno d'oggi, una tematica di grande attualità che si innesta nel più ampio dibattito sulla disintermediazione finanziaria e sullo sviluppo di finanza alternativa per la crescita del sistema economico e produttivo del paese.

---

<sup>69</sup> Barman E. (2016), *Caring Capitalism. The meaning and measures of social value*, Cambridge, Cambridge University Press

## ***3.2 Il valore economico in una pmi innovativa ad alto potenziale di crescita: il caso Ceramiche Catalano***

### ***3.2.1 L'azienda e la sua storia***

La società Ceramica Catalano è stata costituita nel 1972 in seguito all'unione di alcuni lavoratori operanti in aziende del settore ceramico del distretto laziale di Civita Castellana, in provincia di Viterbo. Inizialmente i soci fondatori furono 20, motivati dal preciso obiettivo di sfruttare la propria competenza, maturata con anni di esperienza, per creare una struttura dinamica, in grado di guadagnarsi una buona fetta di mercato e garantire loro un lavoro sicuro. L'azienda ha iniziato a produrre due anni dopo la fondazione, nel 1974, sviluppando articoli di elevata qualità che hanno subito trovato un'ottima collocazione sul mercato. Il trend positivo che ha interessato il settore della ceramica ha consentito all'azienda un rapido sviluppo, confermando i segnali confortanti provenienti dalle analisi di mercato condotte al momento della costituzione. Negli anni, la società ha conosciuto significativi ampliamenti che le hanno consentito di consolidare la propria posizione nel settore. Lo sviluppo è stato sostenuto dalle buone previsioni formulate per la produzione della ceramica, strettamente collegata al mondo edilizio che da anni è in costante crescita. Si è così verificato, nel tempo, un incremento della compagine sociale, rafforzando la struttura con il supporto delle nuove generazioni. Con effetto dall'8 Giugno 2015 la società è stata trasformata da Srl in SpA per meglio rispondere ad esigenze di adeguamento della struttura alle concrete potenzialità di sviluppo.

La società è retta da un consiglio di amministrazione, composto dal Presidente e Amministratore Delegato, Rossi Mario, e da 5 Consiglieri

La struttura organizzativa dell'azienda è di tipo funzionale. Figura di vertice dell'azienda è l'Amministratore Delegato, Mario Rossi, che si occupa in prima persona di coordinare designer e ufficio tecnico nel progetto e nello sviluppo dei prodotti. L'azienda è poi suddivisa in aree omogenee per ambito di attività. Il principale vantaggio della struttura adottata è la possibilità di raggiungere elevati fattori di efficienza locale, ovvero ottenere

una elevata specializzazione nei ruoli e pertanto una maggiore efficienza operativa in ciascuna funzione.

L'obiettivo che da sempre viene perseguito nelle scelte strategiche operate dalla Ceramica Catalano SpA e che ha garantito il successo della propria produzione, è la costante ricerca di innovazioni sia nel campo delle materie prime e delle formulazioni, che di quello delle tecnologie di produzione. In questo modo si è riusciti a mantenere elevati gli standard qualitativi della propria produzione contenendo, al tempo stesso, i costi del prodotto finito.

L'azienda agisce su due specifiche linee di prodotto. Una linea di prodotti tradizionali definita "Collezione" e una linea dal design innovativo chiamata appunto "Design", nella quale compaiono articoli disegnati e progettati da noti professionisti internazionali<sup>70</sup>.

### ***3.2.2. Struttura produttiva ed elementi di innovazione tecnologica***

L'azienda opera nell'unico stabilimento di Fabrica di Roma (VT) di 170.000 mq di cui 70.000 coperti, contando circa 240 dipendenti, impianti di nuova generazione che sviluppano una capacità produttiva giornaliera di 1.500 pezzi e oltre 200 prodotti in catalogo. Numeri che confermano il primato tecnologico e culturale costruito attraverso anni di esperienza e attestato da numerosi riconoscimenti internazionali (Selezione Compasso D'Oro, Reddot Design Award, Design Plus, ADI Design Index, Good Design, Innovationpreis Architektur und Technik, If Design, SIDIMI, Zlota Villa, German Design Council, Grand Designs Awards, Designer Kitchen and Bathroom Awards).

---

<sup>70</sup> L'azienda produce diversi articoli igienico sanitari in ceramica (vasi, bidet, lavabi, colonne, cassette, etc.). A seconda dell'impiego e delle caratteristiche richieste, i manufatti possono essere realizzati in vetrochina o fire clay. La materia prima è costituita essenzialmente da argille e caolini, mescolati in proporzioni opportune con altri costituenti quali quarzo, feldspato, chamotte, e vari additivi (bariocarbonato, antiflocculanti, etc.). Gli smalti con cui vengono rivestiti e igienizzati i sanitari ceramici, sono invece a base di quarzo, feldspato, caolino e altri additivi (fondenti, colle, etc.).

Ceramica Catalano è tra le più importanti aziende del sanitario in Italia, con uno spazio produttivo di 170.000 mq di cui 70.000 coperti, una distribuzione capillare in tutto il paese e una presenza significativa in diversi mercati internazionali.

Lo stabilimento produttivo è ubicato in un territorio tradizionalmente vocato alla produzione ceramica, il Distretto Industriale di Civita Castellana, caratterizzato da specializzazioni produttive quali produzione di articoli igienico-sanitari (ceramiche sanitarie e arredo bagni), stoviglie e piastrelle. Le altre produzioni di manufatti in ceramica spaziano dalle piastrelle, agli impasti ceramici, passando per gli accessori per il bagno e i pezzi speciali per piscine. Nato negli anni 50, il distretto industriale si è consolidato nel ventennio seguente per arrivare negli anni 80 ad un vero boom di nuove imprese. Nel periodo successivo, il comparto ha saputo rispondere adeguatamente alle richieste di un mercato edilizio sempre più esigente, confermando buone performance e una notevole capacità di resistere ai competitor stranieri anche durante i momenti di crisi che ciclicamente attraversano l'industria delle costruzioni. Il polo ceramico di Civita denota infatti un'accentuata vivacità che alimenta un processo di continua trasformazione e adattamento al mercato: le aziende nascono, si concentrano in gruppi, si scindono, in un continuo divenire. Questa dinamica consente al distretto di conservare un elevato livello di efficienza e competitività complessiva. L'industria della ceramica sanitaria italiana vede in Civita Castellana il suo distretto manifatturiero più importante<sup>71</sup>.

L'ubicazione dell'azienda è pertanto già di per se un importante elemento strategico di successo al quale si affianca, oltre a personale altamente qualificato e tecnologia avanzata, una struttura produttiva ben organizzata.

