

DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT
Cattedra di Economia e Gestione delle Imprese

**LA VALUTAZIONE DELLE STARTUP:
UN CONFRONTO CON LE METODOLOGIE TRADIZIONALI
DI VALUTAZIONE AZIENDALE**

RELATORE

Prof.ssa Maria Isabella Leone

CANDIDATO

Edoardo Baiocco

Matricola 263411

ANNO ACCADEMICO 2021/2022

INTRODUZIONE.....	5
CAPITOLO 1 : IL PANORAMA DELLE STARTUP E DELLE PMI	6
1.1 DEFINIZIONI	6
1.1.1) <i>Che cos'è una startup?</i>	6
1.1.2) <i>Punti di forza e punti di debolezza delle startup</i>	8
1.1.3) <i>Requisiti per diventare una startup</i>	11
1.1.4) <i>PMI e PMI innovative</i>	13
1.2 REPERIMENTO DEL CAPITALE	15
1.2.1) <i>Il ciclo di finanziamento di una startup</i>	16
1.2.2) <i>Gli attori e le metodologie del finanziamento</i>	18
1.2.2.1 <i>Bootstrapping & FFF (Fools, Friends and Family)</i>	18
1.2.2.2 <i>Finanziamenti pubblici</i>	19
1.2.2.3 <i>Crowdfunding</i>	20
1.2.2.4 <i>Acceleratori e incubatori d'impresa</i>	21
1.2.2.5 <i>Business Angels</i>	23
1.2.2.6 <i>Venture Capital e Private Equity</i>	24
1.2.3) <i>Il ruolo delle banche nel finanziamento delle startup</i>	26
1.3 I NUMERI DELLE STARTUP	26
1.3.1) <i>Il ruolo delle startup e delle PMI innovative nell'economia italiana</i>	27
1.3.2) <i>Le startup nel resto del mondo</i>	28
CAPITOLO 2 : LA VALUTAZIONE AZIENDALE.....	30
2.1 INTRODUZIONE ALLA MATERIA.....	30
2.1.1) <i>Il valore dell'impresa</i>	30
2.1.2) <i>Il concetto di valutazione aziendale</i>	31
2.1.3) <i>Differenze teoriche tra la valutazione di società quotate e non quotate</i>	33
2.2 METODI FINANZIARI DI VALUTAZIONE AZIENDALE.....	33
2.1.1) <i>I fondamenti teorici dei metodi finanziari</i>	33
2.2.2) <i>Discounted Cash Flow (DCF)</i>	36
2.2.2.1 <i>I flussi di cassa attesi</i>	37
2.2.2.2 <i>Il tasso di sconto (o costo del capitale)</i>	37

2.2.2.3. Il valore residuo	38
2.2.2.4 Il valore dell'azienda	39
2.2.2.5 Problematiche e limiti del DCF	39
2.2.3) <i>Adjusted Present Value (APV)</i>	40
2.2.4) <i>Economic Value Added</i>	41
2.2.5) <i>Net Income Method</i>	43
2.3 EQUITY METHODS	45
2.3.1) <i>Simple equity method</i>	45
2.3.2) <i>Complex equity method</i>	46
2.3.3) <i>Metodo misto</i>	46
2.4 METODO DI MERCATO	47
2.4.1) <i>Metodo dei multipli di borsa</i>	47
2.4.1.1 Multipli equity-side	49
2.4.1.2 Multipli asset-side	49
2.4.2) <i>Metodo delle transazioni comparabili</i>	50
2.5 LIMITI DELLE METODOLOGIE TRADIZIONALI DI VALUTAZIONE AZIENDALE	51
CAPITOLO 3 : LA VALUTAZIONE DELLE STARTUP.....	53
3.1 INTRODUZIONE ALLA MATERIA.....	53
3.1.1) <i>Un modo diverso di valutare l'impresa</i>	53
3.1.2) <i>Cosa viene osservato nella valutazione</i>	54
3.1.2.1 Il Team.....	56
3.1.2.2 Il prodotto	56
3.1.2.3 La scalabilità.....	57
3.1.2.4 Il settore di riferimento	57
3.2 I METODI TRADIZIONALI DI VALUTAZIONE AZIENDALE NEL CASO DELLE STARTUP.....	58
3.3 I METODI ALTERNATIVI DI VALUTAZIONE DELLE STARTUP.....	60
3.3.1) <i>Market comp valuation method</i>	61
3.3.2) <i>Metodo Berkus</i>	62
3.3.3) <i>Metodo step-up</i>	64
3.3.4) <i>Metodo Scorecard</i>	65
3.3.5) <i>Risk factor summation method</i>	66
3.3.6) <i>Metodo Venture Capital</i>	69
3.3.7) <i>First Chicago Method</i>	71

3.4 CONCLUSIONI SUI METODI DI VALUTAZIONE DELLE STARTUP	72
APPENDICE : IMPATTO DEL COVID-19 SULLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE	73
CAPITOLO 4 : CASO STUDIO LA STARTUP TALKABOUT.....	74
4.1 INTRODUZIONE AL CASO STUDIO.....	74
4.2 TALKABOUT STARTUP	75
4.2.1) <i>Che cos'è TalkAbout?</i>	75
4.2.2) <i>Il Team</i>	76
4.2.3) <i>Business Model</i>	78
4.2.3.1 <i>Strategia</i>	78
4.2.3.2 <i>Risorse</i>	78
4.2.4) <i>Ecosistema sociale e competitivo</i>	80
4.3 LA VALUTAZIONE DI TALKABOUT	81
4.3.1) <i>Berkus Method</i>	81
4.3.2) <i>Scorecard Method</i>	83
4.3.3) <i>Step up method</i>	85
4.3.4) <i>Risk factor summation method</i>	86
4.3.5) <i>Venture Capital Method</i>	88
4.3.6) <i>First Chicago Method</i>	90
4.3.7) <i>Valutazione finale</i>	90
4.4 CONCLUSIONI SUL CASO STUDIO	91
CONCLUSIONE.....	93
BIBLIOGRAFIA	95
SITOGRAFIA.....	96

INTRODUZIONE

Il presente elaborato ha come oggetto cardine la valutazione delle startup, e come essa differisce dalla tradizionale procedura di valutazione aziendale, sapendo che questo processo varia a seconda di una molteplicità di fattori: dal tipo di organizzazione, quindi se pubblica o privata; dalle dimensioni di essa, se si tratta quindi di grande impresa o se si tratta di una PMI; dal momento in cui la valutazione viene effettuata, se in fase di *IPO*, in fase di operazioni di *M&A*, o se in uno stadio di *pre-revenue*.

L'obiettivo è quindi quello di fare una panoramica su quelle che vengono chiamate startup, cercando di capire che tipo di imprese sono, come funzionano, come si muovono, e quali sono i loro *driver* di successo, e successivamente capire come possa essere definito il loro valore intrinseco, il loro potenziale nascosto.

Il primo capitolo verterà proprio sull'analisi di quello che è il mondo delle startup, delle caratteristiche di questa tipologia di organizzazione, nonché dei vantaggi e agevolazioni di cui essa può vantare. Sarà inoltre analizzata l'importanza di queste all'interno dell'economia italiana, con un successivo raffronto con il panorama estero.

Nel secondo capitolo verrà esplicitata quella che è la procedura tradizionale di valutazione aziendale: saranno esposti i metodi maggiormente utilizzati nella pratica professionale, cercando di vedere se applicabili al mondo delle startup.

Il terzo capitolo si incentrerà esclusivamente sul processo di analisi del valore delle startup. Proprio facendo seguito ai limiti riscontrati nell'analisi dei metodi tradizionali di valutazione aziendale effettuata nel capitolo precedente, saranno mostrate delle strade alternative, le quali possono tranquillamente essere applicate ai fini di determinare il valore intrinseco di una startup. Nel confronto con le metodologie tradizionali, saranno tratte le somme su quali siano effettivamente più efficaci in ambito startup.

L'elaborato si chiuderà con un caso studio sulla startup TalkAbout, alla cui fondazione ha partecipato anche l'autore. Il caso studio sarà pertanto oggetto d'analisi valutativa secondo i metodi evidenziati, in modo da fornire al lettore un esempio pratico sull'argomento.

Seguiranno poi le conclusioni finali, in cui verranno esposte le criticità delle metodologie tradizionali, nonché delle metodologie alternative.

CAPITOLO 1 : IL PANORAMA DELLE STARTUP E DELLE PMI

1.1 DEFINIZIONI

1.1.1) Che cos'è una startup?

Il termine “startup” si traduce letteralmente con “partire, mettersi in moto, accendere” (Treccani). Non a caso la fase di startup rappresenta il momento di avvio di una nuova attività, o lo stato iniziale di una nuova impresa. Ogni organizzazione passa per il cosiddetto “stadio imprenditoriale”, ovvero la prima fase del ciclo di vita organizzativo in cui l'azienda è di piccole dimensioni, costituita da una struttura informale e non burocratica, caratterizzata dalla presenza di pochi regolamenti e un'elevata libertà di movimento da parte dei dipendenti, la cui quantità è minima; in questo stadio, il destino dell'impresa dipende da un'unica o da pochissime persone, ovvero i fondatori, e l'obiettivo fondamentale risulta essere la sopravvivenza, affiancata al continuo sviluppo del singolo prodotto o servizio da essa proposto (Daft, 2021).

Con il passare del tempo, al significato letterale dell'espressione “startup” si è aggiunta un'ulteriore connotazione: con tale terminologia si è andato ad indicare una vera e propria tipologia di impresa. Un'impresa “è un sistema costituito da un insieme di risorse e di attori legati tra loro da relazioni orientate alla realizzazione di attività e collegato, attraverso altre relazioni, a vari soggetti esterni. Il sistema impresa non è una somma statica di risorse e attività, ma una loro combinazione che si viene formando nel tempo e in uno specifico ambiente” (Matteo Caroli, “Economia e gestione delle imprese”, 2017, p.1). Le startup, intese come “impresa” e non più come “fase”, rientrano appieno in questa definizione. In effetti, esse possiedono risorse, sia tangibili che intangibili, le quali vengono organizzate e messe insieme dai soci fondatori per raggiungere gli obiettivi desiderati, producendo beni o servizi nella maniera più efficiente possibile facilitando così l'innovazione, tutto ciò interagendo attivamente con l'ambiente esterno, costituito non solo dai *competitors*, ma anche dai clienti, dai finanziatori, dagli investitori, così come dagli enti governativi e da un'ulteriore diversità di attori. Si rientra inoltre nella definizione di “organizzazione”, ovvero “entità sociali guidate da obiettivi, progettate

come sistemi di attività deliberatamente strutturati e coordinati che interagiscono con l'ambiente esterno" (Richard L. Daft, "Organizzazione Aziendale", 2021, p.14).

Esiste, però, una definizione di "startup"? Per rispondere a questa domanda bisognerebbe guardare due prospettive differenti: una prospettiva ideologica e una prospettiva legale. Partendo dalla prima prospettiva, sono state molte le definizioni utilizzate per il termine "startup". La rivista Forbes, ad esempio, in un articolo ha definito una startup come "*una giovane società fondata per sviluppare un prodotto e servizio unico, portarlo sul mercato e renderlo irresistibile e insostituibile per i consumatori*" (R. Baldrige, B. Curry, "*What is a startup?*", Forbes¹); Eric Ries, imprenditore e scrittore statunitense la descrive come un'istituzione umana concepita per offrire nuovi prodotti o servizi in condizioni di estrema incertezza (Ries, 2011). La definizione più precisa, tuttavia, la fornisce il celebre imprenditore e oratore americano Steve Blank: "*una startup è un'organizzazione temporanea in cerca di un business model replicabile e scalabile*" (definizione fornita in un'intervista all'evento "Startup Istanbul" del 2015²). Da essa si possono identificare quattro caratteristiche necessarie e fondamentali affinché una startup possa essere chiamata tale, e sono:

- La scalabilità: un'economia di scala è una situazione in cui un aumento di tutti gli input di un'organizzazione porta ad un aumento più che proporzionale del livello dell'output (Samuelson, 2010); in un'ottica più generica, si tratta dell'opportunità di crescere in modo esponenziale sfruttando e utilizzando un quantitativo di risorse ridotto, e sostenendo un ammontare di costi relativamente basso; prendiamo a titolo esemplificativo una startup, il cui business si basa su vendere online prodotti provenienti da terzi, ed ipotizziamo che il socio fondatore lavori da solo e che pubblicizzi l'attività esclusivamente tramite inserzioni su internet: i suoi costi fissi saranno considerevolmente bassi, tenendo conto della mancanza di collaboratori e quindi la non necessità di un ufficio di chissà quali dimensioni, mentre i suoi costi variabili saranno legati esclusivamente alla campagna di pubblicizzazione, la quale verrà gestita in maniera arbitraria dal venditore stesso; se il business prenderà il largo, i margini di guadagno risulterebbero esponenziali,

¹ <https://www.forbes.com/advisor/investing/what-is-a-startup/>

² <https://www.youtube.com/watch?v=YoTlnmvyYQ8>

in quanto i costi rimarranno sempre ad una cifra proporzionalmente inferiore rispetto ai ricavi

- La replicabilità, riferita al modello di business (logiche secondo cui un'organizzazione crea valore), il quale deve poter essere esportato all'estero in breve tempo senza la necessità di importanti modifiche; riprendendo l'esempio del venditore, il suo modello è perfettamente replicabile in qualsiasi altro Paese, salvo situazioni eccezionali legati a legislature particolari
- La temporaneità, in quanto, come spiegato ad inizio paragrafo la startup rappresenta soltanto il primo stadio del ciclo di vita di un'azienda; il venditore online potrebbe tranquillamente decidere di espandere la propria attività, assumere dipendenti, creare una struttura organizzativa sempre più corposa, affittare uffici ecc., e a quel punto non si tratterebbe più di una startup, bensì di una grande impresa
- L'innovazione intrinseca: questa caratteristica non è presente nella definizione di Blank, ma è di fondamentale importanza quando si parla di startup; una startup nasce con l'obiettivo primario di fornire un'innovazione, che sia di processo (o tecnologica), quindi legata al processo produttivo di un determinato output, o di prodotto, legata dunque alla creazione di un output completamente nuovo per il mercato

Tutto questo da un punto di vista prettamente ideologico. A livello legale, per quanto riguarda l'Italia, esiste dal 2012 una normativa volta a favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l'occupazione giovanile, tutto ciò proprio tramite il sostegno alle startup innovative. Si tratta del decreto "Sviluppo bis", corrispondente al decreto legge 179/2012 convertito in legge 17/12/2012 n.221, e rappresenta una disciplina ad hoc per le startup, in quanto vengono elencati ed esplicitati i requisiti e le caratteristiche che un'impresa deve possedere al fine di poter essere definita "startup innovativa".

1.1.2) Punti di forza e punti di debolezza delle startup

Il pensiero di avviare un proprio business riecheggia nella mente di molti. Questo è ciò che si evince dallo studio condotto da Microsoft chiamato "The Great Disruption is

Hybrid Work – Are We Ready?”³, il quale dimostra come, a livello globale, il 54% dei lavoratori della Generazione Z ed il 41% della forza lavoro mondiale potrebbero dare le dimissioni a favore dell’avviamento di una propria attività.

Ma perché tutto ciò? È cosa comune associare il concetto di startup all’idea di guadagno esponenziale. Non si tratta, tuttavia, di una supposizione completamente erronea, anzi, tutt’altro: come osservato precedentemente attraverso l’esempio del venditore online, una delle caratteristiche fondamentali di una startup è la scalabilità, quindi ricavi marginali crescenti e costi medi decrescenti, il che senza ombra di dubbio porta a profitti molto elevati. Occorre, però, fare le necessarie precisazioni. Il margine di guadagno a cui una startup può ambire non è immediato. Nel breve termine è quasi impossibile raggiungere obiettivi di questo tipo, in quanto si tratterebbe di una prospettiva quanto meno del medio termine (si parla di almeno due o tre anni): il venditore online non può aspettarsi di ottenere ricavi elevati nel giro di pochi mesi, ma dovrà essere paziente, considerando che raggiungere una copertura di clienti maggiore necessita del tempo. Inoltre questo guadagno non si è mai certi di raggiungerlo veramente. L’ecosistema delle startup è infatti altamente rischioso, e le possibilità di fallimento sono altissime. Secondo uno studio condotto dall’azienda statunitense National Business Capital⁴, ammonta al 90% il tasso di fallimento delle startup. Un’ulteriore analisi fornita da CB insights⁵ condotta su più di 110 startup, ha sottolineato come il 38% di esse falliscano per via della mancanza di capitale. Ciò accade in quanto nella maggior parte dei casi i costi di avviamento di molte startup risultano ingenti, e diventa vitale il reperimento di altrettante risorse finanziarie, che il più delle volte i soci fondatori non riescono ad ottenere, avendo un budget iniziale solitamente molto basso.

Fortunatamente, nell’ordinamento giuridico italiano sono presenti delle agevolazioni per le startup innovative, grazie all’approvazione del decreto “Sviluppo bis” menzionato in precedenza: si tratta di agevolazioni legate ad alleggerimenti burocratici e fiscali, ad una gestione societaria flessibile, all’accesso facilitato al credito bancario, ad incentivi fiscali all’investimento, e ad una procedura speciale di fallimento (c.d. *fail fast*). Andando più nello specifico, queste agevolazioni riguardano:

³ <https://www.microsoft.com/en-us/worklab/work-trend-index/hybrid-work>

⁴ <https://www.nationalbusinesscapital.com/blog/2019-small-business-failure-rate-startup-statistics-industry/>

⁵ <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>

- Costituzione e successive modifiche mediante modello standardizzato tipizzato con forma digitale⁶
- Abbattimento oneri per l'avvio d'impresa: esonero del pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria, nonché del pagamento annuale dovuto alla Camera di Commercio
- Disciplina del lavoro tagliata su misura: contratti a tempo determinato di durata tra i 6 (come soglia minima, rinnovabili più volte) e 36 (come soglia massima, rinnovabile per 12 mesi una sola volta) mesi, dopodiché solo tramite contratto a tempo indeterminato
- Piani di incentivazione in *equity*: la possibilità di remunerazione dei collaboratori tramite *stock option*, e dei fornitori esterni tramite *work for equity*
- Introduzione *crowdfunding*
- Accesso semplificato, gratuito e diretto al Fondo Centrale di Garanzia, un fondo governativo che facilita l'accesso al credito attraverso la concessione di garanzie sui prestiti bancari; la garanzia copre fino all'80% del credito erogato dalla banca alle startup e agli incubatori certificati, fino a un massimo di 2,5 milioni di euro, ed è concessa sulla base di criteri di accesso estremamente semplificati, con un'istruttoria che beneficia di un canale prioritario
- Sostegno ad hoc nel processo di internazionalizzazione delle startup da parte dell'Agenzia ICE; tale sostegno include assistenza in materia normativa, societaria, fiscale, immobiliare, contrattualistica e creditizia, l'ospitalità a titolo gratuito alle principali fiere e manifestazioni internazionali, e l'attività volta a favorire l'incontro delle startup innovative con investitori potenziali per le fasi di *early stage capital* e di capitale di espansione

Vi è una condizione fondamentale e un limite a queste agevolazioni: la condizione è che la società deve essere iscritta nell'apposita sezione speciale del Registro delle imprese riservata alle startup innovative; il limite invece riguarda l'estensione temporale di queste agevolazioni, le quali non possono durare per più di cinque anni dal momento della costituzione della società.