---

<sup>71</sup> Il distretto della ceramica di Civita Castellana registra nel 2019 un incremento del +2,6% con gli Stati Uniti primo mercato di sbocco ma ottimi rapporti commerciali anche nei confronti di Germania, Austria, Paesi Bassi, Francia e Spagna. Si tratta del sesto anno consecutivo con segno positivo ed il miglior risultato dal 2008. Fonte: UnionCamere Lazio



Un prodotto ben riuscito è frutto innanzi tutto di materie prime di qualità. Ceramica Catalano SpA ha garantito il successo della propria produzione proprio grazie alla costante ricerca di innovazioni sia nel campo delle materie prime che delle formulazioni. Alla progettazione computerizzata in 3D, segue il miglioramento manuale del modello: ottenuto lo stampo ideale si procede alla “madreforma” e successivamente al colaggio che avviene in impianti ad alta pressione. Dopo l’asciugatura c’è un controllo manuale dei pezzi che ne garantisce l’alta qualità. Robot ad altissima velocità vengono programmati in ogni singolo movimento per avere una smaltatura minuziosa ed impeccabile. Dopo la smaltatura il pezzo viene fatto passare nel forno a tunnel per la cottura. Ogni singolo pezzo uscito dal forno viene controllato, verificato, testato.

In merito al ciclo produttivo va evidenziato che, in un’ottica green cui la Catalano è sempre orientata, negli ultimi anni c’è stato il passaggio tecnologico dallo stampaggio/colaggio a bassa pressione allo stampaggio/colaggio ad alta pressione, comprensivo dell’automazione di tutta la linea produttiva. Il ciclo produttivo segue ora una logica di LCD (Life Cycle Design), nell’ottica dunque di circular economy, garantendo una qualità migliore dei prodotti, con sensibili riduzioni di consumi energetici, di ingombro degli spazi, di scarti, accompagnati dal miglioramento delle condizioni lavorative degli addetti. La logica green LCD sostituisce la struttura di pensiero lineare e ottocentesca, carica di sicurezze e convinta dell’inesauribilità delle risorse, facendo strada alla definizione di un sistema che copia dalla natura la capacità di trasformare il rifiuto di un ciclo produttivo in materia utile a un altro ciclo produttivo (dalla culla alla culla).

Oltre alla pianificazione del recupero degli scarti durante tutto il processo di produzione tutti i sanitari Catalano si offrono facilmente ad un “design for dissembling” essendo monomaterici e/o comunque, li dove integrati con accessori metallici, facilmente separabili da altre componenti. Il LCD

prevede la pianificazione delle fasi di pre-produzione, design, produzione, trasporto, distribuzione e riciclaggio. Nello specifico:

**Pre produzione:** ricerca delle migliori materie prime oggi disponibili e test e sviluppo di nuovi impasti e smalti. Nelle sue lavorazioni Catalano utilizza solo materie di prima qualità, pure, ovvero senza aggiunta di alcuna sostanza o preparato cui è stata assegnata alcun livello di rischio, tossicità o nocività.

**Design e produzione:** Il team di progettazione elabora ipotesi di nuovi elementi che vengono riprodotti a scala reale per sottoporli a test morfologici e funzionali. Dopo i test e i check si passa al perfezionamento del modello e alla realizzazione degli stampi per i sistemi produttivi ad alta pressione in tiratura limitata di pezzi per la realizzazione di test di resistenza meccanica e studio dei comportamenti in cottura e nei vari passaggi di stato. A questo punto parte la produzione. La barbottina viene iniettata ad alta pressione negli stampi che prevedono anche la movimentazione e la prima rifinitura del pezzo. A fine fase il robot carica il prodotto “sformato” e rifinito su apposite piattaforme. I prodotti “sformati” e pre-rifiniti vengono posti in appositi essiccatoi dove avviene una notevole perdita di acqua. I nuovi impianti di essiccazione hanno comportato un’ottimizzazione di spazio, controllo, raccolta di vapori acquei, riutilizzo del calore sviluppato dai forni, riduzione di polveri. La rifinitura, in gergo collaudo, viene effettuata manualmente da personale qualificato per poi passare alla smaltatura: stazioni robotizzate ad alta pressione spruzzano smalto liquido su tutte le superfici esterne ed interne dei prodotti. Prerogativa importante dei prodotti Catalano è quella di essere smaltati anche in superfici nascoste, con l’obiettivo di garantire maggiore igienicità nell’uso. Il ciclo di cottura viene avviato attraverso il caricamento dei prodotti su carrelli che attraversano il forno a tunnel (ciclo di cottura di 22 ore a 1250°C).

Alla fine del ciclo produttivo ogni singolo prodotto viene sottoposto a controlli di conformità che ne decretano il livello. Se di prima qualità si procede all’imballaggio; se non conforme per piccoli difetti si prevede una

ricottura; se non conforme di procede allo scarto. I prodotti selezionati vengono raggruppati su pallet, protetti da pellicole termoretraibili o imballati in scatole di cartone, packaging monomaterici e riciclabili.

**Trasporto e distribuzione:** Le fasi di trasporto e distribuzione mettono in evidenza i plus e minus della politica green dell'azienda. Per il trasporto inteso come logistica interna, il fatto che l'azienda sia concentrata in un unico sito, fa sì che la movimentazione dei prodotti nelle diverse fasi della produzione sia ridotta al minimo.

### ***3.2.3 Sostenibilità ed innovazione***

L'ultimo step previsto dall'LCD riguarda il riciclo a fine vita del prodotto. Il settore industriale della ceramica sanitaria non è organizzato per quest'attività, essendoci tra l'altro processi temporali di dismissione molto lunghi. Nell'attesa che si possa sviluppare un sistema di raccolta e riciclaggio a fine vita, il design della Catalano ha sviluppato prodotti pensati per un facile disassemblaggio. I sanitari infatti sono prevalentemente costituiti da ceramica ed i pochi inserti o accessori realizzati con altri materiali, vedi ottone o alluminio, sono facilmente separabili. Ma il lavoro più interessante fatto dall'azienda è relativo al recupero e riciclaggio degli scarti di lavorazione dei prodotti difettati. Molti dei materiali utilizzati durante il processo trovano già oggi forme di recupero e di riciclaggio quasi al 100% sia con flussi interni alla fabbrica, quindi a km 0, sia all'esterno:

- **RECUPERO AL 100% DEL GESSO:** il gesso è recuperato rompendo gli stampi in modo da poter separare le componenti presenti. La frazione rimanente viene macinata ed utilizzata come ammendante in agricoltura
- **RIUTILIZZO AL 100% DELL'IMPASTO COTTO:** l'impasto cotto può essere riutilizzato come filler per materiali ceramici o cementizi

- RECUPERO ESTERNO DELL'IMBALLAGGIO: lo smaltimento degli imballaggi è a cura dei clienti che ricevono le merci, che vengono opportunamente sensibilizzati dalla Catalano
- RECUPERO TOTALE DELLO SMALTO: lo smalto che si disperde viene recuperato, sciolto, setacciato più volte e provato sia in laboratorio che sul campo per avere il tono di colore sciolto e riemesso nel circuito di alimentazione smalto
- RECUPERO TOTALE DELL'IMPASTO NON COTTO come filler per materiali ceramici quali piastrelle o cementizi
- RECUPERO PARZIALE DELL'ACQUA. L'acqua di recupero subisce vari trattamenti: per le presse e gli smalti viene utilizzata acqua trattata con filtrazione spinta ed osmosi inversa, quella utilizzata per lavare gli stampi viene mandata al sistema di depurazione.
- Dal disassemblaggio dei pezzi la ceramica viene macinata e riutilizzata come filler per impasti ceramici mentre l'ottone viene fuso per poter essere riutilizzato al 100%

Gli impianti Catalano si distinguono per un altissimo grado di automazione; le operazioni di stampaggio, finitura e movimentazione sono effettuate con sistemi robotizzati di ultima generazione. Tutte le lavorazioni sono impostate su logiche produttive finalizzate al massimo risparmio di energia e di risorse.

“Think Green” è il motto di Catalano che da diverso tempo persegue obiettivi di sostenibilità e rispetto dell'ambiente in tutti i passaggi del ciclo produttivo. Il processo produttivo della Catalano vanta la massima riduzione di fumi e sostanze tossiche o inquinanti volatili rilasciati nell'atmosfera. Il sito ha definito un obiettivo di incremento di efficienza dell'uso di energia da fonti non rinnovabili e l'introduzione di fonti di energia rinnovabile. È stato realizzato un parco fotovoltaico Catalano, capace di fornire 1.300 Kw, 1/3 del fabbisogno energetico totale. Lo stabilimento Catalano garantisce inoltre un basso impatto acustico e un basso impatto paesaggistico/visivo. Il processo di trasformazione vanta un impiego efficiente e la massima

valorizzazione delle risorse naturali (alto rapporto tra materiale effettivamente utilizzabile e il materiale immesso nel processo produttivo). L'uso di materiale è ridotto grazie alla sottigliezza degli spessori dei prodotti di nuova generazione ottenuti grazie alle tecnologie d'avanguardia sperimentate nello stabilimento di Fabbrica di Roma. La Catalano ha avviato politiche di LCD (Life Cycle Design: pre-produzione, design e produzione, uso, recupero riciclo e disassemblaggio) pianificando il più possibile tutte le fasi previste, raggiungendo in pochi anni risultati più che sensibili quali: la riduzione del consumo di risorse e di suolo, l'impiego di energie rinnovabili, il miglioramento delle condizioni lavorative.

L'importante ruolo svolto dall'attività di ricerca e di sviluppo tecnologico nell'azienda ha portato alla costituzione di un efficiente staff di tecnici esperti all'interno del settore produttivo, adibito allo sviluppo di soluzioni innovative e competitive. Con lo svolgimento dei programmi di ricerca sono state realizzate innovazioni di processo e sviluppate nuove metodologie di gestione della produzione, che hanno permesso un miglioramento della qualità dei prodotti, oltre ad un aumento della capacità produttiva. Anche nell'area amministrativa è stato formato un team preparato ed efficiente, in grado di gestire le specifiche caratteristiche della produzione della ceramica e rispondere alle esigenze di una società in forte espansione. Nel settore commerciale, gli addetti alle vendite provvedono alla promozione del prodotto tramite la partecipazione a fiere e incontri specifici, presso i potenziali clienti. Infine ci si avvale anche del supporto di un responsabile della qualità e di un responsabile acquisti, che contribuiscono all'efficienza aziendale.

Rispetto al passato, il settore dei sanitari è in continua evoluzione: il cambiamento continuo delle mode, dei gusti e dei bisogni della clientela obbliga ad avvalersi di personale professionale e competente che possa supportare adeguatamente il processo di innovazione.

Per tale motivo, l'impresa si avvale del personale più esperto e abile che rappresenta un valido supporto all'attività di ricerca: il know-how

(esperienza, competenze distintive e conoscenze specifiche) acquisito nel tempo dai tecnici permette infatti di sviluppare continuamente soluzioni innovative e competitive.

Un ruolo fondamentale è pertanto quello svolto dall'attività di R&S tecnologico che, oltre ad accrescere il know-how, permette di anticipare e/o adeguarsi alle diverse esigenze espresse dalla domanda.

Le attività R&S vengono svolte dalla Ceramica Catalano nella sede di Fabrica di Roma (VT), in S.S. Falerina Km 7.200, negli uffici tecnici che occupano complessivamente circa 160 mq e in un'area di circa 800 mq adibita a prove tecniche di funzionamento.

Alla base di ogni progetto c'è l'approfondito studio dei materiali, delle tecnologie, del mercato e della committenza, al fine di combinare estetica essenziale e funzionalità immediata.

La Ceramica Catalano si pone l'obiettivo di sviluppare, attraverso il ricorso sistematico alla R&S, una nuova classe di sanitari ceramici destinati all'alto di gamma ad elevate performance tecnologico-prestazionali e sostenibilità per l'ambiente e l'intera collettività, attraverso la definizione di innovativi criteri di formulazione, materiali, architetture geometrico-costruttive e soluzioni smart di processo, tali da favorire la transizione ad una manifattura più sostenibile su tutti i livelli: ambientale, energetico ed economico (Green Factory del domani). Le nuove tecnologie chiave che verranno sviluppate con il programma si basano fondamentalmente su più linee di azione sinergiche tra loro, e in particolare sull'impiego di risorse (acque di processo) e materie prime (scarti di prodotto/sottoscelte) riciclate, oggi considerate rifiuti del processo ceramico, per la realizzazione di una nuova classe di prodotti ceramici con prerogative base e requisiti estetico-qualitativi non inferiori ai prodotti attuali, e ad elevato surplus tecnologico-ambientale in quanto ottenuti con materiali e cicli ecocompatibili e in più contraddistinti da innovative caratteristiche funzionali in fase di esercizio: maggiore ecoefficienza dello scarico, grazie a nuove architetture geometrico-costruttive, minore rumorosità dello scarico (linee di carico e

sezioni più dolci per consentire un moto laminare), maggiore salubrità dell'ambiente (inedite proprietà autopulenti e antibatteriche). Si propone quindi, in assoluta anteprema nel comparto, un nuovo riciclo intelligente ed una concreta ecosostenibilità dei ceramici sanitari, a tutti i livelli, rivedendo alle proprie basi sia il prodotto che i processi con cui ottenerlo.