⁶ Questo non è più possibile per via dell'approvazione della sentenza n. 2643 del 29 marzo 2021, a causa della quale è stata dichiarata nulla la norma approvata nel 2016 in merito alla costituzione gratuita e in forma interamente digitale delle startup

Tutto ciò rappresenta un aiuto non indifferente da parte dello Stato, e grazie ad esso molte startup hanno la possibilità di superare con più facilità la turbolenta ed incerta fase di avvio. Tuttavia, i problemi legati a quest'ultima non si fermano soltanto alla sfera economica, ma anche quella fisica e mentale. Un proverbio tedesco dice “iniziare è facile, continuare è difficile”, e non esiste nulla di più veritiero legato al mondo dell'imprenditoria. Le startup nascono spesso da una semplice idea, attraverso il processo continuo di *brainstorming* che la nostra mente svolge nel corso di una giornata. Per mettere in pratica un'idea servono tuttavia molto tempo e molte energie. Una startup parte dalla mente di una sola persona, oppure da un piccolissimo gruppo, spesso molto motivato ma anche altrettanto inesperto, rischiando di trovarsi disarmato di fronte ad una battaglia continua contro stress e pressioni dovute al carico lavorativo enorme che un direttore d'azienda deve gestire. Facendo nuovamente riferimento allo studio condotto da *CB insights*, il 5% delle startup fallisce per via del *burning out*⁷ o per mancanza di passione verso la tipologia di progetto.

Conviene quindi intraprendere la strada delle startup? Si tratta di una domanda a cui è difficile rispondere e la risposta varia da persona a persona. Sicuramente è un cammino lungo, tortuoso e ricco di imprevisti, con la conseguenza che solo chi è pronto a rischiare può intraprendere.

1.1.3) Requisiti per diventare una startup

Come spiegato precedentemente, grazie al decreto legge 179/2012 convertito in legge 17/12/2012 n.221 nell'ordinamento giuridico italiano è presente una normativa ad hoc per le startup. Agli articoli che vanno dal 25 al 32 è presente la disciplina delle startup innovative, contenenti disposizioni indicative dei requisiti legali per questo tipo di imprese. Per essere definite tali, ogni società deve:

- Essere costituita da non più di 60 mesi dalla data di presentazione della domanda
- Avere sede principale dei propri affari e interessi in Italia
- A partire dal secondo anno di attività, avere il totale del valore della produzione annua non superiore a 5 milioni di euro
- Non distribuire utili e non averne distribuiti in precedenza

⁷ Termine inglese per indicare l'esaurimento delle energie fisiche e psicologiche di una persona.

- Avere un oggetto sociale esclusivo: produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico
- Non essere costituita da una fusione o scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo d'azienda
- Avere almeno uno di questi requisiti sottostanti
 - Spese di ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 15% del totale del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione. Dal computo per le spese in ricerca e sviluppo sono escluse le spese per l'acquisto e la locazione di beni immobili. Sono da annoverarsi le spese in ricerca e sviluppo relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del *business plan*, le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati, i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo, inclusi soci ed amministratori, le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso. Le spese risultano dall'ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa. In assenza di bilancio nel primo anno di vita, la loro effettuazione è assunta tramite dichiarazione sottoscritta dal legale rappresentante della startup innovativa.
 - Impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea che ha svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale
 - È titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero sia titolare dei diritti relativi ad un programma di elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per

elaborare, purché tali private siano direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa

1.1.4) PMI e PMI innovative

Talvolta, è capitato che le startup vengano erroneamente indicate come “PMI⁸ innovative”. Nonostante questi due tipi di società siano molto simili tra loro, una normativa ha fornito dei requisiti anche per queste ultime: si tratta dell'*Investment Compact*, approvato con il decreto legge del 24 gennaio 2015, n.3 (convertito in legge, con modificazioni, attraverso la Legge del 24 marzo 2015 n.33). Esso ha introdotto il concetto di PMI innovativa, distaccandole dalle startup ma affidando loro comunque parte delle agevolazioni spettanti a quest'ultime. Mostra inoltre come le due tipologie di impresa differiscano per: data di costituzione, oggetto sociale, ordine di dimensione, e requisiti di innovatività.

Prima di essere innovativa, però, l'impresa deve innanzitutto essere una PMI. Secondo l'articolo 2083 del codice civile, si definisce piccola impresa un'impresa agricola, un'impresa d'artigianato, piccoli commercianti, e coloro che esercitano un'attività professionale organizzata prevalentemente con il lavoro proprio e dei componenti della propria famiglia. Vi è quindi una netta differenza con una startup, considerando sia il fatto che una PMI non è per forza temporanea, e non possiede un *business model* che sia scalabile o replicabile, sia che non ha come obiettivo cardine l'innovazione, bensì la produzione e la commercializzazione di beni e servizi.

Una PMI, per essere tale, deve inoltre rispettare i parametri esposti nella Raccomandazione n.361 della Commissione Europea del 6 maggio 2003. Partendo dal fatto che la normativa, all'articolo 1, considera impresa “*ogni entità, a prescindere dalla forma giuridica rivestita, che eserciti un'attività economica [...]*”, essa distingue tre categorie di imprese: la micro, la piccola, e la media impresa:

- Micro impresa: ha meno di dieci occupati e ha un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro
- Piccola impresa: ha meno di 50 occupati e ha un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro

⁸ Acronimo di “Piccole-Medie Imprese”

- Media impresa: ha meno di 250 occupati e ha un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro

Una volta rispettati questi requisiti, e quindi essere a tutti gli effetti una PMI, essa può richiedere la classificazione come “PMI innovativa”. Il contenuto innovativo (c.d. requisiti di innovatività) dell’impresa è identificato con il possesso di almeno due dei seguenti requisiti:

- Volume di spesa in ricerca e sviluppo pari ad almeno il 3% del maggiore tra fatturato e costo della produzione
- Impiego di personale altamente qualificato: un numero pari ad almeno un quinto della forza lavoro complessiva di dottorandi o ricercatori, oppure in alternativa una quota di almeno un terzo del personale in possesso di laurea magistrale
- L’essere titolare, depositaria o licenziataria di almeno un brevetto o titolare di un software registrato

Oltre a ciò, ai sensi del DL 3/2015 art. 4⁹, una PMI innovativa deve essere una società di capitali costituita in forma cooperativa, che rispetti i seguenti requisiti oggettivi:

- Residenza o sede produttiva in Italia
- Certificazione dell’ultimo bilancio e dell’eventuale bilancio consolidato
- Non è quotata in un mercato regolamentato
- Non è iscritta come startup innovativa

Si può notare come sia poca la differenza legale tra una startup innovativa e una PMI innovativa. Tuttavia esse differiscono per:

- Data di costituzione: la startup non deve essere costituita da più di cinque anni, mentre non vi è nessun limite per le PMI innovative
- L’oggetto sociale: mentre per la startup vi è l’esclusività dello sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti e servizi innovativi, per le PMI innovative non vi è alcuna restrizione
- L’ordine di dimensione: il fatturato annuo delle startup non può eccedere i 5 milioni di euro, mentre le PMI innovative devono limitarsi a rispettare i requisiti delle PMI semplici (quindi un fatturato annuo massimo di 50 milioni di euro)

⁹ Si tratta dell’*Investment Compact* menzionato in precedenza

- Requisiti di innovatività, elencati in precedenza: mentre le startup devono presentare soltanto uno dei tre requisiti, la PMI innovativa ne deve presentare due

Per quanto riguarda le agevolazioni di cui una PMI innovativa può godere, ai sensi del DL 3/2015, vi sono ad esempio:

- Incentivi fiscali all'investimento nel capitale di PMI innovative
- Accesso gratuito e semplificato al Fondo di Garanzia per le PMI
- Esonero da imposte di bollo per gli atti depositati presso la Camera di Commercio
- Raccolta di capitale tramite *crowdfunding*
- Deroghe dalla disciplina societaria ordinaria
- Proroga del termine per la copertura delle perdite
- Remunerazione attraverso strumenti di partecipazione al capitale

Come accennato in precedenza, l'ordinamento non prevede alcun limite temporale per richiedere l'accesso alla sezione speciale delle PMI innovative. Ciò è concesso anche alle startup, senza soluzione di continuità, dando loro la possibilità di continuare a godere dei benefici previsti per entrambe le tipologie di imprese.

1.2 REPERIMENTO DEL CAPITALE

È stato assodato che la startup sia a tutti gli effetti un'impresa vera e propria, ed essendo tale necessita di risorse che la tengano in vita e che permettano ad essa di sviluppare la propria offerta di prodotto o servizio.

Le organizzazioni tentano di ottenere il controllo delle risorse finanziarie che l'ambiente esterno offre, in modo tale da minimizzare la loro dipendenza da altre organizzazioni. *“L'ambiente costituisce la fonte delle scarse risorse finanziarie che sono essenziali per la sopravvivenza dell'organizzazione”* (Richard L. Daft, *“Organizzazione aziendale”*, 2021, p 162): questa attività di continua ricerca prende il nome di *“prospettiva della dipendenza dalle risorse finanziarie”*. Essa indica come le organizzazioni dipendano dall'ambiente, ma cercano di ottenere il controllo sulle risorse per rendere minima questa dipendenza, che potrebbe essere causa di vulnerabilità. Nel momento in cui un'organizzazione controlla le risorse finanziarie, le altre diventano più vulnerabili, in quanto dipenderanno da essa. Un modo per ridurre questa vulnerabilità è attraverso lo

sviluppo di collegamenti con altre aziende, cercando di mantenere comunque una certa indipendenza. Queste relazioni inter-organizzative rappresentano quindi un *trade-off* tra risorse e autonomia (Daft, 2021).

1.2.1) Il ciclo di finanziamento di una startup

Uno dei primi step che un giovane imprenditore deve effettuare è quello relativo al calcolo del fabbisogno finanziario della propria impresa. Lo si fa attraverso la stesura di un *Financial Plan*, ovverosia un documento contenente tutte le informazioni relative ai costi che l'azienda dovrà sostenere, e i ricavi potenziali che potrebbero maturare nel corso dell'attività.

Una volta individuato quello che è il fabbisogno finanziario della startup, è necessario porre l'attenzione sulla struttura del suo finanziamento. Si tratta di un processo, e in quanto tale non si ferma soltanto ad una singola fase, ma è un qualcosa che risulterà necessario in vari momenti del ciclo di vita aziendale. Il processo di finanziamento è quindi riconducibile a quattro stadi: *pre-seed*, *seed*, *early stage*, *later stage*, rappresentati in figura 1.1. In funzione di essi, esiste un particolare fabbisogno finanziario e una determinata categoria di potenziali finanziatori, i quali intervengono con forme e tempistiche differenti (Zilli, 2017).

Bisogna considerare che il reperimento di risorse finanziarie da parte di una startup risulta essere una missione tutt'altro che semplice. Si tratta di una tipologia di impresa di recente costituzione, caratterizzate da un elevato potenziale di crescita, e che solitamente assorbono molta liquidità nel primo periodo di vita, per supportare lo sviluppo, a fronte di *asset* minimi collateralizzabili. Ciò risulta essere poco attrattivo per i tradizionali intermediari bancari, in quanto le garanzie poste in loro favore non sono un granché. Ecco perché vengono solitamente sostituiti da un'altra tipologia di intermediari finanziari, i quali sono più specializzati: si tratta dei fondi di *Venture Capital* e di *Private Equity*, che diversificano il loro portafoglio basando le loro strategie su un'*exit* pluriennale con sostanziali aumenti di valore attesi dagli investimenti che sopravvivono a una selezione darwiniana (Moro-Visconti, 2021).



Figura 1.1, elaborazione dell'autore, 2022

- *Fase 1: Pre-seed:* Si tratta dello stadio embrionale della startup, ovverosia il periodo in cui il prodotto è ancora inesistente, e la struttura organizzativa è ancora lontana dall'essere formale. In questa fase l'azienda ha un disperato bisogno di reperire risorse finanziarie, perlopiù liquide, per supportare lo sviluppo e la creazione del prodotto vero e proprio. In questa parte del ciclo di vita, gli investitori finanzierebbero di fatto una mera intuizione, che potrebbe rivelarsi ad alto potenziale innovativo. Di conseguenza il livello di rischio è molto elevato, e con ciò l'apporto di capitale sarà esiguo (Zilli, 2017). Chi investirà quindi nella società? In questa fase, l'idea viene supportata dai cosiddetti FFF, ovverosia “*Fools, Family and Friends*”.
- *Fase 2: Seed:* In questo stadio l'azienda è costituita, così come il suo management; i brevetti sono stati depositati e il prototipo ha superato il processo di sperimentazione. È dunque il momento dell'avvio dell'attività produttiva. Tuttavia non si hanno ancora grandi riscontri per ciò che riguarda la validità del prodotto, di conseguenza il grado di incertezza e il rischio di investimento risultano ancora elevati. Ciò comporta che i capitali investiti saranno ancora contenuti, e l'utilizzo di essi riguarderà perlopiù i costi di ricerca e sviluppo e il personale (Zilli, 2017). Gli attori d'investimento per questa fase sono perlopiù *business angels* e incubatori.
- *Fase 3: Early stage:* La produzione è avviata e si iniziano ad ottenere i primi clienti, e con loro arrivano anche i primi ricavi; in ragione di ciò risulta più agevole e più realistica la valutazione dell'azienda, con la conseguenza che il livello di incertezza risulta più basso, e l'apporto di capitale di rischio di un investitore può essere anche elevato. Non a caso in questa fase gli attori di investimento sono i Venture Capital.

- *Fase 4: Later stage*: Trascorsi i primi tre anni di vita, la startup si inoltra in quella che è la sua maturità; i volumi di produzione iniziano ad essere elevati, i clienti si fidelizzano, e l'organizzazione diventa sempre più formale e burocratica. In questo stadio il fabbisogno finanziario risulta essere elevato, ma può facilmente essere coperto dai ricavi: ciò porta l'azienda ad essere appetibile anche per investitori istituzionali come le banche, in quanto il rischio di investimento e il livello di incertezza sono molto più bassi rispetto alle fasi iniziali.

Al termine di queste fasi, solitamente la startup compie quella che viene chiamata *exit*: l'impresa o viene acquisita da imprese di dimensioni maggiori, o viene effettuata un'operazione di *IPO*, con conseguente quotazione sul mercato borsistico, terminando quindi a tutti gli effetti lo *status* di startup.

1.2.2) Gli attori e le metodologie del finanziamento

Con riguardo alle opzioni di finanziamento a cui una startup può ambire, si possono individuare due tipologie: finanziamenti *equity-based*, e finanziamenti *non-equity based*. I primi riguardano il caso dell'investimento, ovverosia lo scambio che avviene tra società, che cede quote di partecipazioni, e investitore, che emette denaro. I secondi invece riguardano il caso del prestito, come può essere un mutuo bancario; il debitore otterrà una somma di denaro che dovrà poi restituire al creditore in aggiunta degli interessi maturati durante il periodo di utilizzo di quel capitale.

1.2.2.1 Bootstrapping & FFF (Fools, Friends and Family)

Come detto in precedenza, la startup nasce da un'idea. Per far sì che questa idea diventi concreta e prenda vita, i soci fondatori si affidano ai contatti più stretti per il reperimento della liquidità necessaria. Con il termine *bootstrapping* si intende proprio la volontà da parte dell'imprenditore e del proprio team di avviare l'impresa attraverso mezzi propri, senza l'apporto di capitale esterno (Zilli, 2017).

Assieme ai mezzi propri si può ricorrere al supporto delle persone più vicine ai soci fondatori, come amici e familiari e i cosiddetti "folli". I primi due punteranno su di te, non sul tuo progetto, mentre gli ultimi sono rappresentati da coloro che investono nel progetto, senza però comprendere effettivamente il grado di rischio che esso porta con sé: può trattarsi anche di investitori istituzionali o di *Business Angels*.

Solitamente da queste due tipologie di finanziamento si ricavano dai 10 ai 50 mila euro, i quali saranno indirizzati perlopiù verso lo sviluppo del prodotto o servizio offerto. Un vantaggio di questa tipologia è sicuramente l'atteggiamento meticoloso che l'imprenditore terrà nell'allocazione del denaro, in quanto essendo una quantità limitata è necessario utilizzarla nella maniera più efficiente possibile, a seguito di numerose valutazioni delle varie possibilità di scelta.

1.2.2.2 Finanziamenti pubblici

Si tratta di un tipo di incentivi previsti dall'ordinamento giuridico volti a favorire la nuova imprenditorialità, come ad esempio lo strumento agevolativo *Smart&Start* istituito dal Ministero dello Sviluppo Economico nel settembre 2014. Questi finanziamenti possono essere suddivisi in due categorie: finanziamenti a fondo perduto, per i quali non è richiesto il rimborso del capitale a scadenza, e finanziamenti a tasso agevolato, ovverosia con un tasso di interesse quasi nullo.

Esistono inoltre dei fondi predisposti dalla Comunità Europea, come i fondi comunitari a gestione diretta e i fondi comunitari a gestione indiretta. Per quanto riguarda i primi, vengono erogati direttamente dalla Commissione Europea, la quale assegna delle linee guida specifiche; riguardano esclusivamente settori strategici, come la ricerca e l'innovazione (Zilli, 2017). Si tratta di un fondo che mira ad un panorama transnazionale che coinvolga almeno tre Stati Membri, di conseguenza le imprese che beneficeranno di questo tipo di finanziamento dovranno avere già un'attività in fase avanzata. I fondi comunitari a gestione indiretta, detti anche strutturali, invece, sono molto più agevoli e interessanti per le startup, in quanto focalizzati sullo sviluppo economico e sociale, favorendo la competitività e l'inserimento lavorativo (Zilli, 2017).

Il punto di forza fondamentale dei finanziamenti pubblici riguarda perlopiù il costo di essi, sicuramente molto più agevole e favorevole per le imprese rispetto ad un classico finanziamento bancario. Talvolta può capitare però che essi non siano immediati, e necessitino di una fitta documentazione e l'aiuto di un consulente esterno molto esperto.

1.2.2.3 Crowdfunding

Con questo termine si intende letteralmente “finanziamento dalla folla”. Questa tipologia di raccolta fondi riguarda infatti il reperimento di risorse da un pubblico vasto: si hanno dunque due attori, l’impresa e il piccolo investitore.

Il finanziamento avviene attraverso l’intermediazione di una piattaforma, spesso online, dalla quale un soggetto può decidere di versare un contributo a favore di un progetto. Quest’ultimo è spesso presentato sulla piattaforma tramite video tutorial o *mock-up* (una sorta di presentazione interattiva in cui vengono mostrate le funzioni basilari dell’applicazione o del progetto in generale), il quale dovrà essere esaustivo ma allo stesso tempo intuitivo e accattivante. Risulta inoltre di vitale importanza anche ciò che l’impresa rappresenta: per far sì che una campagna di *crowdfunding* abbia successo, occorre inquadrare la *mission* aziendale, gli obiettivi operativi, la strategia, e il messaggio, in modo tale da poter raggiungere una maggiore platea possibile.

Al giorno d’oggi esistono svariate piattaforme che permettono questo tipo di finanziamento: tra le più famose abbiamo Kickstarter, la più famosa, con circa 6,4 miliardi di dollari raccolti, Crowdfundme con circa 70 milioni di dollari raccolti, oppure Indiegogo, che ha raccolto più di 1 miliardo di dollari. Per poter accedere ad esse, solitamente le startup candidano il loro progetto, il quale verrà esaminato e, se ha potenziale, viene inserito nel portale; viene poi definito un *floor* minimo di capitale da raggiungere e le tempistiche con cui l’impresa spera di ottenere tale somma. Il denaro viene consegnato alla startup solo se questi ultimi requisiti vengono soddisfatti, altrimenti il capitale viene restituito.