Le esigenze sopra descritte risultano oggi sempre più sentite e di fondamentale importanza nel settore ceramico, soprattutto in relazione al particolare target di mercato cui ci si rivolge con la R&S (medio-alto), per il quale caratteristiche di ecocompatibilità, economia di esercizio e salubrità dell'ambiente, oltre a cicli di fabbricazione/preparazione massimamente puliti ed ecosostenibili, costituiscono requisiti fondamentali per ottenere un prodotto competitivo e garantirne l'accettazione da parte del mercato.

### 3.3 Analisi economico finanziaria e elementi di valutazione

L'analisi economico finanziaria dell'azienda Ceramica Catalano spa, iscritta alla Camera di Commercio di Viterbo, è stata effettuata sulla base dell'ultimo bilancio approvato al 3 dicembre 2018. L'azienda non è soggetta agli obblighi di redazione di un bilancio consolidato né fa parte di gruppi di imprese. Con un patrimonio netto di oltre 50 milioni di euro e 220 dipendenti, l'azienda ha chiuso l'ultimo esercizio approvato con un fatturato di poco superiore ai 45 milioni di euro, in leggera decrescita rispetto all'esercizio precedente. Tuttavia, la marginalità operativa e l'utile netto (oltre sei milioni di euro) sono in crescita, a testimonianza del successo strategico delle politiche di business, che stanno massimizzando la redditività dei trentaquattro azionisti della società, tipica espressione del capitalismo a ristretta base azionaria del contesto imprenditoriale del Paese. La redditività del capitale investito (RO) si attesta infatti per tutto l'ultimo triennio al di sopra del 10% (si veda la successiva tabella 3).

**Tabella 3: Profilo economico finanziario (2014/2018)**

Bilancio non consolidato	31/12/2018 EUR	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR
	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS
Ricavi delle vendite	45.851.907	47.480.153	48.585.072	43.278.017	39.293.103
EBITDA	12.984.069	13.269.796	14.933.236	11.293.393	8.147.484
Utile Netto	6.090.089	5.376.088	6.292.911	4.114.905	1.591.308
Totale Attività	81.368.069	80.353.298	92.266.473	88.267.805	83.588.225
Patrimonio Netto	51.813.232	46.756.655	45.693.562	64.779.859	61.593.130
Posizione finanziaria netta	5.899.483,00	9.256.445,00	4.593.530,00	-7.140.418,00	-5.192.336,00
EBITDA/Vendite (%)	27,74	27,48	30,10	25,50	20,35
Redditività delle vendite (ROS) (%)	16,66	15,57	19,17	13,65	7,24
Redditività del totale attivo (ROA) (%)	9,58	9,36	10,31	6,85	3,47
Redditività del capitale proprio (ROE) (%)	11,75	11,50	13,77	6,35	2,58
Debt/Equity ratio	0,31	0,29	0,39	0,03	0,05
Debiti v/banche su fatt. (%)	34,60	27,71	36,10	4,20	7,74
Debt/EBITDA ratio	1,25	1,01	1,20	0,16	0,38
Rotaz. cap. investito (volte)	0,56	0,59	0,53	0,49	0,47
Dipendenti	223	233	224	237	237

Fonte: Cerved/Aida, 2019



**Tabella 4: Indicatori di bilancio (2014/2018)**

Bilancio non consolidato	31/12/2018 EUR	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR
	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS	12 mesi Dettagliato ICS
<b>1. Indicatori finanziari</b>					
- Indice di liquidità	1,38	1,21	1,44	1,66	1,93
- Indice corrente	2,26	2,20	2,23	2,74	3,36
- Indice di indebitam. a breve	0,77	0,62	0,54	0,74	0,63
- Indice di indebitam. a lungo	0,23	0,38	0,46	0,26	0,37
- Indice di copertura delle immob. (patrimoniale)	0,61	0,76	0,81	0,60	0,64
- Grado di ammortamento	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
- Rapporto di indebitamento	1,57	1,72	2,02	1,36	1,36
- Indice di copertura delle immob. (finanziario)	1,66	1,51	1,64	1,53	1,62
- Debiti v/banche su fatt.	34,60	27,71	36,10	4,20	7,74
- Costo denaro a prestito	1,44	2,19	1,24	5,57	5,36
- Grado di copertura degli interessi passivi	55,77	45,38	67,38	109,14	49,06
- Oneri finanz. su fatt.	0,50	0,61	0,45	0,23	0,41
- Indice di indep. Finanz.	63,68	58,19	49,52	73,39	73,69
- Grado di indep. da terzi	1,94	1,53	1,05	3,12	3,18
- Posizione finanziaria netta	5.899.483,00	9.256.445,00	4.593.530,00	-7.140.418,00	-5.192.336,00
- Debt/Equity ratio	0,31	0,29	0,39	0,03	0,05
- Debt/EBITDA ratio	1,25	1,01	1,20	0,16	0,38
<b>2. Indici della gestione corrente</b>					
- Rotaz. cap. investito (volte)	0,56	0,59	0,53	0,49	0,47
- Rotaz. cap. cir. lordo (volte)	0,99	1,14	0,94	1,02	0,95
- Incidenza circolante operativo	56,88	44,63	36,87	40,87	48,77
- Giac. media delle scorte (gg)	140,09	141,44	134,57	138,06	160,16
- Giorni copertura scorte (gg)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
- Durata media dei crediti al lordo IVA (gg)	125,38	111,81	95,36	114,39	119,33
- Durata media dei debiti al lordo IVA (gg)	131,47	198,67	212,46	219,97	197,97
- Durata Ciclo Commerciale (gg)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
<b>3. Indici di redditività</b>					
- EBITDA	12.984.069	13.269.796	14.933.236	11.293.393	8.147.484
- EBITDA/Vendite	27,74	27,48	30,10	25,50	20,35
- Redditività del totale attivo (ROA)	9,58	9,36	10,31	6,85	3,47
- Redditività di tutto il capitale investito (ROI)	11,46	12,50	14,95	9,07	4,48
- Redditività delle vendite (ROS)	16,66	15,57	19,17	13,65	7,24
- Redditività del capitale proprio (ROE)	11,75	11,50	13,77	6,35	2,58
- Incid. oneri/Proventi extrag. (%)	78,13	71,50	66,17	68,06	54,93

Fonte: Cerved/Aida, 2019

L'ultima parte della ricerca, ha lo scopo di verificare la prevedibile evoluzione del valore dell'azienda Ceramica catalano spa, alla luce degli ultimi dati di bilancio, e dell'applicazione dei principali metodi di valutazione offerti dalla letteratura economico finanziaria per la stima delle *performances* prospettiche di una determinata entità di tali dimensioni e posizionamento strategico nel mercato di riferimento.