Le modalità di *crowdfunding* possono essere riassunte in quattro tipologie differenti:

- *Donation based*: non viene conferito al sostenitore alcun tipo di retribuzione, ed è solitamente rivolto ad organizzazioni no-profit
- *Reward based*: al sostenitore viene assegnato una sorta di premio, corrispondente solitamente a dei gadget aziendali come portachiavi, magliette, o anche inviti a partecipazioni, buoni sconto ecc.; è solitamente indirizzato ad imprese aventi come scopo progetti culturali o artistici
- *Lending based*: viene solitamente effettuato a fini speculativi, in quanto ci si aspetta la restituzione del capitale in aggiunta agli interessi; è una sorta di micro-finanziamento per le società richiedenti, in quanto il capitale viene versato alla

piattaforma, e non direttamente all'impresa: in questo modo i portali di *crowdfunding* otterranno una remunerazione sotto forma di interesse; questo tipo di finanziamento viene solitamente effettuato da PMI in cerca di liquidità per l'acquisto di macchinari da produzione

- *Equity based*: la raccolta fondi è fatta con il fine di condividere il rischio tra l'impresa e il piccolo investitore, infatti a seguito del versamento di capitale viene corrisposta una piccola quota della società, in modo tale da poter beneficiare della futura espansione; questa forma raccolta fondi è tipica delle startup, ed è inoltre approvata dall'ordinamento italiano con il DL 179/2012

Il *crowdfunding* risulta essere utile come metodo di reperimento di risorse finanziarie per una qualsiasi impresa, ma lo è soprattutto per le startup. Questo perché è un'alternativa molto valida ai classici investitori, come *Venture Capital* o *Private Equity*, e risulta inoltre essere un processo molto semplice e veloce, facendo quindi risparmiare tempo ed energie. Tuttavia non sempre le campagne hanno successo, con la conseguenza che non si è mai certi di ottenere la somma desiderata, con il rischio di rallentare lo sviluppo dell'impresa. Risulta utile quindi effettuare una campagna di *crowdfunding* non in fase di avvio, quindi *pre-seed*, ma almeno in uno stadio in cui l'impresa è già partita; può tuttavia essere effettuato più di una volta, e in qualsiasi fase la startup si trovi (Moro Visconti, 2021).

1.2.2.4 Acceleratori e incubatori d'impresa

“Acceleratori e incubatori d'impresa sono programmi che aiutano gli imprenditori nei loro progetti di startup sotto varie forme come l'orientamento, il mentoring, gli strumenti, gli spazi, fino al finanziamento economico e il contatto con investitori che possano sostenerne lo sviluppo finanziario” (S. Zilli, “L'idea nel cassetto”, 2017, p 78). Si tratta quindi di sistemi che accompagnano le startup nella loro fase d'avvio e sviluppo, attraverso servizi che permettono ai fondatori di tirare fuori il massimo del potenziale dalla propria impresa.

Gli incubatori di impresa sono delle organizzazioni specializzate nel supportare e rendere sistematico il processo di realizzazione e creazione di nuove imprese, tramite la fornitura di benefits utili a supportare il business nel corso della fase di avvio. Solitamente, quindi, si interessano a progetti nella fase embrionale. In poche parole si tratta di un luogo protetto dove gli imprenditori possono sviluppare le proprie idee senza interferenze,

sfruttando servizi come spazi fisici e uffici, servizi di consulenza e formazione, accesso a finanziamenti e opportunità di ampliamento del *network* (Daft, 2021).

L'acceleratore d'impresa, invece, si discosta leggermente dal sistema mostrato pocanzi, in quanto interviene solitamente quando la startup è già avviata, anche se da poco, con l'obiettivo di accelerarne lo sviluppo in un breve lasso di tempo e poter beneficiare della sua crescita ad alto potenziale. L'acceleratore rappresenta una tipologia di supporto attraverso l'erogazione di servizi finalizzati esclusivamente alla crescita aziendale. Tra essi si ha: la risoluzione di difficoltà organizzative, operative e strategiche, così come le attività di *mentoring*, di consulenza, e di contatti all'interno del settore di riferimento (Zilli, 2017).

Il programma di selezione ai processi di incubazione ed accelerazione avviene solitamente tramite analisi specifiche di alcuni aspetti della startup. Essi riguardano il team, la validità dell'idea, la fattibilità del prodotto o servizio, e le potenzialità di inserimento nel mercato target. Solitamente incubatori ed acceleratori puntano ad inserirsi in mercati non del tutto esplorati, i c.d. "oceani blu", ovvero un mercato nuovo e privo di concorrenza spietata, che differiscono dagli "oceani rossi", mercati caratterizzati da una fitta concorrenza (Mouborgne, Chan Kim, 2005).

Il programma di incubazione ha una durata che varia dai tre ai dodici mesi, nel corso dei quali i progetti selezionati ricevono aiuti e fondi necessari alla copertura delle spese correnti. Nella fase conclusiva del programma, solitamente i team delle varie startup hanno la possibilità di presentare il proprio progetto di fronte ad una platea di investitori. Ovviamente gli imprenditori non possono permettersi di scegliere il primo incubatore o acceleratore che capita, ma risulta necessario effettuare un'attenta analisi e selezione sulla base de (Zilli, 2017):

- Il capitale offerto e termini e condizioni dell'offerta
- La grandezza e la qualità del *network*
- La reputazione del programma
- La qualità dei *mentor* e dei consulenti
- La focalizzazione del programma, ovvero verso quale tipologia di mercato e settore è indirizzato il programma di incubazione e accelerazione

I programmi di incubazione rappresentano quindi un grandissimo aiuto per le startup, in quanto sostengono gli sforzi iniziali e allo stesso tempo offrono benefici intangibili, come

competenza, inserimento in reti proficue, e soprattutto permettono all'impresa di aumentare la propria credibilità una volta terminato il programma.

1.2.2.5 *Business Angels*

I *Business Angels* vengono anche chiamati investitori informali in capitale di rischio, in quanto sono “*investitori informali con un significativo patrimonio personale, che acquistano azioni di piccole-medie imprese con un alto potenziale di crescita. I business angels favoriscono una relazione personale con l'imprenditore che finanziano e si occupano principalmente di startup o di sviluppo iniziale*” (R. Moro Visconti, “*Startup Valuation: From strategical business planning to digital networking*”, 2021, p 116).

Non si tratta quindi di investitori professionali, ma di altri imprenditori o manager dotati di un'elevata liquidità con l'intenzione di aiutare un'impresa prima di proporla a un *Venture Capital* o ad un altro investitore istituzionale. Solitamente gli investimenti si aggirano tra i 100mila e i 500mila euro ad operazione, ma sempre in cambio dell'ottenimento di quote di partecipazione alla società come corrispettivo, e il settore maggiormente interessato da questa tipologia di investitori è quello dell'*high-tech*.

Il *Business Angel* non interviene esclusivamente attraverso l'apporto di capitali, ma essendo portatore di interessi personali, possedendo quote, porterà *skill* manageriali, esperienza e *network*, in modo tale da agevolare l'impresa nel suo sviluppo e nella sua crescita. Agisce quindi da supervisore, conseguendo con i fondatori degli obiettivi comuni.

Tra i vantaggi che il finanziamento tramite *Business Angels* offre c'è sicuramente il fatto che i *founder* non debbano offrire alcuna garanzia reale all'investitore, ma semplicemente delle quote della società in cambio; inoltre questo tipo di collaborazione apre nuovi orizzonti per l'impresa, quali nuovi contatti, un *network* più ampio e l'acquisizione di nuove capacità manageriali che il finanziatore può offrire. Tuttavia trovare il profilo giusto risulta molto dispendioso a livello di tempo, e inoltre, offrendo una quantità eccessiva di percentuale di partecipazione, si rischia di perdere il controllo sulla propria società.

1.2.2.6 Venture Capital e Private Equity

Il *Venture Capital* (abbreviato in VC) è una tipologia di investitori che interviene nella fase di introduzione al mercato o nella prima fase di crescita; egli assume capitale di rischio in piccole aziende per massimizzare il numero di imprese che da qui a due o tre anni saranno ancora vive. Questo in quanto l'obiettivo cardine dei VC è l'*exit* dell'impresa, sperando sempre nella scoperta del prossimo "unicorno"¹⁰. Se si effettua un investimento di questo genere, molto spesso si prende la quota di controllo: lo si fa per monitorare sia il CdA che il manager, andando inoltre a fornire alcuni dipendenti o ulteriori manager che aiuteranno la crescita e lo sviluppo dell'azienda.

La richiesta per questo tipo di intervento avviene solitamente tramite la presentazione di un *Business Plan* ad una serie di investitori istituzionali da parte della startup in necessità di risorse. Ciò di cui l'imprenditore ha bisogno non è soltanto il capitale, ma necessita anche di capacità, conoscenze e competenze imprenditoriali nella definizione di una strategia di successo (Moro Visconti, 2021).

Si hanno quindi diverse tipologie di intervento da parte dei VC, che variano dal momento in cui vengono effettuate (in quale stadio di vita della startup) e dallo scopo del finanziamento:

- *Seed financing*: se si interviene nella fase di collaudo e validazione iniziale sul mercato del prodotto, il quale però non è ancora stato realizzato e deve essere sviluppato; le competenze che i manager devono avere non riguardano solo l'aspetto manageriale ma anche quello tecnico-scientifico; il rischio associato a questa tipologia di finanziamento è alto
- *R&D financing*: finanziamenti finalizzati allo sviluppo di un nuovo prodotto di una startup o di un'impresa già avviata
- *Startup financing*: erogazioni di capitale al fine della risoluzione di momentanee problematiche organizzative tipiche delle startup nelle fasi iniziali, come ad esempio la risoluzione di eventuali *bug* e malfunzionamenti all'interno dell'applicazione o della piattaforma
- *Bridge financing*: investimenti finalizzati all'accompagnamento della startup nella fase finale di *IPO* con conseguente quotazione sul mercato borsistico

¹⁰ Termine con cui comunemente si indica una startup dal potenziale di miliardi di euro

Nonostante le abbondanti ricerche sulla relazione tra investimenti in *Venture Capital* e performance delle startup, non ci sono reali evidenze sul contributo di questi ultimi alla performance e al valore di mercato delle aziende investite (Jeong, 2020). Inoltre dalla strategia di investimento il VC raramente ne esce con la quotazione in borsa dell'azienda, mentre più frequentemente vende prima le quote ad altri soggetti. Questi soggetti, spesso, corrispondono ai *Private Equity*.

Il *Private Equity* interviene alla fine della fase di sviluppo, nella fase della maturità e a volte anche nella fase di declino, e spesso accade che compri dal VC.

Il PE fa un investimento ibrido, sia con titoli di credito, come ad esempio le obbligazioni, per aziende diverse dalle startup, che di capitale proprio, sottoscrivendo un po' del capitale dell'azienda e prendendo una partecipazione azionaria. Si tratta di un investitore che lavora in modo diverso a seconda delle fasi in cui interviene: ad esempio per la fase di crescita può non prendere quote di controllo aziendali, e a quel punto accompagna l'azienda con l'obiettivo di aumentare il valore delle azioni; per la fase di declino, invece, l'intervento si può fare solo se la quota è di maggioranza, indirizzando quindi la strategia aziendale, effettuando operazioni di *turn-around*, portando l'azienda a una nuova fase di maturità, sostenendo però un esborso molto elevato, anche maggiore di quello del VC.

L'uscita del PE è sempre tramite vendita di azioni sul mercato al maggior numero possibile di investitori che ci sono.

I *Venture Capital* e i *Private Equity* rappresentano sicuramente un'ottima fonte di finanziamento: il capitale da essi investito è a lungo termine, attraverso il quale vengono gettate le basi per il futuro; si tratta inoltre di investitori dotati di competenze elevate per i settori sui quali decidono di investire, e possono aiutare i manager delle aziende sia riguardo il nucleo gestionale, sia riguardo il nucleo tecnico. Inoltre, le aziende, quando vanno a finire in questo segmento, hanno spesso un vantaggio legato al collocamento del capitale sul mercato, in quanto la reputazione del VC o del PE può influire molto; senza dimenticare la possibilità di accesso a mercati internazionali, così come l'opportunità di effettuare un'*IPO* con conseguente quotazione in borsa, o un'eventuale *exit*.

Tuttavia, è necessario chiarire quanto sia difficile e complesso ottenere l'approvazione, soprattutto per una startup, da parte di un investitore di questo genere. Sarà necessaria una folta documentazione, ricca di informazioni specifiche riguardo il mercato di

riferimento, il prodotto, le potenzialità di guadagno, ecc., e questo processo di verifica potrebbe rivelarsi molto lungo (Zilli, 2017).

1.2.3) Il ruolo delle banche nel finanziamento delle startup

Gli intermediari finanziari e gli investitori istituzionali coinvolti nelle startup sono spesso diversi da quelli che tradizionalmente assistono le imprese convenzionali. Questo a causa di una serie di fattori tra cui, in primo luogo, la giovane età di questa tipologia di imprese, le quali non hanno una storia, con la conseguente assenza di rating di performance precedenti, elemento cruciale in materia di credito.

Un'altra caratteristica distintiva delle startup è la natura e la composizione dei loro attivi, spesso costituiti da investimenti *high-tech*, i quali richiedono anni per generare ricavi e sono caratterizzati da un alto livello di rischio, con valore di garanzia molto modesto. Non è infatti sorprendente come gli intermediari bancari tradizionali siano alla larga da un mondo che non conoscono e che non è del tutto conforme alle loro caratteristiche. La capacità delle startup di ripagare i debiti emerge solo a medio termine, una volta superata la fase iniziale, c.d. *death valley*.

Gli investimenti in startup, che sono intrinsecamente rischiosi, non permettono al finanziatore che sottoscrive il debito standard di assumere un'opzione di partecipazione agli utili che è tipica sia degli azionisti (sottoscrittori diretti di capitale di rischio) sia dei sottoscrittori di quasi-equity (come obbligazioni convertibili o *cum warrant*). L'impatto sulla bancabilità è tipicamente significativo, al punto che solo intermediari specializzati come fondi di *venture capital* o *private equity* tendono ad assistere le startup, le quali soltanto dopo il consolidamento avranno la possibilità di accedere al credito tradizionale. I potenziali investitori esterni generalmente non vogliono essere i primi a strappare un assegno alla startup. Cercano precedenti investimenti finanziari da parte dei fondatori, amici e familiari, e membri esterni del consiglio di amministrazione come prova che gli imprenditori sono seri e legittimi. (Moro Visconti, 2021)

1.3 I NUMERI DELLE STARTUP

1.3.1) Il ruolo delle startup e delle PMI innovative nell'economia italiana

Il mondo delle startup e delle PMI innovative non è più così sconosciuto all'Italia rispetto al passato. È quello che dimostra il report del terzo trimestre del 2021 realizzato dal Ministero dello sviluppo economico assieme a Unioncamere e Infocamere¹¹. L'Italia, infatti, guarda all'innovazione con un occhio diverso, con nuovi approcci e nuove iniziative: lo dimostra l'accelerazione alla digitalizzazione tra gli italiani durante la pandemia.

Il report mette in luce numeri molto interessanti. Al 1 ottobre 2021 le startup iscritte al registro delle imprese sono 14.032, 540 (quindi +3,3%) in più rispetto al precedente. Esse vanno a formare il 3,6% di tutte le società di capitali di recente costituzione.

Il settore interessato maggiormente da queste tipologie di imprese è il digitale, il quale ospita il 75,2% delle startup innovative. Di esse, il 37,9% ha come oggetto la produzione di software e la consulenza informatica, il 14,2% svolge attività di ricerca e sviluppo, e l'8,6% attività di servizi d'informazione. Per quanto riguarda il settore manifatturiero, il numero di imprese è minore, ovvero il 16,4%, mentre soltanto il 3,1% occupa il settore del commercio.

Le startup innovative sono anche un'ottima risorsa per combattere una grandissima problematica d'attualità quale la disoccupazione giovanile: sono infatti 2.600 le startup innovative con personale prevalentemente under 35. Si tratta di un numero piuttosto interessante, in quanto supera di circa quattro punti percentuali le nuove aziende non innovative.

Lo Stato italiano, in tutto ciò, non è rimasto con le mani in mano. Le startup e le PMI innovative possono contare sul sostegno del Fondo di Garanzia per le PMI, il quale è stato molto significativo: dal 2013, esso ha autorizzato 11.788 operazioni di finanziamento, per un totale di circa due miliardi di euro, a favore di 6.074 startup. Le PMI innovative supportate dal Fondo invece sono state 1.263, per un totale di 4.539 finanziamenti, numero in aumento rispetto ai trimestri precedenti. Oltre a ciò, il ministro dello sviluppo economico Giancarlo Giorgetti ha definito un nuovo pacchetto di misure, con l'obiettivo di supportare gli investimenti in startup e PMI innovative con oltre 2,5 miliardi di euro. Lo scopo è uno: favorire lo sviluppo di un ecosistema di innovazione e accompagnare i

¹¹ https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Report_Infocamere_3_trimestre_2021.pdf

processi di transizione ecologica e digitale. Queste risorse sono state assegnate a CDP Venture Capital SGR, il maggiore fondo italiano di VC, il quale avrà il compito di attirare nuovi investitori sia a livello nazionale che internazionale, in modo da far crescere il mercato dei Venture Capital in Italia.

Lo Stato italiano ha anche a cuore la questione dell'imprenditoria femminile: sono state integrate infatti le risorse a sostegno di essa con 400 milioni, previsti dal PNRR (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza), con l'obiettivo di agevolare la partecipazione delle donne nel mondo delle imprese, sostenendo almeno 2.400 imprese femminili, aiutando nella realizzazione di progetti imprenditoriali attraverso attività di mentoring, assistenza tecnico-manageriale e misure per la conciliazione vita-lavoro.

1.3.2) Le startup nel resto del mondo

I numeri presentati nel paragrafo precedente mostrano come l'Italia stia cercando di dare un'accelerata al mondo della nuova imprenditorialità. Tuttavia, riducendo lo zoom dal nostro Paese e osservando ciò che accade nel resto del pianeta, si nota come la strada da fare sia ancora molta.

Partendo dal numero di startup innovative esistenti, secondo quanto riporta la piattaforma Dealroom¹², il Paese che ne ospita maggiormente risultano essere gli Stati Uniti, con circa 246 mila, mentre al secondo posto c'è l'India con 61 mila. In Europa, invece, al primo posto si trova la Francia con 22 mila startup innovative, e subito dopo la Germania con 20 mila. Numeri sicuramente più significativi rispetto a quelli relativi al nostro Paese, analizzati nel paragrafo precedente.

A livello di investimenti nel settore inoltre, sempre secondo Dealroom, nel nostro continente, nell'anno 2021, l'Italia si è posizionata dodicesima, con 1,3 miliardi di euro investiti. Al primo posto si trova la Germania, la quale ha investito più di 17 miliardi; la Francia occupa la seconda posizione, con circa 11 miliardi; la terza posizione se l'è sorprendentemente aggiudicata la Svezia, la quale ha effettuato investimenti nel settore per un ammontare di circa 7,6 miliardi. Seguono poi Spagna e Olanda con numeri non troppo inferiori, rispettivamente 7,1 miliardi e 6,2 miliardi, mentre la Svizzera, posizionata subito dopo, ne ha la metà.

¹² Dealroom è una piattaforma online che si occupa di statistiche, specialmente startup, e fornisce consulenza in termini di *market intelligence*. Il sito di riferimento è il seguente: <https://app.dealroom.co>

Altro dato interessante riguarda i cosiddetti unicorni. Si tratta di una startup dal successo grandissimo, che ha raggiunto la valutazione di 1 miliardo di dollari. All'interno del panorama europeo, la nazione con un numero maggiore di queste imprese eccezionali è il Regno Unito, patria di 116 unicorni. Segue la Germania con 57 e la Francia con 35; ancora una volta non molto lontana la Svizzera, con 30 unicorni. In questo ambito i numeri dell'Italia sono tutt'altro che vicini: infatti, il nostro Paese è riuscito a produrre soltanto 4 unicorni, tra cui la società di *e-commerce* Depop. Tutto ciò non ha nulla a che vedere con gli Stati Uniti, anni luce avanti rispetto a tutto il resto del mondo, in quanto risulta essere patria di circa il 50% degli unicorni presenti in tutto il globo.

Nonostante la grandezza delle startup statunitensi, quella con la valutazione più alta nel mondo risulta essere ANT Financial, valutata circa 150 miliardi di dollari, secondo le analisi effettuate dal sito internet Statista¹³: si tratta di un'azienda che opera nel mondo *Fintech*, e il suo fondatore non è altro che Jack Ma, creatore della multinazionale cinese privata Alibaba. La cosa che sorprende è che sia la seconda che la terza startup con la più alta valutazione sono cinesi, e corrispondono a Bytedance, società attiva nel settore informatico, con una valutazione di 75 miliardi di dollari, e Didi Chuxing, impresa operante nel settore dei trasporti, valutata 56 miliardi. Al quarto posto troviamo la prima startup statunitense, Stripe, fornitrice di un'infrastruttura software che consente a privati e aziende di inviare e ricevere pagamenti via internet, ed ha una valutazione di circa 36 miliardi; segue subito dopo, con una valutazione di 33 miliardi, Space X, la nuova creazione di Elon Musk, operante nel settore aerospaziale¹⁴.

Ma come vengono valutate le startup? Quali sono i parametri? I criteri variano rispetto ad una tipologia diversa di azienda? Si tratta di un argomento molto vasto e interessante, e sarà approfondito e commentato nei capitoli successivi.

¹³ Statista è un sito online che si occupa di statistiche: l'articolo di riferimento si trova al seguente link: <https://www.statista.com/statistics/407888/ranking-of-highest-valued-startup-companies-worldwide/>

¹⁴ Questi ultimi dati sono stati raccolti da Jewish Review, nota rivista statunitense. L'articolo di riferimento si trova al seguente link: <https://jewishreview.co.il/six-highest-valued-startups-in-the-world-one-is-israeli-10176/>

CAPITOLO 2 : LA VALUTAZIONE AZIENDALE

2.1 INTRODUZIONE ALLA MATERIA

2.1.1) Il valore dell'impresa

Come è stato ripetuto più volte nel capitolo precedente, l'impresa è un sistema complesso, caratterizzato da un'elevata numerosità di variabili che interagiscono tra loro, con l'obiettivo cardine della creazione del valore. Ma valore per chi? È necessario rammentare come il sistema impresa sia aperto, con la conseguenza che ha continuamente a che fare con l'ambiente esterno. Quest'ultimo è costituito dagli *stakeholder*, soggetti distinti dall'impresa, verso la quale però detengono degli interessi. I manager dell'impresa hanno quindi un compito molto importante: accontentare questi soggetti. Per fare ciò, è necessario che l'impresa venga guidata verso il meta-obiettivo di raggiungere e mantenere negli anni a venire le condizioni necessarie allo scopo di soddisfare le aspettative degli *stakeholder*. Affinché il meta-obiettivo possa essere centrato, devono sussistere determinate condizioni: l'acquisizione di un equilibrio economico, la creazione di valore per la comunità, l'arricchimento del patrimonio di risorse disponibili, e il rafforzamento delle capacità di utilizzazione delle risorse disponibili. Un perfetto connubio di esse porta all'evoluzione dell'impresa, e quindi alla creazione di valore (Caroli, 2017). Ciò è possibile in quanto la ricerca della creazione di valore porta all'allocazione di risorse scarse per un uso più produttivo: quanto più efficacemente tali risorse sono gestite e utilizzate, tanto più solido è lo sviluppo economico dell'azienda (Vulpiani, 2014).

Da un punto di vista più tecnico, il valore d'azienda nasce principalmente da due componenti: il patrimonio netto, ovverosia l'insieme dei mezzi produttivi e finanziari a disposizione per l'attività produttiva, e la capacità reddituale, intesa come l'attitudine di questi mezzi a generare reddito. Quest'attitudine è variabile in base all'azienda presa in questione, e dipende essenzialmente dalla qualità dei mezzi di produzione. La capacità reddituale, inoltre, risulta estremamente importante in quanto spiega, in presenza di aziende dello stesso settore, margini di redditività profondamente diversi (Pedriali, 1999).

Nell'ottica della valutazione aziendale, è di capitale importanza comprendere come il valore aziendale sia un concetto relativo: questo in quanto varia a seconda delle esigenze del soggetto che compie la valutazione (Pedriali, 1999). Prendiamo l'esempio di un'impresa che, per necessità, richiede un finanziamento ad una banca: per quest'ultima il valore sarà legato alla capacità reddituale dell'azienda, nonché alla capacità di ripagare il finanziamento erogato, assieme agli interessi; se invece consideriamo una società di *Venture Capital*, il suo obiettivo è il ritorno nell'investimento nel medio-lungo termine, di conseguenza ciò che risulta rilevante saranno le prospettive di crescita dell'azienda.

2.1.2) Il concetto di valutazione aziendale

Nella valutazione d'impresa, come accennato nel paragrafo precedente, è importante attribuire un valore a questa capacità reddituale dell'azienda, in assenza della quale altre prerogative, come ad esempio la qualità del prodotto offerto, varrebbero ben poco: il metro di giudizio deve essere, per forza di cose, il reddito prodotto (Pedriali, 1999).

Cosa si intende quindi per valutazione aziendale?

Il concetto di valutazione aziendale può essere inquadrato come *“il processo con cui viene quantificato il capitale economico aziendale o di una quota capitale, mediante la scelta e l'applicazione di metodi valutativi appropriati, nonché delle modalità di stima più idonee dei diversi parametri valutativi”* (E. Gonnella, *“Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazioni stand alone”*, 2008, p. 15).

Il valore del capitale economico non può essere definito con certezza oggettiva, ma può soltanto essere stimato; esso è, infatti, il frutto di ipotesi e valutazioni soggettive.

Tale valutazione deve sempre seguire una metodologia di stima del valore rigorosa, chiara ed esplicita: in assenza di risultati certi, la bontà della stima effettuata poggia sul rigore della metodologia impiegata.

Per concorde dottrina, i requisiti che un'attendibile metodologia di valutazione del capitale economico deve soddisfare (Guatri, Bini, 2007) sono:

- la razionalità: il metodo deve essere valido concettualmente, dotato di consistenza teorica, e verificabile nei risultati conseguiti;
- l'obiettività: il metodo deve essere concretamente applicabile, strutturato sulla base di dati affidabili, credibili e controllabili;

- la generalità: il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione. In tal senso, sovente si parla anche di “neutralità” ovvero di “equità” non intendendo con ciò la stima di un valore “equo” che media le posizioni delle differenti parti coinvolte;
- la stabilità: il metodo non deve considerare fatti contingenti o variazioni nelle prospettive di carattere soggettivo non connessi a consolidati mutamenti di scenario.

Come accennato più volte, l’obiettivo di un’impresa è creare valore, e cercare di massimizzarlo. In questo modo gli azionisti otterrebbero una maggiore remunerazione, e ci sarebbe anche un beneficio per tutti gli *stakeholder* (Vulpiani, 2014).

Un indicatore spesso utilizzato per misurare il ritorno economico di un’azienda verso i suoi azionisti è il ROE (*Return on Equity*), e si misura mettendo a rapporto l’utile netto d’esercizio con il valore del patrimonio netto. Questo indice da solo, tuttavia, non può essere l’unico indicatore di valore di un’azienda, in quanto influenzato da molti fattori, come ad esempio le distorsioni contabili (tra cui la scelta del metodo di registrazione delle rimanenze¹⁵). Inoltre, come misura della redditività dell’azienda, il ROE è sensibile ai cambiamenti nel mix di capitale proprio e debito utilizzato dall’azienda e nel tasso di interesse pagato sul debito. È quindi difficile capire qualora una variazione del ROE sia dovuta alle operazioni aziendali oppure se vi sia una ragione finanziaria.

Esistono altri indicatori di performance finanziaria simili al ROE, ma ognuno di essi non fornisce una vera e propria valutazione dell’impresa, bensì offre una fotografia dell’andamento dell’ultimo anno, non permettendo una chiara visione di quello che può essere il futuro dell’azienda. Motivo per cui, come si vedrà nel corso del capitolo, sono state create metodologie ad hoc al fine di permettere agli operatori, agli analisti, ai consulenti o ad altri soggetti simili di misurare quello che è il valore aziendale, considerando una prospettiva temporale molto più ampia di un semplice anno solare.

Non esistono, però, formule o regole univoche cui attenersi per effettuare valutazioni aziendali. Tuttavia, la dottrina e la prassi professionale hanno sviluppato diversi criteri e metodi, i quali differiscono tra loro per via dell’attenzione posta nei confronti di un

¹⁵ Secondo i principi contabili internazionali (IAS, IFRS), le rimanenze di magazzino possono essere registrate seguendo tre metodi distinti: il FIFO (First In, First Out), il LIFO (Last In, First Out), e il WAC (Weighted Average Cost). A seconda del metodo scelto, il valore a bilancio delle rimanenze sarà differente, influenzando quindi anche il reddito.

aspetto dell'azienda che si vuole valutare piuttosto che verso un altro. Essi, inoltre, seppure corretti sotto il profilo concettuale, presentano ciascuno problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti principalmente dalla corretta identificazione delle variabili prese in esame.

2.1.3) Differenze teoriche tra la valutazione di società quotate e non quotate

Nei processi di valutazione aziendale, occorre comprendere come vi siano sostanziali differenze tra le società soggette a tale procedura. È necessario infatti distinguere le società quotate, quindi pubbliche, da quelle non quotate, ovverosia imprese private e PMI. Generalmente, le imprese maggiormente interessate ai processi di valutazione sono le prime, per una semplice ragione legata al quantitativo di informazioni disponibili.

Le società quotate hanno innanzitutto degli obblighi di *disclosure*¹⁶, legati alla pubblicazione di informazioni relative a relazioni finanziarie annuali e periodali, come il bilancio d'esercizio, informazioni legate ai titoli emessi, o informazioni sulle partecipazioni.

Bisogna inoltre considerare come le imprese pubbliche debbano rispettare gli standard contabili internazionali di rendicontazione, ovverosia gli IAS/IFRS¹⁷. Di conseguenza, nel calcolo dei flussi di cassa disponibili ci si potrebbe trovare in una situazione in cui bisogna considerare voci e costi di cui nelle imprese private non si tiene conto (Damodoran, 2006).

2.2 METODI FINANZIARI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

2.1.1) I fondamenti teorici dei metodi finanziari

Il fondamento teorico razionale alla base del metodo finanziario è che il valore di un'impresa, ad una determinata data, può essere interpretato e rappresentato dai flussi di cassa che essa produrrà o potrebbe produrre nella sua vita futura, dovutamente attualizzati in modo tale da riflettere il tempo e il fattore rischio (Vulpiani, 2014).

¹⁶ Letteralmente il termine si traduce con rivelazione: si tratta infatti del processo di pubblicazione di informazioni che l'azienda è tenuta a mostrare secondo gli obblighi imposti dalla CONSOB, autorità amministrativa indipendente con compiti legati al controllo sull'organizzazione e il funzionamento del mercato borsistico italiano.

¹⁷ IAS: International Accounting System; IFRS: International Financial Reporting System

Da un punto di vista pratico, il metodo finanziario è espresso attraverso la formula del “Valore Attuale”, ovvero la attualizzazione dei flussi di cassa futuri prodotti dall’azienda. La formula è esplicitata come segue:

$$VA = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+r)^t}$$

Dove:

- F_t = flussi di cassa al tempo t
- r = tasso di attualizzazione che riflette il fattore tempo e il fattore rischio dei flussi stimati

È importante comprendere il valore del tasso r , in quanto in base ad esso il valore dei flussi può subire variazioni. Nell’identificare il valore del tasso, vi sono quindi tre criteri da considerare:

1. Liquidità o produttività del capitale, detta anche preferenza per il consumo: si tratta della componente reale; vi è un maggiore interesse da parte delle aziende per flussi di cassa immediati rispetto a flussi di cassa futuri; si hanno solitamente dei *benchmark* di mercato che consentono di capire quale sia il tasso di rendimento minimo da richiedere per la componente liquidità e per la componente produttività; per entrambe le componenti bisogna osservare quale sarebbe il costo del differimento del pagamento
2. Inflazione: essa rappresenta la componente nominale; l’inflazione varia il potere di acquisto di un determinato flusso di cassa; ciò che interessa ad un individuo o ad un’impresa è cosa si può comprare con un determinato quantitativo di euro (o qualsiasi altra valuta); in Italia per stimare l’inflazione si prendono i dati ISTAT, ed in base ad essi si va a formare il “premio”
3. Rischio di controparte: quando parliamo di un investimento stiamo parlando di un contratto, quindi tanto maggiore sarà la differenza tra la data di stipula e la data di esecuzione della prestazione tanto aumenterà l’incertezza della solvenza di una delle parti; il premio di rischio viene stipulato quando c’è un rischio di insolvenza della controparte e bisogna quindi dare un *mark-up* (o maggiorazione) su quel tasso di interesse; è necessario analizzare la controparte e la sua storia, in modo tale da poter comprendere se quel premio debba essere elevato o meno: per le grandi aziende si prende il c.d. *rating* dell’azienda, quindi la valutazione di merito

credizio di essa, e in base a ciò viene stipulato il premio di rischio: più elevato è, minore sarà il premio di rischio; l'ammontare di questo premio viene definito dalle aziende di *rating*

Considerando questi tre fattori nel loro insieme, viene stipulato il tasso di attualizzazione adatto, coerente con i tre criteri sovraesposti.

Un ulteriore elemento da considerare nell'attualizzazione dei flussi di cassa è il tempo. Risulta estremamente difficile prevedere la durata della vita di un'impresa. Tuttavia, l'idea che essa abbia una vita illimitata non è così inaccettabile. Questo per via dell'aspettativa di vita aziendale, che solitamente è proiettata nel lungo periodo, quindi decenni, rendendo l'effetto dei flussi di cassa di quegli anni futuri quasi trascurabile (Vulpiani, 2014).

Dato questa vita quasi illimitata dell'azienda, il periodo è suddivisibile in due sotto-periodi: il periodo di previsione esplicita, dove i flussi di cassa possono essere stimati in maniera puntuale e adeguata, e il periodo residuale, nel quale il valore residuo, o *terminal value*, può essere stimato attraverso assunzioni. La formula si trasforma quindi come segue:

$$Value = \sum_{t=1}^N \frac{F_t}{(1+r)^t} + VR$$

in cui

- N = periodo di previsione esplicita
- VR = Valore residuo

Nell'analisi effettuata fino ad ora, non è stato considerato come i flussi di cassa possano crescere nel tempo, soprattutto nel periodo successivo a quello di previsione esplicita. In questo caso, può essere utilizzata una metodologia particolare, ovvero il modello di Gordon. Esso trova applicazione in situazioni nelle quali si hanno informazioni sull'azienda fino ad una data determinata, come ad esempio cinque o dieci anni, all'interno dei quali i flussi di cassa possono essere puntualmente definiti e attualizzati. Nel periodo successivo a questa data, si presuppone che essi crescano in maniera costante, utilizzando un tasso *g* di crescita. I flussi di cassa verrebbero quindi calcolati come segue:

$$F_{n+1} = F_n \times (1 + g)$$

Il valore residuo potrà quindi essere calcolato come segue:

$$Valore\ residuo = \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{F_t}{(1+r)^t} \approx \frac{F}{r} \approx \frac{F_t \times (1+g)}{(r-g)}$$

Tutta l'analisi effettuata tramite i metodi finanziari si basa sulle considerazioni effettuate dai celebri economisti Franco Modigliani e Merton Miller, le quali vengono riassunte in due proposizioni. La prima enuncia come in un mercato perfetto non ci sono asimmetrie informative, non ci sono costi del fallimento, e i mercati sono liquidi: se sussistono queste indicazioni non ci dovrebbe essere una crescita del valore data dalla modifica della struttura finanziaria di un'azienda. Questo perché hanno dimostrato come il valore di un'impresa indebitata (c.d. *levered*) sia lo stesso di un'impresa non indebitata (c.d. *unlevered*). Attraverso la seconda proposizione, sono arrivati alla conclusione che il rendimento degli azionisti parte dal rendimento dell'attivo, al quale si somma un premio se è presente dell'indebitamento: quindi un premio proporzionale al debito rispetto all'equity e alla differenza tra il costo del debito e il rendimento dell'attivo.

Effettuata la premessa, nei prossimi paragrafi verranno analizzati i due principali metodi finanziari: il *Discounted Cash Flow* e l'*Adjusted Present Value*.

2.2.2) Discounted Cash Flow (DCF)

Si tratta del metodo finanziario più utilizzato nella pratica aziendale. Il metodo in questione viene applicato in modo tale da determinare il valore dell'azienda nel suo complesso. Il valore teorico del capitale economico aziendale viene calcolato sommando algebricamente il valore attuale dei flussi di cassa operativi (quindi legati all'attività operativa aziendale) ai valori della posizione finanziaria netta, ovverosia: sottrarre l'indebitamento netto in caso di debiti, oppure aggiungere la liquidità in caso ce ne sia (Vulpiani, 2014).

La formula di base racchiude i principi appena menzionati, e si sviluppa come segue:

$$Value = \sum_{t=1}^N \frac{F_t}{(1+r)^t} + \frac{F_t \times (1+g)}{(r-g)} \times \frac{1}{(1+r)^N}$$

Gli elementi fondamentali e necessari alla valutazione tramite DCF sono quindi:

1. I flussi di cassa attesi
2. Il tasso di sconto (o il costo del capitale) e il tasso di crescita (analizzato con il modello di Gordon in precedenza)
3. Il valore residuo

2.2.2.1 I flussi di cassa attesi

Un flusso di cassa è un flusso monetario. Tra essi vengono considerati esclusivamente quelli generati dalle attività operative dell'azienda, per questo si parla di *Free Cash Flow from Operations* (FCFO). Sono calcolati al lordo degli oneri finanziari, in quanto questi ultimi rientrerebbero nella gestione finanziaria e non operativa dell'azienda. Si tratta quindi di flussi di cassa *unlevered*.

Il calcolo viene effettuato come segue:

(+)	RICAVI
(-)	COSTI
=	EBITDA
(-)	AMMORTAMENTI
=	EBIT
(-)	IMPOSTE FIGURATIVE
=	NOPAT
(+)	AMMORTAMENTI / ACCANTONAMENTI
(-)/(+)	INCREMENTO (-) o DECREMENTO (+) CCN
(-)/(+)	INVESTIMENTI (-) o DISINVESTIMENTI (+) IN CAPITALE FISSO
=	FLUSSO DI CASSA OPERATIVO

Tabella 2.1, elaborazione dell'autore, 2022

Da notare come dal NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*) in poi si adotta il principio di cassa e non più di competenza: bisogna quindi sottrarre tutte le entrate non monetarie e sommare tutte le uscite che non sono monetarie.

2.2.2.2 Il tasso di sconto (o costo del capitale)

Il tasso di sconto rappresenta il rendimento economico richiesto dagli investitori dell'impresa in termini di capitale di rischio e capitale di debito. Esso è calcolato sulla base del WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), il quale indica, appunto il costo medio del capitale impiegato dall'azienda. L'idea di base è che se un soggetto decide di fare un investimento, esso deve avere una redditività almeno pari o superiore al costo delle materie prime utilizzate: se si ricava un valore maggiore del WACC, allora si è in guadagno, e si crea quindi valore. La formula del WACC si sviluppa come segue:

$$WACC = \frac{E}{D + E} r_e + \frac{D}{D + E} r_d (1 - t)$$

Dove:

- E = Equity dell'azienda
- D = Debito dell'azienda
- r_d = costo del debito
- r_e = costo dell'equity
- t = aliquota marginale di imposta per l'azienda

Il costo del debito non è quello contrattuale, ma è quello al netto delle imposte, motivo per cui è presente $r_d \cdot (1-t)$ al secondo termine, ovverosia il termine del finanziamento tramite debito. Questo perché nel momento in cui si vuole individuare il reddito imponibile, esso va calcolato dopo il pagamento degli interessi: quindi tanto maggiori sono le imposte tanto minore è il reddito imponibile.

Il costo dell'equity viene invece individuato attraverso le teorie del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), le quali possono essere sintetizzate attraverso la seguente formula:

$$r_e = r_f + \beta \times MRP$$

Dove:

- r_f = rendimento di un titolo privo di rischio (es: titolo di Stato)
- Beta = indice di correlazione del titolo rispetto al mercato
- MRP (non sempre presente) = premio per il rischio di mercato (*Market Risk Premium*)

2.2.2.3. Il valore residuo

Come analizzato in precedenza, il valore residuo al tempo N si calcola attualizzando i flussi di cassa successivi all'anno N, supponendo che crescano ad un tasso di crescita costante annuo g: può essere trattato come una rendita perpetua in quanto non ha una scadenza definita, e non ha una sommatoria, considerando che il flusso di cassa rimane invariato, salvo l'effetto del tasso di crescita.