In base alla prevalente letteratura sul tema<sup>72</sup>, la valutazione del prezzo futuro di un titolo può essere effettuata attraverso il ricorso a diversi metodi di stima. I principali metodi utilizzati dagli addetti ai lavori sono:

- Multipli di mercato
- Flussi di cassa attualizzati (Dcf)

Il primo è basato sul prezzo di attività comparabili (società quotate appartenenti allo stesso settore), applicato ai dati di bilancio quali fatturato, margine operativo lordo (ebitda), risultato operativo lordo (ebit), utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta e *cash flow*. I multipli rappresentano quindi il rapporto tra prezzo (capitalizzazione) e dati di bilancio. Psi tratta di una metodologia molto in voga nella prassi

---

<sup>72</sup> Guatri L. (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA Milano; Cotta Ramusino E.(2003), *La valutazione delle aziende*, Il Sole 24 Ore, Milano; Bianchi Mrtini S., Cinquini L., Di Stefano G. Galeotti m. (2002), *Introduzione alla valutazione del capitale economico : criteri e logiche di stima*, Franco Angeli; Riva A. (2007), "Il controllo e la gestione strategica del rischio per la creazione di valore", in Mella P. Vello D. *Creazione di valore, corporate governance e informativa societaria*", Giuffrè; Poddighe F. (2000), *Manuale di tecnica professionale: valutazione d'azienda, operazioni straordinarie, controllo legale dei conti, reddito d'impresa ed IRAP.*; Onida P. (1987), *Economia aziendale*, Utet. Massari M.(1998), *Valutazione. Finanza aziendale*. McGraw Hill

professionale italiana , con particolare riferimento al settore finanziario e alle operazioni di finanza straordinaria , quali, ad esempio , le IPO. Il metodo ha il pregio della semplicità e della rapidità di utilizzo , ma in alcuni casi sconta la difficoltà di reperire aziende comparabili esempio vengono utilizzati il rapporto prezzo/utile (p/u o p/e) medio di settore, il prezzo/patrimonio netto etc.

Il metodo del *Discounted Cash Flow*, di derivazione anglosassone, parte invece dal presupposto che il valore di un'azienda sia rappresentato dalla capacità della stessa di generare flussi di cassa prospettici, ed è dunque fondato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività. La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati è funzione di tre elementi fondamentali: l'entità del flusso di cassa, la distribuzione nel tempo dei flussi e il tasso di attualizzazione, in base alla formula di sotto riportata:

$$V_A = \sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}$$

Dove il Valore dell'azienda = VA + Pfn + asset e

VA= valore      n= durata dell'attività    r (wacc)= tasso sconto che riflette il rischio

Tale metodo è considerato più razionale, ma sconta una serie di limitazioni, quali la difficile quantificazione del rischio per le società non quotate e la circostanza che il *terminal value* si basi su valori futuri sempre più differiti nel tempo, in un contesto economico al contrario caratterizzato da una forte volatilità.

Proprio per questo, negli ultimi anni, il metodo dei multipli ha riscontrato nel settore bancario e finanziario una maggiore applicazione sul piano pratico, anche in virtù dei fattori di seguito elencati:

- a) generalizzata lievitazione dei prezzi di borsa sul lungo periodo, che causa un frequente divario tra i valori di mercato e i patrimoni netti contabili delle aziende soggette a valutazione
- b) crescente importanza, all'interno della valutazione del capitale economico, degli intangible assets, per lo più non iscritti, o iscritti a valori ridotti, sui bilanci aziendali
- c) sviluppo delle attività di *private equity* e più in generale delle operazioni di M&A (Mergers & acquisition)

Dal punto di vista matematico finanziario un multiplo rappresenta un rapporto determinato in una o più aziende comparabili a quella da valutare, fra:

il valore dell'azienda (numeratore), costituito da:

- o Enterprise value (EV), qualora si utilizzi un approccio *asset side*
- o Valore del capitale azionario (Price o Equity value), allorché si utilizzi l'approccio *Equity side*

e un denominatore che esprime la capacità dell'azienda di produrre marginalità e redditività, e che quindi si identifica la maggioranza delle volte con una grandezza contabile (Ebitda, Ebit, vendite etc..) oppure con grandezze fisiche.

L'approccio utilizzato ai nostri fini è *equity side*, contraddistinto da una metodologia di stima indiretta, che passa attraverso il calcolo del capitale operativo dell'azienda e detraendo da esso la posizione finanziaria netta (cd leva finanziaria).

Molto adatto anche per stimare preventivamente il valore di una azione in stime preliminari ad operazioni di tipo straordinario o a negoziazioni di società non quotate in borsa, come in questo caso, il metodo dei multipli si fonda sull'idea di base di moltiplicare una grandezza economica (di solito i ricavi, l'EBITDA o l'EBIT) della società che interessa per un fattore specifico del settore. Il risultato rappresenta il cosiddetto *enterprise value* cioè il valore economico complessivo dell'impresa. Di qui, per ottenere un'idea di quello che può essere il “prezzo” della società in esame, cioè quanto offrire agli azionisti della società obiettivo in una operazione di IPO o SPAC ad esempio, occorre sottrarre dall'*enterprise value (EV)* l'indebitamento netto (NFP, *net financial position*).

Nel caso della Ceramica Catalano il fattore preso in riferimento è l'EBITDA, espressione della marginalità operativa netta dell'azienda. Mentre il multiplo può essere ricavato da stime offerte da società di gestione e di analisi finanziaria internazionale che periodicamente stimano tale multiplo diviso per settori produttivi. Si è presa a riferimento la valutazione più recente (2018) relativa al settore della fabbricazione di prodotti in porcellana e ceramica, che fornisce la misura della crescita delle società comparabili a livello internazionale con quella oggetto di analisi<sup>73</sup>.

---

<sup>73</sup> I beta sono stati ricavati in base ai dati di Cogent Valuation (2019) e Salvidio & Partners, 2018.