L'obiettivo è cogliere il frutto delle strategie aziendali da N+1 in poi. Si fa un'assunzione che l'azienda ottenga sempre un flusso di cassa negli anni successivi, che in linea di massima possa crescere del tasso g. Per cogliere il valore in più creato, si attualizza la rendita perpetua.

La formula si sviluppa come segue:

$$\text{Valore residuo} = \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{F_t}{(1+r)^t} \approx \frac{F}{r} \approx \frac{F_t \times (1+g)}{(r-g)}$$

2.2.2.4 Il valore dell'azienda

L'insieme di flussi di cassa, WACC, tasso di crescita e valore residuo permette quindi di determinare il valore dell'azienda nel periodo di previsione esplicita.

Il valore totale di un'impresa si determina quindi sommando il valore residuo ai flussi di cassa attualizzati al tempo t in cui la valutazione viene effettuata.

Oltre a ciò, si aggiunge anche la posizione netta finanziaria al valore netto dell'impresa: il debito viene sottratto mentre la liquidità viene sommata.

2.2.2.5 Problematiche e limiti del DCF

Nel metodo del DCF i flussi di cassa erano calcolati al lordo della leva finanziaria, ed è stato preso in considerazione anche lo scudo fiscale, riducendo in questo modo il costo del debito (come si è visto nella formula del WACC).

Il metodo quindi implica una semplificazione, ovverosia è stato assunto che il rapporto tra il valore del debito e il valore del capitale proprio (la leva) sia costante durante la vita dell'azienda. Ciò, chiaramente, è distante da quella che è la realtà aziendale: si tratta infatti di un'approssimazione resa necessaria dal metodo. Oltre ad essere un'approssimazione significativa, ci sono anche notevoli difficoltà nell'applicazione concreta di questa assunzione.

Innanzitutto, i valori del patrimonio netto e del debito finanziario netto utilizzati per calcolare il rapporto D/E devono essere rappresentati, almeno teoricamente, da valori di mercato; il che risulta essere complicato da individuare, in quanto nel momento in cui un processo di valutazione è avviato, il valore dell'azienda e delle sue componenti di debito finanziario e patrimonio netto sono probabilmente sconosciuti.

La difficoltà principale sta nella scelta di quale valore implicare a leva. È evidente come i livelli di debito di un'impresa varino anno dopo anno, di conseguenza rappresentare la struttura finanziaria durante tutta la vita dell'azienda risulta essere un qualcosa di estremamente complesso: motivo per cui la pratica professionale tende a suggerire l'uso di una leva nota come "*target leverage*", ovverosia un obiettivo a medio lungo-termine di

leva finanziaria determinato dal management. Spesso accade come, tuttavia, quest'ultimo non abbia veramente chiari quelli che sono i target dell'organizzazione: per semplicità esso viene quindi inteso come l'obiettivo che minimizza il costo del capitale e massimizza il valore aziendale (Vulpiani, 2014).

2.2.3) Adjusted Present Value (APV)

Secondo il metodo dell'*Adjusted Present Value* (abbreviato in APV), il valore aziendale "può essere espresso come la somma del valore teorico di un'azienda in assenza di debito e il valore teorico dello scudo fiscale determinato dai debiti finanziari" (M. Vulpiani, "Special cases of business valuation", 2014, p. 71)

$$V_L = V_U + SF$$

Dove:

- V_L = valore teorico dell'azienda con leva
- V_U = valore teorico dell'azienda priva di leva
- SF = scudo fiscale

Il metodo APV segue le medesime linee generali del DCF: il valore *unlevered* e lo scudo fiscale vengono calcolati puntualmente nel periodo N, mentre da N+1 vengono stimati, seguendo il concetto del valore residuo. Il FCFO viene infatti calcolato nella stessa maniera sia nell'APV che nel DCF.

Per quanto riguarda invece il tasso di sconto, quello che viene utilizzato è il costo dell'equity r_e privo di leva finanziaria, ottenuto anche in questo caso dal *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) menzionato nel paragrafo precedente.

Nel modello dell'APV, il beta, rappresentativo del costo associato al rischio non diversificabile¹⁸, deve essere *unlevered*: deve quindi escludere la componente di rischio finanziario, in quanto si assume che l'azienda sia finanziata esclusivamente da capitale proprio. Il beta va quindi "purificato" dall'effetto leva tipico dell'impresa, e per fare ciò viene applicata la seguente formula:

$$\beta = \beta_U + \beta_U(1 - t) \left(\frac{D}{E} \right) = \beta_U \times \left[1 + (1 - t) \frac{D}{E} \right]^{19}$$

Dove:

¹⁸ Per rischio non diversificabile si intende il rischio minimo che si presume debba essere pagato agli azionisti dell'azienda (Vulpiani, 2014)

¹⁹ Hamada R. S. (1969), Portfolio analysis, market equilibrium and corporation finance, The Journal of Finance, 24(1), 13-31.

- $\beta_U = \text{beta } unlevered$
- $t = \text{aliquota marginale}$
- $D/E = \text{leverage}$

Da questa formula si può riscrivere quella relativa al costo del capitale dell'azienda priva di leva finanziaria, e si sviluppa come segue:

$$r_{eU} = r_f + \beta_U \times \text{Market risk}$$

Dove r_{eU} = costo dell'equity *unlevered*.

L'ultimo elemento fondamentale del modello APV è, anche in questo caso, il valore residuo, o *terminal value*. Esso, così come nel caso del DCF, viene considerato come una rendita perpetua a partire dal periodo N+1. Si considera inoltre che i flussi di cassa crescano ad un tasso di crescita costante, in linea con il modello di Gordon precedentemente menzionato e analizzato. La formula, quindi, si sviluppa come segue:

$$\text{Valore residuo} = \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{F_t}{(1 + r_{eU})^t} \approx \frac{F}{r_{eU}} \approx \frac{F_t \times (1 + g)}{(r_{eU} - g)}$$

Dove:

- r_{eU} = costo dell'equity *unlevered*
- g = tasso di crescita atteso

L'*enterprise value*, al lordo dei benefici fiscali dovuti al debito, è ottenuto quindi dalla somma del valore nel periodo specifico e del valore terminale, entrambi, ovviamente, calcolati come *unlevered*.

2.2.4) Economic Value Added

I metodi del DCF e dell'APV non sono gli unici metodi finanziari di valutazione aziendale. Ne esistono anche altri, altrettanto efficaci e che osservano l'azienda da un lato diverso, sempre mantenendosi nella prospettiva finanziaria. Uno di questi metodi è quello dell'*Economic Value Added* (EVA).

In precedenza è stato analizzato brevemente il ROE, assieme alle sue criticità. Un indicatore più rappresentativo delle performance aziendali può essere il ROCE (*Return on Capital Employed*), il quale mette a confronto il NOPAT e il capitale impiegato. Di seguito la formula:

$$ROCE = r = \frac{NOPAT}{\text{Capitale Impiegato}}$$

Il primo termine è stato già menzionato nel corso del capitolo, e rappresenta il reddito operativo al netto delle imposte, ed esclude tutte le voci provenienti da attività non ricorrenti²⁰, ovverosia quelle attività che non rientrano nel *core business* aziendale. Il secondo termine invece è l'insieme del patrimonio netto e dei debiti finanziari netti.

L'EVA è calcolato partendo dallo *spread* tra ROCE (r) e WACC, e il valore ottenuto viene moltiplicato per il valore del capitale investito nelle ordinarie operazioni aziendali.

La formula si sviluppa quindi come segue:

$$EVA = (r - WACC) \times Capitale\ Investito$$

Se si sviluppa la formula, si può arrivare a conclusioni interessanti:

$$EVA = r \times Capitale\ Investito - WACC \times Capitale\ Investito$$

Sappiamo che il primo termine equivale al NOPAT, mentre il secondo rappresenta il costo del capitale impiegato. Di conseguenza, per concludere si può dire che:

$$EVA = NOPAT - Costo\ del\ capitale\ impiegato$$

Come si nota, l'EVA non è altro che il reddito operativo al netto del rendimento del capitale impiegato. Inoltre, il suo utilizzo come indicatore di performance presuppone che l'azienda debba corrispondere ai suoi investitori e finanziatori un tasso di interesse pari al WACC. Il valore aggiunto subirà un aumento se l'impresa investe in progetti con un ritorno economico maggiore del costo del capitale, mentre diminuisce se il ritorno economico è minore. Non a caso, il valore aggiunto aumenta se l'efficienza operativa migliora, investendo in progetti profittevoli, evitando quindi di allocare risorse in attività poco redditizie (Vulpiani, 2014).

Tra i vantaggi dell'EVA vi è il fatto che si tratta del fattore che permette di determinare la presenza di un *premium* o un *discount* sulle azioni della società. Inoltre si tratta della misura di performance maggiormente legata al valore di mercato dell'azienda. Due aziende possono avere gli stessi livelli di redditività, ma un diverso valore aggiunto per gli azionisti, positivo in un caso (situazione di "creazione di valore") e negativo nell'altro (situazione di "distruzione di valore"). In questo caso l'EVA permette di determinare quale delle due vale di più agli occhi degli investitori.

²⁰ Un esempio possono essere le plusvalenze e le minusvalenze provenienti dalla vendita di un immobile: non essendo la compravendita un'attività chiave dell'azienda (a meno che l'impresa non si basi proprio su esse), queste voci non rientrano nel NOPAT.

Il valore attuale dell'EVA indica dunque il valore di mercato che il management ha aggiunto o sottratto dal capitale investito: ciò è dovuto dalla specifica allocazione delle risorse e della loro gestione. La formula può dunque essere sviluppata nel seguente modo:

$$\text{Market Value} = \text{Capitale} + \text{Valore Attuale di tutti gli EVA}$$

Se il valore viene confrontato con il capitale impiegato, il valore che il management ha aggiunto o sottratto ("MVA") si ottiene aggiungendolo o sottraendolo al valore del capitale investito. Quindi:

$$\text{MVA} = \text{Market Value} - \text{Capitale impiegato}$$

Da cui si può desumere:

$$\text{MVA} = \text{valore attuale di tutti gli EVA futuri}$$

Dove MVA = *Market Value Added*

Così come l'EVA, il MVA è una misura dei risultati complessivi dell'azienda: indica il successo con cui un'impresa ha investito le sue risorse nel passato e la probabilità che reinvesta in modo efficiente nel futuro. L'EVA volge verso una prospettiva interna delle performance, mentre il MVA rappresenta la misura esterna dei risultati.

2.2.5) Net Income Method

Esiste un ulteriore metodo finanziario di valutazione aziendale, ed è il *Net Income Method*, meglio conosciuto in Italia come metodo reddituale. Come si può evincere dal nome del modello, esso “viene utilizzato per determinare il valore del capitale economico basato su una stima dei flussi di reddito previsti che l'azienda è in grado di produrre negli anni futuri” (M. Vulpiani, “*Special cases of business valuation*”, 2014, p. 100). Fondamentalmente, si basa sull'identificazione dei ricavi medi attesi normalizzati, ovvero il quantitativo medio di ricavi derivanti dalla sola attività operativa. Esso rappresenta la capacità di un'azienda di produrre flussi di cassa stabili all'interno di un dato periodo. La normalizzazione del reddito ha lo scopo di eliminare l'aleatorietà di una serie di componenti di reddito al fine di garantirne il riconoscimento nel periodo di riferimento, assicurando così l'omogeneità dei flussi per i vari anni nel tempo. Essa quindi richiede: la redistribuzione dei costi e ricavi straordinari nel tempo e l'eliminazione dei ricavi e delle spese slegate dall'attività operativa.

Il *Net Income Method* determina quindi il valore di un'azienda sulla base di due componenti fondamentali: i flussi futuri attesi di reddito, e il valore del tasso di sconto.

La formula si sviluppa quindi come segue:

$$W = \frac{R_1}{(1+i)^1} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \frac{R_3}{(1+i)^3} + \dots + VR$$

Dove:

- W = valore teorico dell'azienda
- R = ricavi attesi normalizzati
- VR = valore residuo
- i = tasso d'interesse

Anche in questo caso, può essere utilizzata l'approssimazione di una rendita perpetua, prendendo in considerazione nuovamente il tasso di crescita "g" con il quale crescono i flussi.

$$W = \frac{R}{(i-g)}$$

I flussi di ricavi possono essere presentati in varie maniere:

- con una serie di risultati negli anni di previsione esplicita
- con un valore medio valido per un periodo indeterminato o per un periodo di tempo definito
- con una gamma di valori che esprimono la variabilità dei risultati possibili a seconda degli scenari che si presentano

Per quanto riguarda il tasso di sconto, esso corrisponde al tasso di rendimento atteso sul capitale investito nell'azienda, ovvero al costo del capitale r_c osservato in molteplici situazioni nei precedenti modelli.

Ultimo elemento importante da analizzare è il periodo "n" preso in considerazione. La scelta di esso ha lo scopo di limitare la crescita della componente di valore relativa ai risultati del reddito nel tempo. Nella pratica professionale, il periodo di pianificazione varia più frequentemente tra 3 e 5 anni, ma in alcuni casi, può comprendere intervalli di 5-10 anni. Questo per via della crescente incertezza riguardante la stima dei flussi di ricavi, così come la variabilità dei tassi di interesse (Vulpiani, 2014).

2.3 EQUITY METHODS

L'*equity valuation method*, o metodo patrimoniale di valutazione aziendale, “*si basa sull'identificazione del 'valore di mercato' o 'valore corrente' di tutte le attività meno le passività in condizioni di continuità, attraverso l'attualizzazione di tutti i valori monetari significativi*” (M. Vulpiani, “*Special cases of business valuation*”, 2014, p. 112). Il valore teorico che si ottiene da questa tipologia di valutazione corrisponde al valore di sostituzione delle attività sia tangibili che intangibili, entrambi a condizione d'uso²¹.

Il metodo patrimoniale fornisce un'ottima indicazione della potenza del capitale aziendale; tuttavia, non prende in considerazione tutto ciò che riguarda l'aspetto finanziario, quindi i flussi di cassa e ricavi attesi dalle operazioni future.

La stima dell'*equity* si basa sulla valutazione analitica delle singole attività e passività che compongono il capitale: mentre le voci del passivo sono sempre prese in considerazione, il trattamento delle voci dell'attivo varia. Questo perché le attività materiali, i crediti, e la cassa sono sempre inseriti, mentre per quanto riguarda le attività intangibili bisogna vedere in che modo sono valutate, dopodiché si può considerare se inserirle o meno (Vulpiani, 2014).

In base al criterio appena esposto, si possono distinguere due metodologie: il metodo semplice, che trova una maggiore applicazione nella pratica professionale in quanto adatto ad ogni tipologia di impresa, e il metodo complesso, maggiormente utilizzato qualora la stima delle attività intangibili raggiungano un grado di accettabilità sufficiente.

2.3.1) Simple equity method

Si parte dal valore contabile dell'*equity*. Da esso si compiono gli assestamenti, in modo tale da ottenere il patrimonio netto rettificato (E). Quest'ultimo è determinato dalla somma algebrica del valore contabile del patrimonio netto (P), dei guadagni (G) e delle perdite (L) che si sono verificati nel periodo; a ciò di detrae qualsiasi tipologia di onere fiscale. La formula si sviluppa quindi come segue:

$$E = P + [(G_1 + G_2 + \dots + G_n) - (L_1 + L_2 + \dots + L_n)](1 - t)$$

²¹ Le aziende usano le valutazioni delle condizioni degli asset per decidere la manutenzione preventiva o il lavoro correttivo per preservare il valore di un oggetto ed estendere la sua vita utile. Le valutazioni delle condizioni degli asset implicano il monitoraggio o l'ispezione degli asset e l'analisi dei dati raccolti per determinare le condizioni di ogni asset (*investopedia.com*).

2.3.2) Complex equity method

Ci sono situazioni in cui il patrimonio netto rettificato assume una struttura troppo complessa per la contabilizzare delle attività immateriali. Secondo la teoria contabile, il loro valore può essere in base ad approcci differenti, come il metodo del costo²² o il metodo economico²³.

Una volta ottenuto questo valore, e una volta che viene ritenuto accettabile, esso può essere utilizzato al fine della valutazione aziendale tramite il metodo patrimoniale. In questo caso, il valore dell'azienda corrisponde al valore dell'*equity* rettificato (E'), ed è dato dalla somma algebrica del valore dell'*equity* (E) sommato al valore delle attività intangibili (I) al netto degli oneri fiscali. La formula si sviluppa come segue:

$$E' = E + I(1 - t)$$

2.3.3) Metodo misto

Il metodo misto è una combinazione tra alcuni aspetti del metodo patrimoniale (*equity method*) e altri aspetti del metodo reddituale (*Net Income method*), cercando di ottenere i punti di forza di entrambi. Questo metodo considera simultaneamente la dimensione, la struttura e la redditività degli attivi dell'azienda, tenendo conto delle tendenze storiche o future. Esso crea un equilibrio tra le esigenze di obiettività e verificabilità del patrimonio e la razionalità espressa dalla valutazione dei flussi di reddito attesi e i relativi rischi.

Oltre a ciò prende in considerazione un aspetto estremamente importante, ovverosia quello del *goodwill* (in italiano “avviamento”), uno dei principali *asset* intangibili. Esso può essere definito come la capacità di produrre reddito facendo lavorare sinergicamente tutte le componenti patrimoniali materiali e immateriali dell'azienda; l'avviamento è il valore che viene generalmente riconosciuto a chi ha investito risorse ed energie capitalizzate nel tempo, per portare l'azienda ad un certo livello di operatività (Guatri, 1957). Attraverso il metodo misto il valore dell'avviamento viene inteso come la differenza tra il risultato dell'approccio di valutazione del reddito e il valore patrimoniale netto.

Secondo questo metodo, il valore dell'impresa è dato dalla seguente formula:

²² Come ad esempio il valore storico residuo, costo di sostituzione ecc.

²³ Come ad esempio il differenziale del reddito, differenziale dei flussi di cassa ecc.

$$W = E' + a_{n|i_{RF}}(R - iE') + SA$$

Dove:

- W = valore economico teorico dell'impresa
- E' = valore dell'equity rettificato
- R = reddito medio atteso nel corso degli anni
- $a_{n|i}$ ²⁴ = valore attuale all'epoca 0 di una rendita immediata, posticipata, temporanea di n periodi in cui gli importi delle rate sono tutti unitari, considerando un tasso di interesse pari a i ²⁵
- i_{RF} = tasso d'interesse di un'attività risk free
- i = tasso di interesse sul capitale di rischio investito²⁶
- SA = surplus asset

La logica del metodo consiste nel controllare sia la stima del valore patrimoniale dell'azienda, basata sulla verifica della capacità dell'azienda di remunerare il capitale impiegato, sia la stima del reddito, basata sulla scomposizione del reddito d'impresa in due componenti, ovverosia il reddito normalizzato e il reddito in eccesso.

2.4 METODO DI MERCATO

I metodi di valutazione aziendale basato su criteri di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di beni simili avvenuti nel recente passato. I metodi più frequentemente utilizzati sono: i metodi dei multipli di borsa e il metodo delle transazioni comparabili.

2.4.1) Metodo dei multipli di borsa

La dottrina non considera i multipli come metodo di valutazione vero e proprio, bensì come una scorciatoia rispetto ad altri metodi, in quanto soluzione più semplice e meno dispendiosa a livello temporale. Tuttavia si tratta di una metodologia molto utile, ed usata frequentemente per la valutazione di aziende quotate sul mercato borsistico.

²⁴ Definizione fornita dal manuale "Elementi di matematica finanziaria" di C. Crenca, P. Fersini, G. Melisi, G. Olivieri, M. Pelle, p. 102, 2018, Pearson

²⁵ Nel caso in questione si tratta del tasso di interesse di un titolo privo di rischio, ovverosia i_{RF}

²⁶ Ottenuto come visto in precedenza secondo i criteri di produttività del capitale, inflazione, e rischio di controparte

L'obiettivo è capire se il valore attribuito all'impresa sia in linea con la media del mercato. Per l'appunto, il valore aziendale viene ottenuto mediante multipli di determinate variabili aziendali espresse dal mercato riferite a società quotate operanti nei medesimi settori di riferimento (Pedriali, 1999). I multipli consentono infatti di determinare il valore del capitale aziendale sulla base dei prezzi negoziati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese con caratteristiche simili, e che possono quindi essere utilizzate come parametro di confronto.

Il grado di comparabilità è basato su: settore, condizioni competitive, grandezza dell'azienda, margine di profitto. Oltre a ciò, bisogna tenere conto dei seguenti requisiti affinché il metodo dei multipli di borsa sia utilizzabile: innanzitutto deve esserci una similitudine nel tasso di crescita dei flussi di cassa attesi e il grado di rischio delle due imprese considerate; come seconda cosa il valore dell'azienda deve essere direttamente proporzionale ai cambiamenti della misura economica selezionata come parametro di performance. Tuttavia, raramente questi requisiti vengono soddisfatti, con la conseguenza che la selezione del campione per la comparazione diventa un'operazione soggettiva (Vulpiani, 2014).

In sintesi:

$$\text{Valore d'azienda} = MF \times \text{variabile aziendale presa in considerazione}$$

Dove MF = *Multiplier factor*

Il valore d'impresa è stimato osservando il modo in cui sono valutate le società comparabili. A tal fine, il punto di partenza consiste nel convertire i prezzi in multipli, seguito dal confronto di tali multipli nelle società definite come comparabili (Damodaran, 2002).

Nell'applicazione di questo metodo di valutazione, il valore assegnato alla società è uguale al valore determinato dal mercato azionario, indipendentemente dal valore effettivo delle attività o del reddito della società. Il limite principale sta nell'affidabilità dell'opinione del mercato, e nella sensibilità della borsa a fattori contingenti (Vulpiani, 2014).

Andando ad osservare i multipli più utilizzati ai fini della valutazione aziendale, si possono individuare due gruppi: multipli *equity-side* e multipli *asset-side*.

2.4.1.1 Multipli equity-side

Si tratta di multipli che mettono a rapporto il prezzo dell'azione di una società, posizionato al numeratore, con una variabile relativa ai soli azionisti (come ad esempio l'utile per azione), posizionata al denominatore. Tra essi abbiamo:

- P / E (*[Price / Earning] ratio*) = Rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione e il *net earning per share*, ovverosia l'utile per azione; si tratta del multiplo che trova applicazione pratica maggiore, in quanto di facile calcolo (per via della possibilità di reperire i dati in maniera rapida nei bilanci) e in quanto indicatore della convenienza delle azioni
- P / BV = Rapporto tra il prezzo di mercato dell'azione e il suo valore contabile; esso riflette il valore che il mercato attribuisce al capitale rispetto a quello registrato contabilmente, ed esprime la capacità dell'azienda di produrre utili futuri in funzione al suo capitale investito
- P / CE (*Price / Cash Earnings*) = Rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione e i ricavi liquidi, ovverosia i flussi di cassa operativi per azione disponibili per gli azionisti (*FCFE, Free Cash Flow From Equity*); questo multiplo risulta più utile in caso di aziende che fanno poco ricorso a politiche di bilancio, in quanto ammortamenti, rettifiche e simili hanno un impatto significativo sul *FCFE*

2.4.1.2 Multipli asset-side

Si tratta di multipli che mettono a rapporto il valore dell'impresa "EV" (calcolato per semplicità come differenza tra il valore capitale operativo e il valore di mercato dei debiti finanziari) con una variabile che riguarda gli *stakeholder* dell'azienda (es: *EBITDA*). Sono utilizzati maggiormente rispetto ai multipli *equity-side* in quanto guardano l'azienda più nel complesso.

Tra essi troviamo:

- $EV / EBIT$ = Rapporto tra il valore dell'azienda e il reddito ante-imposte; è una misura del valore del risultato operativo dell'azienda
- $EV / EBITDA$ = Rapporto tra il valore dell'impresa e il margine operativo lordo; si tratta di un multiplo molto utilizzato in quanto meno influenzato dalle politiche di bilancio come ammortamenti, deprezzamenti e imposte

- $EV / Sales =$ Rapporto tra il valore dell'azienda e le vendite; quest'ultime sono facilmente comparabili tra le imprese, e non risentono in alcun modo delle politiche contabili; tuttavia sono un indicatore piuttosto infimo, in quanto non esprimono veramente la redditività aziendale, in quanto i ricavi sono spesso influenzati da fattori esterni non controllabili dall'azienda
- $EV / Cash Flow =$ Rapporto tra valore dell'impresa e flussi di cassa, tipicamente quello operativo; anche in questo caso, le politiche contabili hanno poco effetto, con l'aggiunta che il FCFO risulta essere un indicatore migliore rispetto ai precedenti

2.4.2) Metodo delle transazioni comparabili

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi fatti in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto aziende similari. Tali prezzi sono rilevabili nell'ambito di trattative private per partecipazioni di controllo in società comparabili.

Il processo di valutazione del metodo in questione è pressoché identico a quello seguito nel metodo dei multipli, anche se i problemi che emergono durante la raccolta e l'aggiustamento dei prezzi sono diversi, a causa del diverso contesto in cui essi si formano. Tali problemi si riferiscono (Vulpiani, 2014) a:

- La raccolta di informazioni relative ai prezzi delle azioni e ai bilanci di società comparabili coinvolte in fusioni e acquisizioni è generalmente più costosa e meno affidabile della raccolta di informazioni simili relative alle società quotate;
- La necessità di assicurare che le condizioni di mercato non siano cambiate nel periodo di tempo trascorso dal momento in cui i prezzi sono stati raccolti e la valutazione è stata eseguita;
- La bassa frequenza di operazioni della stessa natura rende spesso necessario estendere il periodo di riconoscimento delle operazioni e dei prezzi per includere il rischio di valore incoerente, quando le condizioni di svolgimento delle attività e delle negoziazioni sono cambiate nel tempo.

2.5 LIMITI DELLE METODOLOGIE TRADIZIONALI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

Al giorno d'oggi, ai consulenti, agli analisti, e ad altri operatori, il mercato chiede di esprimere quelle che sono le performance e quindi comunicare la creazione di valore di un'azienda. Ciò che emerge sia dalla pratica aziendale che dagli studi circa il raggiungimento di tali obiettivi, è come i metodi tradizionali presentino lacune e mancanze, che vanno ovviamente comprese e colmate. I sistemi tradizionali riguardano la contabilità generale e analitica, che permettono di darci la “fine del film”, dando misure economico-finanziarie sull'andamento dell'azienda. Ma non è l'unica cosa che interessa, in quanto sono rilevanti anche i fattori critici di successo, che determinano l'assenza o la presenza di vantaggio competitivo. I sistemi tradizionali quindi non riescono a misurare i *target* futuri.

Bisogna inoltre tenere in considerazione anche tutto ciò che riguarda la componente intangibile dell'impresa. Si è visto come nel metodo patrimoniale le attività immateriali vengano in un qualche modo utilizzate ai fini della determinazione del valore; il problema è che si tratta di una parte ristretta di tutto ciò che riguarda l'attivo intangibile dell'impresa, riferendosi ai meri brevetti, ai marchi, o all'avviamento (il *goodwill*).

La realtà è che gli “*intangibles*” sono anche “*invisibles*”, in quanto il vantaggio può dipendere da valori intrinseci dell'azienda, nel “*knowhow*”, nella qualità del *business model* aziendale. Le aziende stesse faticano ad individuare questi fattori.

Ulteriore problematica riguarda il lasso di tempo che viene preso in considerazione nella maggior parte dei processi di valutazione aziendale: i dati presi in esame sono quelli di bilancio, che per sua natura è statico, ed è orientato al passato. Il *trade-off* classico che un manager deve gestire è l'orientamento al breve periodo: se la contabilità chiude ogni anno, i prospetti economico-finanziari si fanno su questi valori, ma spesso attività di creazione di valore nel medio-lungo termine possono richiedere fasi di stallo, che possono portare al valore solo in un futuro non sempre prossimo.

Quando si parla di analisi di misurazione di performance, quindi, bisogna considerare che la moltitudine di indicatori, da soli, non sono in grado di comunicare il reale valore di un'azienda, le reali performance, nonché le prospettive di performance future.

Tuttavia, non per tutte le tipologie di imprese vale questo ragionamento. Si tratta delle startup, per le quali sono stati create metodologie innovative, le quali vanno a far luce proprio sugli aspetti che le metodologie tradizionali trascurano. Come vengono valutate quindi queste tipologie di imprese? Come differiscono tali metodologie da quelle tradizionali, e quanto sono attendibili? Il tutto sarà approfondito nel capitolo successivo, nel quale saranno presentate riflessioni e valutazioni critiche in merito ai processi valutativi delle startup.

CAPITOLO 3 : LA VALUTAZIONE DELLE STARTUP

3.1 INTRODUZIONE ALLA MATERIA

3.1.1) Un modo diverso di valutare l'impresa

Il successo della commercializzazione di un'innovazione dipende fortemente dal suo modello di business. Nel corso del primo capitolo sono state analizzate quelle che erano le caratteristiche di una startup, ovverosia la scalabilità e la replicabilità del modello di business, assieme all'assetto temporaneo che essa assume e al suo obiettivo di sviluppo di un prodotto innovativo. È chiaro quindi come non sia possibile valutare queste tipologie di imprese seguendo le medesime procedure utilizzate per società pubbliche, sicuramente più grandi e più facili da analizzare, data la vasta quantità di informazioni disponibili.

La valutazione delle nuove e piccole imprese, come possono essere le startup, presenta specifiche complessità per svariate ragioni (Vulpiani, 2014), come ad esempio:

- Difficoltà nel prevedere l'evoluzione di un'impresa senza storia
- Limitazioni nell'applicazione delle metodologie abituali sviluppate per le grandi imprese
- Difficoltà nel comprendere le possibilità di sopravvivenza dell'impresa
- Maggior rischio di fallimento rispetto alle grandi imprese

In ottica startup, il valore aziendale è il risultato di una serie di fattori (Moro-Visconti, 2021), tra cui:

- Il patrimonio netto, cioè tutti i fondi apportati dai soci per finanziare l'attività d'impresa
- Capacità di generare reddito, cioè la capacità di produrre flussi di reddito positivi
- Capacità finanziaria

L'attitudine del patrimonio netto a produrre reddito dipende dalla qualità dei mezzi di produzione e dalla capacità imprenditoriale. Quest'ultima circostanza consente di comprendere la presenza di margini di profitto tra aziende che operano nello stesso settore. In condizioni ideali, il valore soggettivo deve tendere a coincidere con un prezzo oggettivo in fase di negoziazione.

Tale valore è stimato dall'applicazione di uno o più criteri di valutazione, scelti in base al tipo di transazione aziendale, all'identità delle parti coinvolte e all'attività della startup. È idealmente indipendente dalla forza contrattuale delle parti e da altri fattori soggettivi (Moro-Visconti, 2021).

Come analizzato nel corso dei precedenti capitoli, le startup evidenziano la fase iniziale del ciclo di vita delle imprese. Il loro valore dipende quindi dal potenziale di crescita futura. Le società di *Venture Capital* stimano il valore di uscita o terminale delle startup al momento dell'*IPO*²⁷. Bisogna considerare inoltre che nel caso di un'alta probabilità di fallimento, la stima del valore di liquidazione è la migliore stima della valutazione delle aziende in difficoltà (Kumar, 2016).

Il concetto fondamentale da tenere a mente in materia di valutazione di startup, è che non esistono formule esatte al fine della determinazione del valore aziendale. La valutazione finale è frutto di un accordo tra i soci fondatori e l'investitore: la startup, infatti, vale quanto ciò che viene accordato tra le due parti (Poland, 2017).

3.1.2) Cosa viene osservato nella valutazione

L'obiettivo ultimo per ogni investitore nel capitale di rischio delle startup è l'*exit*, ovvero realizzare nel medio termine un *capital gain*²⁸ attraverso la cessione della partecipazione acquisita.

Sono due i macro-aspetti chiave, e riguardano la bontà del progetto e la potenziale redditività. Quello che gli investitori cercano “è una risposta convincente agli interrogativi sulle modalità con cui potrebbero uscire dal capitale dell'azienda attraverso una cessione della propria quota sociale ad altri investitori, oppure con il riacquisto delle quote da parte del management aziendale, o la quotazione in borsa dove l'investitore cederà la propria quota capitale ai risparmiatori ed agli operatori di borsa” (S. Zilli, “*L'idea nel cassetto*”, 2017, p. 91-92).

Nel corso del primo capitolo sono stati analizzati i principali attori operanti nell'ambito dell'investimento in capitale di rischio di startup, ed è stato menzionato più volte come

²⁷ L'*Initial Public Offering* (IPO) è lo strumento attraverso cui una società ottiene il collocamento di titoli tra il pubblico, creando così il flottante, requisito necessario al fine della quotazione sul mercato borsistico.

²⁸ Con questo termine si va ad indicare la differenza, solo in caso in cui risulti positiva, tra il prezzo di vendita o rimborso di uno strumento finanziario e il suo prezzo di acquisto. Tale misura costituisce soltanto una parte del rendimento totale di un investimento poiché non considera l'eventuale percezione di frutti periodici come i dividendi. (Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/capitalgain.htm>)

fondi di Venture Capital mettano in conto di non ottenere un guadagno nel breve termine, ma soltanto nel medio lungo, puntando ad uscire dall'investimento nel giro di un periodo di tempo attorno ai 7-10 anni (Mishkin, Eakins, Beccalli, 2019).

È stato assodato come la startup sia un'azienda in fase d'avvio, le cui informazioni a riguardo provengono esclusivamente dai soci fondatori. La documentazione è quindi misera, e solitamente viene riassunta in un unico documento, ovverosia il *business plan*. Si tratta di uno strumento estremamente importante per lo *startupper*, in quanto racchiude al suo interno tutti i processi di pianificazione e gestione dell'impresa per i successivi 3-5 anni, nonché fornisce un punto di riferimento per la verifica delle performance future. Esso ha quindi una duplice funzionalità: una interna di "apprendimento", volta ad coordinare e guidare i processi decisionali aziendali, e una esterna di "comunicazione", finalizzata appunto alla comunicazione e alla presentazione del progetto a terzi, esplicitandone la validità e sostenere la credibilità del business aziendale al fine dell'ottenimento di investimenti (Zilli, 2017).

Il *business plan* contiene quindi una serie di informazioni altamente rilevanti per chi ha intenzione di investire nel capitale di rischio delle startup. Tali informazioni racchiudono una serie di analisi, tra cui:

- Clientela *target*, con analisi sulla tipologia, sulle caratteristiche, sulle abitudini ecc.
- Bisogno da soddisfare, accompagnato dal "come" raggiungere la clientela e dalle caratteristiche dell'offerta
- Strategie di marketing, le quali possono essere racchiuse nel sistema delle 4P²⁹
- Struttura economica del business e piani finanziari, comprese analisi sui potenziali costi, ricavi e flussi di cassa sia in uscita che in entrata
- Raggio geografico d'azione, accompagnato da un'analisi sui trend del mercato, racchiusa alle volte nell'analisi PESTEL³⁰
- Caratteristiche dei *competitors*, attraverso una ricerca inerente alla tipologia dei loro modelli di business, le loro strategie di mercato, di vendita, di marketing, e

²⁹ Price, Product, Place, Promotion

³⁰ Strumento fondamentale per quanto riguarda l'analisi dell'ambiente esterno; è acronimo di "Political, Economical, Social, Technological, Environmental, Legal" (dal libro "Economia e Gestione delle Imprese", di M. Caroli e F. Fontana)

un'analisi del prodotto che offrono, evidenziando eventuali punti di differenza sui quali poter ottenere un vantaggio competitivo

- Sostenibilità del modello di business negli anni futuri

Carico di tutte queste informazioni, in fase di esposizione del progetto di startup il *business plan* diventa quindi il documento cardine su cui la platea di investitori farà riferimento e baserà il proprio giudizio. Gli aspetti più rilevanti agli occhi di questi ultimi sono: il *team*, il prodotto, la scalabilità, e il settore di riferimento (Zilli, 2017).

3.1.2.1 Il Team

Il primo elemento fondamentale che viene osservato è la composizione del team che lavora al progetto. Per gli investitori contano competenze, esperienze e *soft skills* del team ancor prima delle idee. È di vitale importanza il coinvolgimento a tempo pieno dei soci fondatori, ed è altrettanto importante la coerenza delle figure con la tipologia del progetto che si vuole portare avanti. Prendiamo l'esempio di una società operante nel settore biochimico: sembra ovvia la necessità della presenza di uno o più esperti del settore. Nel caso essi vengano a mancare nel team iniziale, i soci fondatori hanno il compito di attuare tutti i programmi necessari al fine di colmare eventuali buchi di questo genere: si può far affidamento ad esperti esterni all'azienda, oppure effettuare un'attività di *recruiting* integrando nuovi soggetti all'interno della società (Zilli, 2017).

Per una startup, avere un buon *team* risulta anche essere un fattore di successo molto rilevante, e allo stesso tempo avere un team non ottimale può portare a scenari poco piacevoli. Nel capitolo 1 è stato menzionato lo studio effettuato dall'azienda CB insights³¹ sulle ragioni principali secondo cui una startup potesse fallire. Da quanto riportano i dati, il 14% delle startup falliscono per via della mancanza del giusto team.

3.1.2.2 Il prodotto

In questo caso, la parola chiave è “concretezza”. Molto spesso capita che i giovani imprenditori si presentino di fronte ad investitori e finanziatori con nient'altro che un'idea, o al massimo un brevetto. Questo non è ciò che interessa, in quanto se la proposta

³¹ CB Insights è una società privata con una piattaforma di analisi aziendale e un database globale che fornisce informazioni di mercato sulle società private e sulle attività degli investitori. Lo studio in questione è reperibile al seguente link: <https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>

si basa esclusivamente su un ipotetico prodotto derivante da un qualsiasi tipo di proprietà intellettuale, sarà difficile coinvolgere l'investitore.

La presentazione del progetto deve quindi basarsi su un prodotto concreto³², e la sola descrizione del “come sarà” spesso non è sufficiente (Zilli, 2017).

Prendiamo l'esempio di un ragazzo che ha in mente di creare un nuovo modello di occhiali, i quali hanno come caratteristica quella di avere dei mini schermi al posto delle lenti. Questi schermi sono direttamente collegabili al telefono, rendendo gli occhiali molto funzionali. Per portare avanti il progetto, non è sufficiente la sola idea: il ragazzo dovrà quantomeno sviluppare un modellino, in plastica ad esempio, che mostrerà le varie caratteristiche del prodotto.

Un aspetto molto importante che non va sottovalutato quando si parla di prodotto è il bisogno che esso va a soddisfare. Un prodotto che non ha un *target*, difficilmente può riscontrare successo tra la clientela. Facendo nuovamente riferimento allo studio condotto da CB insights, il 35% delle startup falliscono per via della mancanza di necessità da parte del mercato del prodotto proposto.

3.1.2.3 La scalabilità

Come analizzato più volte nel corso dei precedenti capitoli, un'economia di scala è una situazione in cui un aumento di tutti gli input di un'organizzazione porta ad un aumento più che proporzionale del livello dell'output (Samuelson, 2010).

Nell'ottica di una startup la scalabilità si riferisce ad un'impresa che può accrescere le proprie dimensioni e i propri ricavi in maniera esponenziale rispetto alla crescita dei costi. Siccome gli investitori hanno come obiettivo il profitto, la scalabilità del modello di business rappresenta un elemento di vitale importanza in fase di valutazione.