**Tabella 5: Confronto settoriale (Fabbricazione ceramica e porcellana)**

Ragione sociale	Codice consolidato	Anno	Ricavi delle vendite migl EUR		EBITDA migl EUR	
Ultimo anno disponibile			Serie		Serie	
<i>Mediana</i>			23.882		2.715	
<i>Deviazione standard</i>			10.364		5.052	
<i>Media</i>			27.048		3.012	
<b>TOGNANA PORCELLANE S.P.A.</b>	Non Cons.	2018	47.993	1	2.703	7
<b>CERAMICA CATALANO-SOCIETA' PER AZIONI</b>	Non Cons.	2018	45.852	2	12.984	1
<b>META S.P.A.</b>	Non Cons.	2018	32.769	3	4.602	4
<b>CERAMICA CIELO - S.P.A.</b>	Non Cons.	2018	26.581	4	6.801	2
<b>GRUPPO SANITARI ITALIA SPA</b>	Non Cons.	2018	23.915	5	3.368	5
<b>GALASSIA S.R.L.</b>	Non Cons.	2018	23.882	6	4.627	3
<b>CERAMICA FLAMINIA - S.P.A-TECMA - SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA</b>	Non Cons.	2018	22.581	7	2.715	6
<b>AZZURRA SANITARI IN CERAMICA SPA IN SIGLA AZZURRA SPA</b>	Non Cons.	2018	19.823	9	1.982	8
<b>HATRIA S.R.L.</b>	Non Cons.	2018	19.559	10	1.599	9
<b>RICHARD GINORI S.R.L.</b>	Non Cons.	2018	14.324	11	-9.447	11
Ragione sociale	Codice consolidato	Anno	EBITDA/Vendite %		Redditività delle vendite (ROS) %	
Ultimo anno disponibile			Serie		Serie	
<i>Mediana</i>			11,74		6,62	
<i>Deviazione standard</i>			23,57		6,55	
<i>Media</i>			6,75		8,77	
<b>TOGNANA PORCELLANE S.P.A.</b>	Non Cons.	2018	5,53	10	4,20	9
<b>CERAMICA CATALANO-SOCIETA' PER AZIONI</b>	Non Cons.	2018	27,74	1	16,66	2
<b>META S.P.A.</b>	Non Cons.	2018	13,29	5	11,41	4
<b>CERAMICA CIELO - S.P.A.</b>	Non Cons.	2018	24,11	2	20,82	1
<b>GRUPPO SANITARI ITALIA SPA</b>	Non Cons.	2018	13,73	4	5,25	8
<b>GALASSIA S.R.L.</b>	Non Cons.	2018	19,14	3	13,64	3
<b>CERAMICA FLAMINIA - S.P.A-TECMA - SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA</b>	Non Cons.	2018	11,74	6	6,62	5
<b>AZZURRA SANITARI IN CERAMICA SPA IN SIGLA AZZURRA SPA</b>	Non Cons.	2018	9,60	7	6,61	6
<b>HATRIA S.R.L.</b>	Non Cons.	2018	8,05	8	-2,93	10
<b>RICHARD GINORI S.R.L.</b>	Non Cons.	2018	-64,59	11	n.s.	

Fonte: Cerved/Aida, 2019

Il calcolo del prezzo dell'azione presenta dunque i seguenti elementi:

**EBITDA: 12.984.069**

**Beta di settore: 0,92**

**Enterprise Value: 11.945.000**

**Posizione Finanziaria Netta: 5.899.483**

**Capitale sociale: 1.684.800**

**Numero azionisti: 34**

A testimonianza dell'elevato valore intrinseco e potenziale di crescita delle azioni detenute dagli attuali proprietari.

## Conclusioni

L'analisi empirica effettuata nell'ultima parte della ricerca ha consentito di approfondire l'indagine economico finanziaria su una delle società di eccellenza del distretto della fabbricazione della ceramica del Lazio, nella zona di Civita Castellana.

La scelta del metodo di valutazione è stata operata sulla base della prevalente dottrina economico finanziaria che, per società non quotate in borsa e contraddistinte da un discreto livello di comparabilità con aziende similari, che sono state opportunamente individuate attraverso i dati Crif/Aida, suggerisce l'adozione del metodo dei multipli. Tale metodologia, più semplice e razionale rispetto ad altri metodi d'indagine, ha riscontrato un crescente successo professionale nell'ultimo ventennio per una serie di fattori quali, ad esempio, la cresciuta importanza e consapevolezza dei beni intangibili, per lo più non iscritti, o iscritti a valori ridotti, sui bilanci aziendali, le difficoltà insite nel metodo DCF, che si basa, soprattutto attraverso il cd Terminal value, su valori futuri sempre più differiti nel tempo, in un contesto economico al contrario caratterizzato da una forte volatilità, nonché la diffusione in molti contesti di sistemi di incentivazione del management, basati principalmente sulle performance aziendali misurate dal valore dell'azienda ottenuto attraverso valutazioni mirate

E' evidente che la metodologia scelta risente di un certo grado di soggettività e non ha un valore universale: i multipli, infatti, mostrano un'ampia dispersione intorno alla media e variano nel tempo, oltre che per settore<sup>74</sup>, e risentono di una conaturata variabilità connessa al fatto che non sempre le definizioni delle grandezze contabili sono omogenee nel campione statistico<sup>5</sup> e che il "prezzo" di ciascuna operazione dipende da fattori peculiari come, per esempio, la compatibilità tra impresa acquirente e

---

<sup>74</sup> G. Gagliardi, *Valutare le PMI con il metodo dei multipli*, in *Economia e Mercato*, 4/2015, pp.10-11.

acquisita, il momento in cui la transazione è conclusa, la qualità dei negoziatori delle due parti, il modo in cui il progetto è gestito.

Nonostante ciò, la stima a cui si perviene è la più attendibile e verificabile, con l'utilizzo di metodi alternativi che confermino il *range* di valutazione. Coincide inoltre con un giudizio di solvibilità eccellente che il sistema Cerved / Aida offre, sulla base degli ultimi bilanci approvati, per la società in oggetto (tabella 6).

**Tabella 6: Posizionamento e score di solvibilità**

Indici	Società 2018	Gruppo		Posizionamento società								
		Periodo (2017)-(2015) Solvibili	Bancarotta	Bancarotta area		Intermedia area		Solvibili area				
EBITDA/Ricavi (%)	28,32	5,58	-6,01	■	■	■	■	■	■	■	■	■
EBIT/Ricavi (%)	17,00	2,77	-15,70	■	■	■	■	■	■	■	■	■
EBIT/Totale Attivo (%)	9,58	3,38	-26,51	■	■	■	■	■	■	■	■	■
EBITDA/Totale Oneri Finanziari	55,77	3,16	-2,72	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Ricavi/Totale Attivo	0,56	0,87	0,88	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Debito Finanziario/Ricavi (%)	35,32	26,84	51,50	■	■	■	■	■	X	■	■	■
Debito Finanziario/EBITDA	1,25	3,70	-5,26	■	■	■	■	■	■	■	X	■
Debito Finanziario/Totale Patrimonio Netto	0,31	0,54	-0,48	■	■	■	■	■	■	■	X	■
Totale Patrimonio Netto/Totale Attivo (%)	63,68	18,68	-7,43	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Debito Finanziario Lungo Termine/Debito Finanziario (%)	38,16	27,86	30,19	■	■	■	■	■	■	■	■	■
<b>Posizionamento generale</b>				■	■	■	■	■	■	■	X	■

X valore società  
 ■ valore medio società insolventi  
 ■ valore medio società solvibili

Fonte: Cerved/Aida, 2019

I risultati dell'indagine hanno rassegnato un giudizio di estrema solvibilità all'impresa esaminata, che nel corso degli ultimi anni è riuscita a coniugare una tutela della marginalità operativa ed il consolidamento di una ottima posizione finanziaria netta con una significativa attività di investimento in ricerca e sviluppo volta a sostenere il programma strategico di innovazione e qualità dei prodotti.



Ne deriva che tutti i principali indicatori economico finanziari si posizionano ampiamente in area di solvibilità (si veda tabella), attestando il giudizio sintetico su livelli di PD (probability of default) bassissimi (0,1%), contro una media del campione di riferimento di settore superiore al 5%.

L'analisi dimostra che l'investimento in innovazione, spesso di tipo aperto, portato avanti dal management aziendale consente all'azienda di programmare strategie di crescita e sviluppo anche sui mercati internazionali, da poter finanziare attraverso la finanza alternativa. Uno strumento che, per il dimensionamento aziendale e le prospettive di sviluppo, potrebbe essere idoneo, in base alla ricerca operata, è quello del ricorso al minibond.

## Bibliografia

- AA.VV., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa – Minibond, Cambiali finanziaria, AIM, ProgettoElite, SPAC, Incentivi allo sviluppo*, FrancoAngeli, Milano, 2014
- R.S. Kaplan, D. P. Norton, *Balanced Scorecard. Tradurre la strategia in azione*, 2007.
- G. Mariani, V. Marsili, *Corporate governance in turnaround strategies: the definition of index of good governance and performance evidence*, 2009.
- Agrawal, A., & Cockburn, I. (2003). The anchor tenant hypothesis: exploring the role of large, local, r&d-intensive firms in regional innovation systems. *International journal of industrial organization*, 21(9), 1227–1253
- Arlotta C., Bertolotti F., Calvani C., Coda Negozio E., Fici L., Liberatore G., Pasquetti L., Pesaro C., Scialdone R., Salvatici F., Venturini G., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa: Mini Bond, Cambiali finanziarie, AIM, Progetto Elite, SPAC, Incentivi allo sviluppo*, Milano, FrancoAngeli, 2014;
- Gervasoni A., *Come finanziare l'impresa: oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti*, Milano, Guerini next, 2014;
- Autio, E., Kenney, M., Mustar, P., Siegel, D., & Wright, M. (2014). Entrepreneurial innovation: The importance of context. *Research Policy*, 43(7), 1097–1108
- Broughman J., *Investor opportunism and Governance in Venture Capital, Companion to Venture Capital*, USA, 2009;
- Caselli S. , Gatti S., (2004) *Venture capital: a euro-system approach* Springer, Berlino;
- D. Cecchini (2019), *Corporate Venture Capital Imprese e capitali per l'innovazione. Storie di successo (e fallimento)*, Guerini Editore.

- Colombelli, A., Paolucci, E., & Ughetto, E. (2017). Hierarchical and relational governance and the life cycle of entrepreneurial ecosystems. *Small Business Economics*, 1–17
- Curley M, Salmelin B (2014) Open Innovation 2.0 – a new paradigm, in AA.VV. *Open Innovation 2.0*. EU Publications.
- Forestieri G., (2014) *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, in *Bancaria* n.6, 2014
- George, M. L., et al. *Fast Innovation: Achieving Superior Differentiation, Speed to Market, and Increased Profitability*. McGraw-Hill, 2005
- Haltiwanger, J., Jarmin, R. S., & Miranda, J. (2009). *Business dynamics statistics briefing: jobs created from business startups in the united states*.
- Hellmann, T., Puri, M. (2000). “*The Interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital*”. *Review of Financial Studies* 13, 959-984
- Isenberg, D. (2011). The entrepreneurship ecosystem strategy as a new paradigm for economic policy: Principles for cultivating entrepreneurship. *Presentation at the Institute of International and European Affairs*.
- Malecki, E. J. (2018). Entrepreneurship and entrepreneurial ecosystems. *Geography Compass*
- Chiomenti, C., & Graffi, L. (2010). *La special purpose acquisition company. Giurisprudenza commerciale*;
- Boyer, C., & Baigent, G. (2008). *SPACs as alternative investments: an examination of performance and factors that drive prices. The journal of private equity*. Cumming,
- D. J., Hass, L. H., & Schweizer, D. (2012). *The fast track IPO - Success factors for taking firms public with SPACs*.
- D'Alvia, D. (2014). *SPAC: a comparative study under US, Asia and Italian corporate framework*. Soft law vs. Hard law.
- Datar, V., Ekaterina, E., & Ufuk, I. (2012). *Going public through the back door: a comparative analysis of SPACs and IPOs. Banking and finance review*.

- Spigel, B. (2017). The relational organization of entrepreneurial ecosystems. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(1), 49–72.
- Schupeter J., *Teoria dello sviluppo economico*, ETAS, Milano, 2002
- Zaroni A., (2010), *Venture capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Cedam, Padova
- P. Del Vecchio, G. Passiante, *Imprenditorialità, marketing ed innovazione. Dinamiche competitive per le imprese ed i territori nello scenario della digital economy*, Franco Angeli, Milano 2015.
- T. Onesti, N. Angiola, S. Bianchi Martini, S. Garzella, A.L. Muserra, “*Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore. Teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto*”, Franco Angeli, 2012;
- S. Bianchi Martini, “*Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima*”, Franco Angeli, 2000.
  
- Guatri L., M. Bini, *Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, IPSOA, 2009.
  
- Guatri L. , Uckmar V., *Linee Guida per le valutazioni economiche*, Milano, Egea, 2009.



## **Ringraziamenti**

Eccomi giunta alla fine di questa tesi e di questi due anni di specialistica, nei quali credo di essere maturata come professionista in quella mia grande passione che è la Finanza, ma anche e soprattutto come persona.

Sono tanti gli ostacoli e le prove che ho incontrato ed affrontato in questo percorso, altrettante sono state le persone che ho incontrato nel mio cammino, le amicizie che ho coltivato ed i rapporti che ho stretto.

Vorrei dedicare queste ultime righe per ringraziare tutte le persone che in me hanno sempre creduto e che mi hanno sempre sostenuta sia nei momenti di difficoltà sia in quelli felici e spensierati.

Vorrei che questi ringraziamenti siano un punto di arrivo da una parte, ma anche un punto d'inizio, perché credo non si finisca mai di crescere e spero di poter raggiungere nuovi traguardi importanti nella mia vita con tutte loro ancora al mio fianco.

Ringrazio il professor Capasso, per il suo corso, fra i più belli e stimolanti del percorso Universitario, per l'avermi fatto da relatore, per il suo supporto al mio lavoro, per la sua immensa disponibilità ed umanità dimostratami, per la simpatia e la fiducia.

Vorrei poi ringraziare in primo luogo la mia famiglia, perché mi è sempre stata accanto e non mi ha fatto mai mancare il suo sostegno ed il suo aiuto durante tutti questi anni permettendomi di spiegare le ali e volare libera permettendomi di coronare i miei molteplici sogni. Senza di loro non sarei mai diventata la donna che sono.