3.1.2.4 Il settore di riferimento

Effettuare un'analisi approfondita del mercato consente allo *startupper* di capire quali possono essere i margini di movimento all'interno di un determinato settore. Individuare le imprese potenzialmente in concorrenza, calcolare le varie quote di mercato, effettuare una profilazione del cliente, sono tutte attività alla base di questo tipo di analisi.

³² Per prodotto concreto si intende anche un prototipo, o quantomeno una versione basilare del prodotto in questione. Nel linguaggio imprenditoriale si fa riferimento al c.d. MVP (Minimum Valuable Product).

Tutti questi dati sono estremamente utili per gli investitori, in quanto un'elevata quantità di informazioni riduce il rischio, il quale è solitamente elevato quando si parla di startup (Mishkin, Eakins, Beccalli, 2019).

3.2 I METODI TRADIZIONALI DI VALUTAZIONE AZIENDALE NEL CASO DELLE STARTUP

Nel corso del capitolo precedente sono stati analizzati i metodi tradizionali di valutazione aziendale che trovano maggiore applicazione nella pratica professionale. Secondo tali strumenti, al fine di trovare il valore aziendale sono necessari dati e informazioni reperibili dai documenti aziendali, come ad esempio il bilancio.

Per quanto riguarda le startup, è di comune conoscenza come la documentazione relativa alla loro vita aziendale sia esigua, e si sintetizzi unicamente, come detto in precedenza, nel *business plan*.

L'elemento centrale nella determinazione del valore di una startup è la stima della sua capacità futura di generare un reddito o un flusso finanziario in grado di ricompensare adeguatamente i suoi azionisti dopo il servizio del debito. Tuttavia, nelle fasi iniziali di vita, di norma l'azienda non è in grado di produrre ricavi³³, non avendo ancora una vera e propria clientela (Gonella, Talarico, 2021).

Tra gli approcci per identificare il valore di mercato della startup, l'approccio finanziario e quello reddituale sono i più appropriati per rappresentare la prevista equa remunerazione degli azionisti. Il metodo dei multipli di mercato non può essere neanche preso in considerazione, in quanto, per imprese di questo tipo, è difficile individuare società comparabili quotate in borsa (Damodoran, 2012).

Mentre l'approccio patrimoniale valuta le risorse tangibili e intangibili risorse tangibili e intangibili sommando i valori dei singoli *asset*, gli approcci reddituali e finanziari li considerano come elementi completi in grado di partecipare nel contesto dell'insieme di fattori che creano di valore. Il valore di mercato della startup è il risultato dell'interazione di variabili interne relative ai suoi *asset* tangibili e intangibili e variabili esterne relative

³³ Per questo motivo ci si riferisce a questo stadio anche come *pre-revenue*.

al mercato. La considerazione combinata di entrambi rende la possibilità di stimare i risultati futuri della startup e di valutarne il rischio.

Per quanto riguarda il metodo patrimoniale di valutazione aziendale, esso è pressoché inapplicabile per le startup. Questo perché il punto di partenza è il patrimonio netto dell'azienda, costituito dall'utile netto, dal capitale sociale e dalle riserve. È risaputo come tali elementi siano quasi inesistenti nelle startup: l'utile netto nei primi due o tre anni di vita ha spesso un valore negativo, le riserve non vengono praticamente considerate, e il capitale sociale è costituito esclusivamente dai fondi versati dai soci fondatori; si tratta quindi di voci di bilancio che non sono in grado di comunicare alcuna informazione utile all'investitore.

Andando ad analizzare il metodo reddituale, si può desumere invece come esso sia maggiormente adeguato del metodo patrimoniale per ciò che concerne la valutazione delle startup. Infatti, questo approccio permette la misurazione del valore aziendale sulla base della capacità dell'impresa di generare profitto negli anni a venire, cosa che una startup dovrebbe riuscire a fare nel corso della sua vita. Per quanto riguarda la determinazione del reddito da utilizzare come base per la valutazione, si fa riferimento al valore medio normalizzato del reddito che la startup dovrebbe produrre stabilmente negli anni futuri: pertanto, esso non viene considerato come una serie di redditi futuri, ma piuttosto come il valore medio normalizzato atteso in grado di riflettere la capacità reddituale media a lungo termine della startup, in un orizzonte temporale coerente con il modello di business. Aspetto importante è quello relativo al tasso di sconto che viene utilizzato: per le aziende pubbliche si utilizza solitamente quello ricavato attraverso le metodologie del WACC e del CAPM, mentre per le startup esso è calcolato in base al costo medio del denaro per l'investitore. Il suo valore, quindi, non dipende più dal grado di rischio della startup (Moro-Visconti, 2021).

La metodologia tradizionale che trova una migliore applicabilità nel caso delle startup è il *Discounted Cash Flow* (DCF). La ragione principale di ciò è legata al fatto che imprese come le startup hanno un'operatività altamente liquida, ovverosia i ricavi e le spese sono spesso corrispondenti ad entrate ed uscite monetarie. Prevedere i flussi di cassa di futuri è uno dei compiti fondamentali che un socio fondatore deve svolgere prima di presentarsi da un investitore. Infatti all'interno del *business plan* è sempre compreso un *financial plan*, che offre una fotografia dei possibili scenari finanziari futuri della startup. Non

sempre si tratta di dati certi, ma come detto spesso le informazioni reperibili per questo tipo di impresa sono altamente limitate.

Da questa disamina sulle metodologie tradizionali di valutazione aziendale si nota come in fin dei conti siano applicabili anche per imprese particolari come le startup. Tuttavia, quest'ultime presentano molteplici connotazioni intangibili, in quanto nella fase iniziale dell'impresa ciò che permette la sua sopravvivenza è spesso il *know-how* del management e le capacità imprenditoriali dei soci fondatori.

Per questa ragione, nel tempo sono stati creati nuovi metodi alternativi a quelli tradizionali che tengono in considerazione altri fattori assieme a quelli finanziari.

3.3 I METODI ALTERNATIVI DI VALUTAZIONE DELLE STARTUP

È stato analizzato precedentemente come sia difficile definire il valore di una startup con l'utilizzo dei metodi più frequentemente utilizzati nella pratica professionale, in quanto essi necessitano di molte informazioni e di dati contabili che le startup, per via della loro dimensione e della loro giovane età, non possono presentare.

Sono quindi stati sviluppati dei modelli di valutazione aziendale alternativi, i quali possono essere utilizzati per imprese ai primi stadi di vita e dalle dimensioni modeste. Si tratta di una serie di metodologie molto interessanti e troppo semplici per essere ignorate, che permettono di dare un'indicazione generale di quello che una piccola impresa può valere, fornendo dati su molti aspetti aziendali che i metodi tradizionali non tenevano in considerazione.

La peculiarità di queste metodologie è che possono essere utilizzate contemporaneamente per la medesima impresa, proprio perché la vanno a valutare secondo parametri differenti. Anche in questo caso non vi è dunque una formula esatta, e, come detto in precedenza, il valore della startup corrisponderà a ciò che l'investitore e i soci avranno pattuito.

Aspetto generale molto importante da tenere a mente è la distinzione tra valutazione *pre-money* e *post-money*. La prima corrisponde al valore corrisposto ad una startup prima del *round* di investimento: essa è il punto chiave della negoziazione tra i fondatori e l'investitore. La seconda invece corrisponde al valore della startup dopo il *round* di investimento. Seguirà quindi la seguente formula:

Post money Valuation

$$= \text{Pre money Valuation} + \text{Ammontare dell'investimento}$$

Questa distinzione è importante in quanto sarà sulla *post-money valuation* che si calcolerà la parte di *equity* destinata all'investitore³⁴ (Poland, 2017).

Nei prossimi paragrafi saranno analizzati i principali metodi alternativi di valutazione delle startup, utilizzati ai fini del calcolo della valutazione *pre-money*.

3.3.1) Market comp valuation method

Questo primo metodo è una delle strade più veloci ai fini di dare una valutazione alla propria startup. Esso si basa sulla comparazione dell'impresa con altre imprese che presentano affinità a livello di grandezza, a livello di idea di business, o a livello di settore occupato.

Si tratta di un approccio molto utilizzato dagli investitori per fornire una risposta veloce al quesito della valutazione. Inoltre, esso funge da mezzo di assicurazione e validazione aggiuntiva. Poniamo il caso che altri investitori abbiano già fornito i propri fondi ad una startup, la quale è stata utilizzata come confronto con la startup nella quale un soggetto X sta investendo. Ciò potrebbe significare che il grado di incertezza verso le imprese di quel settore e di quella determinata tipologia è minore (Poland, 2017).

Il *market comp method* ha trovato una grande applicazione tra gli investitori della Silicon Valley, in quanto forniva loro un perimetro all'interno del quale agire in fase di negoziazione con determinate startup.

Ma come funziona questo metodo? Così come per qualsiasi altro metodo alternativo di valutazione, il processo è molto semplice e intuitivo, e può essere riassunto in quattro step (Poland, 2017):

1. Creare un breve profilo della propria startup, attraverso una lista dei fattori cardine legati all'impresa. Solitamente vengono inseriti i seguenti:
 - Settore, ad esempio quello automobilistico
 - Nicchia, ad esempio l'assemblaggio
 - Esperienza dei soci fondatori, come titoli di studio, o esperienze lavorative passate

³⁴ Ottenuta semplicemente dividendo l'ammontare investito per il valore *post-money*.

- Sede della società
 - *Customer Traction*³⁵
 - Tipologia del business, se B2B o B2C ad esempio
 - Stadio dello sviluppo, se *early stage* o *later stage*
 - Finanziamenti precedenti, se ad esempio i soci fondatori hanno versato del capitale in precedenza, o se c'è stato un *crowdfunding*
 - Team, con informazioni sui dipendenti o su potenziali dipendenti futuri
 - Valutazione
2. Trovare una startup con caratteristiche simili seguendo i fattori sovraesposti, in modo tale da avere un confronto. Per fare ciò esistono vari siti o blog, come ad esempio AngelList³⁶ o CrunchBase³⁷
 3. Effettuare il confronto con il profilo della startup presa come campione
 4. Effettuare i vari assestamenti sulla valutazione in caso di grandi differenze. Bisogna anche considerare come alcuni fattori possono avere una rilevanza minore rispetto ad altri.

Come accennato più volte in precedenza, questo metodo non fornirà mai un valore esatto al 100%, di conseguenza l'utilizzo del solo *market comp method* risulta poco utile ai fini della valutazione. È bene infatti usarlo come perimetro di movimento per le negoziazioni, ed accompagnarlo con altri modelli valutativi.

3.3.2) Metodo Berkus

Il metodo Berkus è uno dei più famosi modelli di valutazione delle startup, in quanto estremamente semplice ed altamente intuitivo. La spiegazione inerente al funzionamento di tale metodo, la fornisce proprio il suo creatore Dave Berkus³⁸, famoso *angel investor* statunitense.

Seguendo il metodo in questione, bisogna prendere quattro elementi (più uno), e ad ognuno di essi bisogna assegnare un valore compreso tra €0 e un tetto massimo di €500.000. Questo valore ideale, tuttavia, può essere superiore così come può essere

³⁵ La *customer traction* indica che ci sono dei clienti disposti a pagare o che sono disposti ad investire sul prodotto di un'azienda.

³⁶ www.angel.co

³⁷ www.crunchbase.com

³⁸ Tale spiegazione è reperibile su YouTube (<https://www.youtube.com/watch?v=8xLrBpDGySQ&t=131s>)

inferiore: se si prende una startup high-tech situata nella California del Nord, tale valore può anche superare i €500.000, arrivando magari a 1 milione, mentre se viene osservata una piccola impresa proveniente da un piccolo Paese, il valore può anche essere di €200.000.

Il metodo Berkus può essere riassunto attraverso la seguente tabella³⁹.

Variabile	Valore	Valutazione media	Risultato
Proposta di valore	50%	500.000,00 €	250.000,00 €
Qualità manageriale del team	70%	500.000,00 €	350.000,00 €
Relazioni strategiche	100%	500.000,00 €	500.000,00 €
Prototipo funzionante	100%	500.000,00 €	500.000,00 €
Presenza di ricavi	40%	500.000,00 €	200.000,00 €
Final Evaluation			1.800.000,00 €

Tabella 3.1, elaborazione dell'autore, 2022

Andando a spiegare gli elementi della tabella:

1. Proposta di valore⁴⁰, la quale risponde alla seguente domanda: come investitore, sei abbastanza interessato, abbastanza curioso o abbastanza ammaliato dall'idea per entrare a far parte di questa azienda ed investire i tuoi soldi?
2. Qualità manageriale del team: la squadra di gestione è abbastanza buona per mantenere alto il valore della società mentre continua il suo processo di sviluppo?
3. Relazioni strategiche: ci sono clienti o fornitori che possano convalidare questo prodotto o servizio in anticipo, dandogli un valore strategico prima dell'ingresso sul mercato?
4. Prototipo funzionante: c'è un prototipo, o anche un prodotto completo? Ci siamo liberati del rischio di fabbricazione?
5. Ricavi: si tratta dell'elemento aggiuntivo, in quanto molto spesso le startup nel loro *early stage* sono prive di ricavi; nel remoto caso in cui già ci fossero, è giusto aggiungerli e prenderli in considerazione nella valutazione

Il metodo Berkus può essere utilizzato come un punto di partenza per la costruzione di ulteriori metodi valutativi. Così come ha spiegato Dave Berkus stesso, possono essere aggiunti quanti più elementi si vuole.

³⁹ I valori inseriti all'interno di essa sono esclusivamente a titolo di esemplificazione

⁴⁰ Berkus la indica come "*attractiveness of core business*"

Non a caso, infatti, sono stati creati nuovi modelli valutativi che hanno preso spunto proprio da questo metodo.

3.3.3) Metodo step-up

Il metodo step-up è un *framework* valutativo strutturato sulla base degli obiettivi completati dalla startup fino a quel momento.

Esso si basa su una serie di domande dalla risposta secca: o sì, o no. In base a queste risposte si ottiene una valutazione *pre-money* che può risultare molto utile in fase di negoziazione con gli investitori. La ragione di ciò è che all'interno di questo *framework* si risponde già a domande alle quali società di *venture capital* o *business angels* cercano risposta.

Il metodo step up può essere considerato un'evoluzione del metodo berkus, in quanto il concetto generale è lo stesso: si prendono una serie di fattori e gli si dà un valore. Nel caso del metodo step up, essendo formato da domande, per ogni risposta positiva si sale di un gradino, corrispondente ad un valore, solitamente di €250.000. Questo valore, così come lo è stato per il metodo Berkus, varia a seconda dell'ambiente in cui si trova l'impresa in questione⁴¹.

Il metodo step up può essere sviluppato come nella tabella che segue⁴²:

	Fattore di step-up	Yes?
1	La quota di mercato è superiore a €500.000.000?	
2	Il business model è altamente scalabile	X
3	I founder hanno avuto esperienze imprenditoriali in precedenza?	
4	I fondatori sono coinvolti full-time?	X
5	C'è un MVP, un prototipo, o un prodotto finito?	X
6	Il business model è stato validato dai clienti?	
7	Sono state create partnership industriali rilevanti?	X
8	La mappa d'esecuzione è stata rispettata	X
9	È presente qualsiasi tipo di protezione tecnologica?	
10	L'ambiente competitivo è favorevole?	X

Tabella 3.2, elaborazione dell'autore, 2022

⁴¹ Vi può anche essere la possibilità di utilizzare un "credito parziale" per ogni risposta positiva: ad esempio se l'ambiente è favorevole ma non è un vero e proprio "oceano blu" allora si può scegliere di inserire una valutazione di €100.000.

⁴² Il suo sviluppo è variabile e può essere fatto a discrezione dei soci fondatori o dell'investitore; l'esempio utilizzato in questo caso è il modo più comune per utilizzare questa metodologia.

Come si può notare, sono stati presi dieci elementi, inerenti a:

- Il progresso della startup verso la validazione completa sul mercato del prodotto o servizio offerto
- L'esperienza dei soci fondatori e l'impegno del team
- Il settore di mercato e l'ambiente

Questi elementi sono considerati il punto di partenza di ogni discussione con investitori esperti (Poland, 2017).

Nell'esempio mostrato nella tabella 3.2, sono presenti sei risposte positive. Di conseguenza, facendo le dovute moltiplicazioni, il valore *pre-money* della startup è di €1.500.000.

3.3.4) Metodo Scorecard

Il metodo *Scorecard*, noto anche come *Benchmark Method*, rappresenta anch'esso un'evoluzione del metodo Berkus. Esso si basa su una logica di tipo comparativo, in quanto la valutazione è effettuata confrontando la startup in questione con altre imprese comparabili in relazione a specifici fattori, di cui:

- Capacità di gestione da parte del team
- Grandezza dell'opportunità di mercato, ovverosia le potenzialità che l'idea può offrire in termini di crescita futura
- Prodotto e tecnologia, la presenza quindi di un *Minimum Valuable Product (MVP)* o se vengono utilizzate tecnologie particolarmente innovative
- Contesto competitivo, in quanto un ambiente con poca competizione favorisce economie di scala
- Marketing, vendite, partnership, ovverosia la presenza di canali di validazione dell'idea prima dell'uscita effettiva del prodotto o servizio sul mercato
- Necessità di investimenti aggiuntivi
- Altri fattori

Ad ognuno di essi viene applicata una percentuale, la quale indica il peso di questi fattori sulla valutazione finale. Questo peso può essere cambiato in base alla startup presa in esame, ma solitamente chi applica questo metodo solitamente tende a rimanere allineato con i valori standard.

Successivamente, in base a ciascun fattore, verranno assegnati dei punteggi ai fini dell'analisi comparativa con altre startup. Essi potranno andare dallo 0% al 100%, ma si può anche superare questa soglia se lo si ritiene corretto. Un punteggio inferiore a 100% viene assegnato qualora l'azienda target venga ritenuta più debole delle comparabili; un punteggio superiore al 100% indicherebbe il contrario (Gonella, Talarico, 2021).

Il passo successivo riguarda l'assegnazione di una valutazione media alle startup usate come confronto: essa, moltiplicata per il peso di ogni fattore e il loro punteggio, darà la valutazione per ciascuno dei fattori. La somma di questi ultimi valori corrisponderà alla valutazione *pre-money* della startup.

Il metodo *Scorecard* può essere raffigurato come nella tabella che segue.

Fattore di confronto	Ponderazione (in %)	Score	Risultato
Team	30%	50%	300.000,00 €
Grandezza dell'opportunità di mercato	25%	100%	500.000,00 €
Prodotto / Tecnologia	15%	20%	60.000,00 €
Contesto competitivo	10%	10%	20.000,00 €
Marketing / Canali di vendita / Partnership	10%	100%	200.000,00 €
Necessità di investimenti aggiuntivi	5%	10%	10.000,00 €
Altro	5%	5%	5.000,00 €
Valutazione media			2.000.000,00 €
Final Evaluation			1.095.000,00 €

Tabella 3.3, elaborazione dell'autore, 2022

Come si può notare dalla tabella 3.3, il valore del team è pari a €300.000, ed è stato ottenuto moltiplicando il peso di 30% per il punteggio di 50%, e il risultato è stato moltiplicato per la valutazione media di €2.000.000.

Il metodo *Scorecard* è un modello valutativo molto versatile, in quanto non soltanto permette di dare un valore ai fattori di successo della startup, ma li compara con altre imprese simili. Questo permette all'investitore di avere una visione più chiara e completa del proprio potenziale investimento, riducendo anche il suo rischio.