Un grazie speciale lo voglio fare a te, papà Maurizio, perché mi sei sempre stato accanto, aiutandomi e spronandomi nei momenti difficili, cercando sempre di darmi buoni consigli, facendomi ragionare lucidamente mettendo a tacere quel lato "fumantino" che ci appartiene e che tu con gli anni hai imparato a domare, così da salvarmi da scelte e reazioni che non sarebbero andate bene. Grazie perché con i tuoi sacrifici, mi hai dato la possibilità di studiare, di vivere da sola e nella città dei miei sogni, grazie perché tutte

quelle assenze lavorative che da bambina non accettavo, ti portavano lontano da me solo per far star bene la tua famiglia e darci la possibilità di vivere una meravigliosa vita. Grazie perché sei stato il mio punto di riferimento per arrivare al successo sia professionale che personale, mi hai insegnato a farmi strada con i sacrifici, combattendo e facendomi valere sempre nel rispetto dei valori che mi avete insegnato e con l'umiltà che contraddistingue la nostra famiglia. Sei stato e sei un padre ed un uomo meraviglioso, ti amo dal profondo del mio cuore e così sarà per sempre.

Grazie mamma Marica, la mia migliore amica, mia complice, "la mia mamma" perché mi hai sempre coccolata e continui a farlo tutte le volte in cui ne ho bisogno. Grazie perché ti basta guardarmi negli occhi per capire se c'è qualcosa che non va e per essere sempre pronta a raggiungermi anche solo per mezza giornata. Grazie perché sei sempre stata presente, mi hai cresciuta nel migliore dei modi, mi hai sempre aiutata a superare i momenti più difficili, soprattutto nei momenti in cui avrei voluto mandare tutto all'aria perché credevo di non farcela. Mi sei costantemente stata vicina, hai asciugato in segreto le mie lacrime, hai incoraggiato i miei passi e protetto sempre il mio cammino. Ogni volta che stavo per arrendermi mi hai dato la forza di andare avanti, facendomi mettere da parte la negatività, senza mai lasciarmi sola. Grazie per essere l'esempio vivente del fatto che dopo ogni difficoltà, grande o piccola che sia, ci si deve sempre rialzare, senza mai arrendersi.

Grazie ad entrambi perché, pur non essendo perfetti, siete stati per me i genitori migliori del mondo.

Grazie a mio fratello Massimo, perché anche se litighiamo spesso per stupidate, so che posso sempre contare su di te e con te posso confidarmi anche su cose che magari non direi ad un amico, mi guardi con quel sorrisino furbetto e mi dai quel pizzico di leggerezza che a me manca. Grazie perché qualsiasi cosa succeda, io e te siamo una sola cosa ed alla fine ci perdoniamo sempre. Grazie perché è anche grazie a te ed ai tuoi sacrifici se ho potuto avere la possibilità di vivere un percorso diverso ed ho potuto

fare ciò che mi piaceva. Grazie perché tante volte mi sono sentita piccola rispetto a te, ti ho sempre visto uomo e grande più di me, ti vedevo realizzato e indirettamente mi davi la forza di perseguire il mio percorso con tenacia e con tanta voglia di assomigliarti almeno un pochino, perché amore mio, non è una, due, tre, quattro lauree che fanno una persona, tutte le volte che mi dicevi “ma se solo avessi la capacità e la voglia di studiare una pagina di quelle che studi te”, avrei voluto risponderti che tu sei molto di più di questo, perché essere uomo, onesto, affidabile, sincero e fratello amorevole, vale cento volte di più di tutti i libri che io abbia mai potuto studiare. Grazie semplicemente di essere mio fratello, sangue del mio sangue e porto sicuro per sempre.

Grazie a Mattia, anche se sarebbe più corretto dire “Mattiuccio”, mio compagno, fidanzato, amico, spalla, coscienza, guida, grazie per tutto!

Grazie per la gioia che mi dai, per le risate, i sorrisi, le emozioni, la comprensione, l’aiuto, la fiducia, la voglia di vivere che trasmetti, perché (anche se a modo tuo) credi in me, per la tua forza, la tua determinazione, il tuo amore, per come sei, ma soprattutto perché ci sei. Grazie perché sopporti i miei sbalzi d’umore, le mie paranoie ed i miei momenti da matta. Grazie perché tante volte mi hai spronata, con quel pizzico di cinismo (a volte troppo) mi hai spinto ad andare oltre, a combattere. Grazie per la nostra storia, perché mi fai ridere, perché mi fai riflettere, mi hai fatta crescere e tornare bambina, mi fai vedere tutto da una prospettiva diversa, perché siamo la luna ed il sole, il polo Nord ed il polo Sud, io zucchero e tu zenzero, tu nero ed io bianco, tu razionale io solo cuore, ma l’uno senza l’altra non possiamo stare. Grazie per aver riempito la mia vita, grazie perché sei unico e speciale.

Grazie a Gaia e Claudia, le mie migliori amiche della vita, compagne di avventure e non.

Grazie perché con voi ho trascorso i momenti più belli della mia vita e pianto le lacrime più amare, ma voi ci siete sempre state, grazie perché mi avete sempre ascoltata e perché vi ho sempre trovate dietro la porta di casa,



con una bottiglia di vino ed un abbraccio, pronte a ridere con me o a trascorrere le notti tra abbracci, chiacchiere e pianti. Grazie perché senza di voi la mia vita non sarebbe stata la stessa, le mie esperienze non avrebbero avuto lo stesso sapore, la stessa gioia.

Grazie perché avete amato Daria così com'è e non le avete mai lasciato la mano.

Grazie a Simona, mia amica da poco ma come se fosse da tutta la vita. Persona meravigliosa, onesta, sincera, affidabile e sempre presente. Il mio porto sicuro dove rifugiarmi quando il mare è in tempesta, grazie per essere sempre al mio fianco.

Grazie a Silvana, che mi ha sempre ascoltata, capita, assecondata e aiutata. Grazie perché ogni qual volta ne avessi bisogno, ci sei sempre stata per "Cherry".

Grazie a Tutti gli amici di questi anni, sperando che il tempo non ci divida.

Grazie a Salvatore, Chiara, Andrea, Flavia e tutti i compagni dell'Università.

Grazie a tutti gli altri. In ordine sparso. Grazie a Diletta, Vito, Francesco, Sergio, Martina, Fabio, Claudio, Dalila, Marco, grazie a tutti voi per l'amicizia, per le risate, per le avventure, le vacanze, le cavolate, le birrette calde, i bagni di notte, le partite a carte, i giri sul Tevere e per le immense e fantastiche risate, grazie per tutto!

Grazie a tutti per avermi fatto vivere gli anni più belli della mia vita!