3.3.5) Risk factor summation method

Il *risk factor summation method* rappresenta un ulteriore modello idoneo a realizzare una valutazione *pre-money* di startup. La peculiarità di esso è il fatto che si poggia su una gamma molto ampia di fattori di rischio legati all'impresa. Essi sono i seguenti:

- Rischio di gestione, inteso come il rischio che il management non sviluppi strategie adeguate ai fini dello sviluppo dell'impresa
- Fase del business, ovverosia il rischio è legato alla vita dell'impresa: una startup in fase di *seed* sarà sicuramente più rischiosa di una che già si trova nell'*early stage*
- Rischio politico e burocratico, quindi tutti quei rischi legati a regolamentazioni presenti nei Paesi in cui si costituisce la società: una startup dell'industria farmaceutica potrebbe incontrare leggi e regolamenti diversi a seconda se sia stata costituita in Italia o in California
- Rischio di produzione, legato all'esistenza o meno di un prodotto già in funzione: nel caso ancora non sia stato creato, il rischio sarebbe sicuramente più elevato
- Rischio di vendita e marketing, associato quindi a tutta la parte che riguarda la promozione del brand e della startup stessa: quanto sarà facile pubblicizzare l'idea? Quanto potrebbe risultare dispendiosa la campagna di marketing?
- Rischio di finanziamento o aumento di capitale, considerando che le startup raramente si fermano ad un solo round di investimento, e per sviluppare le loro idee necessitano di un gran numero di risorse finanziarie: un aumento di capitale, a grandi linee, significherebbe la vendita di una quota della società in cambio di una somma di denaro
- Rischio di concorrenza, ovverosia il rischio che possano esserci altre imprese potenzialmente in grado di mangiare quote di mercato
- Rischio tecnologico, spesso collegato al rischio di produzione; esso però si discosta da esso, in quanto è legato alla tipologia di tecnologie utilizzate per sviluppare l'idea di business e il prodotto o servizio: una startup operante nel settore del digitale dovrà sicuramente utilizzare tecnologie più innovative di una startup operante nel settore commerciale
- Rischio di contenzioso: esso si riferisce alla possibilità di incorrere in cause legali nel corso dello sviluppo dell'idea di business
- Rischio internazionale, ovverosia il rischio di dover in futuro espandersi obbligatoriamente all'estero al fine di poter proseguire l'attività ed evitare che essa si ristagni
- Rischio reputazionale, legato quindi all'immagine della startup verso i clienti

- Rischio di *exit*

Per ognuno di questi rischi si può assegnare un *rating* che va da -2 a +2, a cui corrisponde un premio in caso il valore sia positivo, o uno sconto in caso il valore sia negativo. I vari premi e gli sconti si andranno poi a sommare algebricamente; il valore ottenuto verrà nuovamente sommato alla valutazione media delle startup comparabili, così come accaduto per il metodo *scorecard*. Anche il *risk factor summation method* si basa su una logica comparativa.

Come si calcola il premio o lo sconto per ogni tipologia di rischio? Ad ogni punto di rating si aggiunge o si toglie un valore di €250.000:

- -2: vuol dire che il rischio è molto elevato, quindi il valore sarà -500.000€
- -1: il rischio è presente ma non è molto elevato, quindi il valore sarà -250.000€
- 0: situazione neutrale
- 1: la situazione è positiva, quindi il valore sarà +250.000€
- 2: la situazione è altamente positiva, quindi il valore sarà +500.000€

Il metodo in questione può essere raffigurato come segue:

Tipologia di rischio	Range	Valutazione
Rischio di gestione	1	250.000,00 €
Fase del business	-1	- 250.000,00 €
Rischio politico e burocratico	2	500.000,00 €
Rischio di produzione	-1	- 250.000,00 €
Rischio di vendita e marketing	2	500.000,00 €
Rischio di finanziamento / aumento di capitale	0	- €
Rischio di concorrenza	-2	- 500.000,00 €
Rischio tecnologico	-2	- 500.000,00 €
Rischio di contenzioso	2	500.000,00 €
Rischio internazionale	-1	- 250.000,00 €
Rischio reputazionale	2	500.000,00 €
Rischio di exit	0	- €

Valutazione media	2.000.000,00 €
Final Evaluation	2.500.000,00 €

Tabella 3.4, elaborazione dell'autore, 2022

Nell'esempio in questione, esposto all'interno della tabella 3.4, la somma dei valori assegnati ad ognuno dei rischi è pari a +500.000€. Questa quantità è stata poi sommata algebricamente alla valutazione media delle startup comparabili, ottenendo una valutazione *pre-money* di €2.500.000.

Un aspetto positivo di questo modello valutativo è il fatto che mette in chiaro agli investitori quali sono i principali rischi che la startup potrebbe incontrare nel suo percorso, ma anche quali sono le opportunità che essa potrà sfruttare.

3.3.6) Metodo Venture Capital

Il *Venture Capital Method* rappresenta la principale metodologia di valutazione delle startup che si basa su fondamenti quantitativi, al contrario dei metodi visti fino ad ora che avevano una prospettiva qualitativa, incentrata quindi su determinate qualità dell'azienda. Il *VC method* invece utilizza indicatori e voci di bilancio, come i ricavi attesi, il ROI atteso, o il *Price on Earnings ratio*. Questo metodo dunque ignora completamente fattori come l'esperienza del management, o la *customer traction*, o gli step acquisiti (Poland, 2017).

Il metodo è stato originariamente introdotto dal Professor William A. Sahlman, della Harvard Business School, e si basa sull'idea che al fine di derivare la valutazione *pre-money* della startup bisogna soddisfare il ritorno atteso sull'investimento richiesto dai *business angels* o i VC con i quali si sta negoziando. Questo metodo richiede tre elementi fondamentali:

- Un *exit value*, ovvero il valore al quale si intende vendere la startup quando lo si riterrà necessario; si tratta di un valore molto complesso da prevedere, ma lo si può desumere facendo previsioni sui ricavi attesi dell'azienda nel corso della sua vita
- Delle proiezioni finanziarie, come appunto i ricavi attesi nell'anno in cui si prevede effettuare l'*exit*; assieme ad essi è importante calcolare il *Price on Earnings ratio*, o *P/E multiple*, ma ciò è possibile soltanto per startup già in uno stadio di vita più avanzato
- Un ROI atteso: se il VC non ritiene che la startup possa raggiungere un determinato ROI, non investirà in essa

Come anticipato, il *VC method* si basa su una logica quantitativa, dunque è necessario comprendere quali sono le formule principali da utilizzare. L'obiettivo fondamentale del metodo è andare a ritroso, quindi partire dall'*exit value* per poi determinare la *post-money valuation* e quindi il ROI desiderato dall'investitore.

La prima equazione si basa proprio su questo concetto, e si sviluppa come segue:

$$\frac{\text{Exit Value}}{\text{Post money Valuation}} = \text{ROI atteso}$$

Da cui:

$$\frac{\text{Exit Value}}{\text{ROI atteso}} = \text{Post money Valuation}$$

Bisogna quindi tentare di calcolare quello che è l'*exit value*. Come accennato in precedenza, determinare quel valore può risultare complicato. Se ci si trova particolarmente in difficoltà, esso può essere calcolato basandosi sui ricavi attesi nell'anno in cui si ritiene sarà effettuata l'*exit*. Ad esempio se si ritiene che nel settore in cui si opera le startup vengano acquisite per un valore pari a due volte i ricavi annuali, allora se i ricavi sono pari a due milioni l'*exit value* sarà pari a quattro milioni. Un altro modo di ottenere questo valore è quello di moltiplicare sempre i ricavi annuali ma stavolta per il *P/E multiple*.

Una volta ottenuto l'ammontare dell'*exit value*, si può procedere con il calcolo della valutazione *post-money*, semplicemente dividendo tale valore per il ROI che l'investitore si aspetta di ottenere, come visto nelle formule in precedenza.

La valutazione *pre-money* si ottiene poi sottraendo dalla valutazione *post-money* l'ammontare di investimento richiesto.

Il *VC method* può essere quindi riassunto dalla tabella che segue.

Ricavi annuali (exit year)	1.250.000,00 €
Exit Year	7
P / E	10
ROI atteso	30%
Post money Valuation	1.992.078,95 €
Investimento richiesto	500.000,00 €
Quota destinata all'investitore	25%
Pre money Valuation	1.492.078,95 €

Tabella 3.5, elaborazione dell'autore, 2022

Così come per qualsiasi altra metodologia di valutazione, il *VC method* da solo non può determinare il vero valore della startup, proprio per la mancanza di componenti qualitative. Esso va dunque affiancato con gli altri metodi, al fine di poter avere un quadro completo.

3.3.7) First Chicago Method

Nella pratica comune esiste un'ulteriore metodo basato su una logica quantitativa. Si tratta del *First Chicago Method*. Esso si basa sull'osservazione e sulla previsione di scenari differenti, principalmente tre: *best case*, *worst case*, *mid case*. Ognuno di questi scenari viene ponderato secondo la probabilità che esso possa accadere.

I calcoli che vengono effettuati sono molto simili al *VC method*. Infatti per la valutazione di ogni scenario si applicano i medesimi principi, semplicemente inserendo dei valori differenti a seconda della situazione. Ad esempio il *best case scenario* potrebbe prevedere delle entrate annuali di venti milioni, con un ROI richiesto del 20%; mentre nel *worst case scenario* il ROI richiesto potrebbe essere lo stesso ma il valore dei ricavi annuali potrebbe essere di cento mila, con la conseguenza che il valore della startup sarà estremamente più basso.

La valutazione finale *post-money* si otterrà sommando le valutazioni di ogni scenario.

Il *First Chicago Method* può quindi essere riassunto come nella tabella che segue.

Scenario	Value	Ponderazione	Post-money Valuation
Best	25.000.000,00 €	5,00%	1.250.000,00 €
Mid	5.000.000,00 €	45%	2.250.000,00 €
Worst	100.000,00 €	50%	50.000,00 €
Final Post-money Valuation			3.550.000,00 €

Tabella 3.6, elaborazione dell'autore, 2022

Dall'analisi appena effettuata, si nota una delle caratteristiche più importanti del *First Chicago Method*, ovvero il fatto che considera più scenari, e assegna loro il giusto peso in relazione alla facilità con cui essi possano realizzarsi.

3.4 CONCLUSIONI SUI METODI DI VALUTAZIONE DELLE STARTUP

Secondo quanto osservato nel corso del capitolo, il tema della valutazione aziendale, quando si parla di startup, risulta prendere una connotazione piuttosto ambigua rispetto ai casi tradizionali di valutazione di aziende pubbliche.

Si è arrivati alla conclusione che i metodi tradizionali non siano propriamente adatti alle imprese di nuova nascita, in quanto esse, come analizzato in precedenza, sono prive di una storia, e non possiedono quindi né informazioni, né una reputazione che possa garantire loro un valore aggiunto agli occhi dei soggetti esterni all'azienda.

I metodi alternativi analizzati nel capitolo hanno fornito quindi una strada diversa, che può essere percorsa al fine di arrivare a dare una valutazione a delle imprese che hanno il potenziale di diventare qualcosa di straordinario, ricordando come una delle caratteristiche cardine delle startup sia proprio la scalabilità. Questi metodi alternativi hanno posto l'attenzione su fattori molto importanti per questa tipologia di imprese: infatti, non potendosi esse appoggiare su informazioni quantitative, devono poter dimostrare il loro valore basandosi su *driver* inerenti ad aspetti di tipo qualitativo, come le capacità e le esperienze del team, o i vari rischi che una startup può incontrare; si tratta di fattori che non possono essere misurati, in quanto non hanno una natura numerica, ma una loro attenta analisi è di vitale importanza per poter ambire al successo.

Come si è visto, i metodi alternativi presentano comunque molte lacune, rendendoli quindi spesso poco attendibili. Nel loro caso il proverbio "l'unione fa la forza" risulta alquanto calzante, considerando che più metodi vengono utilizzati, maggiore sarà il perimetro di movimento dell'investitore. L'utilizzo del *risk factor summation method* permette di dare un'ottica completa sui rischi principali in cui l'impresa potrebbe incorrere, il *VC method* consente di avere una valutazione incentrata prettamente sui valori finanziari, mentre il *First Chicago Method* consente di visionare gli scenari possibili.

La cosa certa è che non esiste un metodo migliore dell'altro: essi vanno utilizzati insieme e vanno integrati. La scelta su quale di essi avrà un peso maggiore nella valutazione finale spetta agli investitori: perché, in fin dei conti, come spiegato ad inizio capitolo, la startup

vale quanto ciò che viene accordato tra i soci fondatori e l'investitore, e il suo valore è frutto di una mera negoziazione delle parti.

Nel corso del prossimo capitolo verrà analizzato il caso di TalkAbout, piccola startup italiana nata nell'ambiente dell'università Luiss Guido Carli. Con la collaborazione della piattaforma Starting Finance, è stato possibile effettuare una valutazione aziendale, con l'utilizzo di alcuni dei metodi esposti all'interno di questo capitolo.

APPENDICE : IMPATTO DEL COVID-19 SULLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

Come ormai si è potuto constatare nel corso degli ultimi due anni, la pandemia mondiale causata dal Covid-19 ha sicuramente provocato conseguenze spiacevoli per moltissimi settori dell'economia, reale e non.

A causa della situazione, anche il settore del *Private Equity* e del *Venture Capital* ha dovuto effettuare una serie di cambiamenti nelle metriche di valutazione.

I dati vengono forniti dall'analisi effettuata il 14 aprile 2020 da Duff&Phelps⁴³ Italia , e suggeriscono di:

- Incrementare l'Equity Risk Premium italiano di almeno 0,5 punti percentuali, quindi passare dal 5% al 5,5% o 6%
- Stabilizzare il risk free italiano ad un valore del 2%

Come osservato nei precedenti capitoli, tali parametri vanno ad influenzare il valore del WACC e, conseguentemente, diminuendo il valore complessivo delle imprese valutate, in quanto rendono più oneroso il costo del capitale e dell'*equity*.

⁴³ Duff&Phelps è una multinazionale statunitense fondata nel 1932 che si occupa di consulenza finanziaria e ha sede a New York.

CAPITOLO 4 : CASO STUDIO LA STARTUP TALKABOUT

4.1 INTRODUZIONE AL CASO STUDIO

Nel corso del capitolo verrà presa in analisi una startup da me fondata, che prende il nome di TalkAbout.

Nel settembre 2020, tre studenti universitari, nonché amici, hanno deciso di sedersi in una stanza e discutere sulla creazione di un'idea: non si sapeva quale fosse, c'era soltanto voglia di esprimere la propria creatività.

Presto le menti in gioco sono diventate cinque, e dopo svariati incontri e discussioni l'ossatura dell'impresa era ormai costituita: l'idea imprenditoriale era assodata, il team consolidato e i ruoli definiti. L'obiettivo era la creazione di una piattaforma di *social networking* che si differenziasse dai *player* presenti sul mercato (Facebook, Instagram, o Twitter) e che offrisse all'utente un'esperienza completamente nuova. Essa si sarebbe basata sulla possibilità di aprire veri e propri tavoli di discussione sui contenuti che gli utenti avrebbero pubblicato. TalkAbout avrebbe presentato inoltre una connotazione etica, per via dell'eliminazione della classica funzione del “mi piace”, o l'eliminazione del concetto di “amico” o “*follower*”, funzioni dei *social network* che sono sempre stati causa della creazione di molti pregiudizi, specialmente tra i giovani.

Lo sviluppo della piattaforma non era di certo compito facile, e il team iniziale non aveva le competenze necessarie per tale fine. Ciò finché finalmente, dopo settimane di ricerca, non è arrivata l'adesione al gruppo e l'ingresso in società di due programmatori informatici esperti, rendendo concreta la possibilità di sviluppare il prodotto.

A marzo del 2021, il team ha avuto modo di partecipare alla *startup competition* organizzata dalla nota Starting Finance⁴⁴, *community* italiana costituita da più di 500mila utenti, la quale si occupa di discutere e informare su temi inerenti il settore economico-finanziario.

Nonostante l'idea di startup di TalkAbout si fosse posizionata al settimo posto, Starting Finance ha concesso al nostro team un servizio di consulenza per la redazione del *financial plan*, ovvero sia quel documento che illustra il piano economico e finanziario

⁴⁴ <https://corporate.startingfinance.com/#/>

della startup. All'interno di esso doveva essere presente una sezione inerente alla *valuation* della startup, secondo i metodi Berkus, Scorecard, e Venture Capital.

Il seguente capitolo si incentrerà proprio sulla spiegazione di come il team finanziario di TalkAbout ha svolto la valutazione della propria startup. L'obiettivo è inoltre quello di dimostrare se le metodologie analizzate nel corso del terzo capitolo possano essere idonee, e se possano rappresentare quindi un *framework* valutativo realistico.

4.2 TALKABOUT STARTUP

4.2.1) Che cos'è TalkAbout?

TalkAbout è una piattaforma di *social networking* che permette di connettersi con il mondo intero in base ai propri interessi, attraverso una divisione in categorie mai realizzata in precedenza su una piattaforma e con una *User Experience* totalmente innovativa. Vanta inoltre l'assenza di "mi piace", sostituito con il "mi rappresenta", in modo tale da spronare l'utente a interagire con ciò che più ama: ciò in quanto si vanno a fondere le due maggiori interazioni dei competitors, rappresentate dal "like" e dallo "share", in un'unica interazione che va a rendere l'esperienza dell'utente maggiormente intuitiva e rappresentativa.

Il nome dell'applicazione nasce dall'omonima funzione "TalkAbout", che rappresenta la nuova frontiera della comunicazione. Essa fa sì che qualsiasi utente possa aprire una discussione su un determinato argomento⁴⁵, ed essere collegato all'istante con altri utenti che presentano una profilatura simile. Ciò con l'obiettivo cardine di favorire le relazioni interne degli utenti ed evitare fenomeni sociali negativi che spesso si sono verificati sulle varie piattaforme di *social networking*. Tramite la funzione del "TalkAbout", si consente quindi di creare una *community* globale basata sugli interessi comuni degli utenti.

Talkabout sarebbe quindi il primo *social network* a dare la giusta importanza alle interazioni degli utenti: ciò è rafforzato anche dalla sostituzione dei commenti pubblici con delle semplici reazioni, in modo tale da lasciare spazio alle discussioni più ampie in via privata tra utenti.

⁴⁵ Tale argomento può essere preso da un'intera categoria di contenuti o da un singolo post

In altre parole, TalkAbout lotta per la salvaguardia dell'aspetto più umano degli utenti di un *social network* fornendo fattori di aggregazione e spazi di condivisione di ogni tipo di contenuto.

4.2.2) Il Team

Chi in un modo o chi in un altro, ogni membro del team di TalkAbout ha una gran voglia di dimostrare al mondo ciò di cui è capace. Nonostante le difficoltà nei vari percorsi di vita, con dedizione e con duro lavoro tutto è sempre stato superato. Voglia di vincere, voglia di creare, voglia esprimere sé stessi, è proprio ciò che accomuna questa squadra. Essa si compone di:

- Valerio Stracqualursi: ricopre la carica di CEO, data la sua spiccata genialità, nonché la sua immensa dedizione dimostrata nel corso dei mesi per lo sviluppo della startup, il che lo ha portato ad essere il leader del gruppo; ha lavorato come operaio specializzato nell'azienda di famiglia, unica sua esperienza professionale
- Edoardo Maria Bisignani: ricopre la carica di COO; un soggetto dotato di grande capacità imprenditoriale, spiccate doti dialettiche e abilità notevoli per quanto riguarda il *problem solving*; la sua esperienza scolastica risulta essere al limite della perfezione, considerando non solo gli ottimi risultati in termini di voti, ma anche il raggiungimento di obiettivi esterni come la vincita di numerosi premi in diverse simulazioni ONU e del Parlamento Italiano; attualmente ricopre la carica di Development Consultant di JELU⁴⁶
- Edoardo Baiocco, il sottoscritto: ricopre la carica di CFO, data la sua forte passione per la finanza aziendale; il suo background è costituito da numerose esperienze internazionali, tra cui un soggiorno di sei anni a Parigi e lo scambio interculturale a Londra ai fini del progetto COMENIUS; attualmente lavora come responsabile operativo nelle scuole presso il centro nazionale contro il bullismo Bulli Stop
- Alex Iaboni: ricopre la carica di CTO, per via della sua esperienza di più di dodici anni come *back-end developer*; oltre a ciò, la sua esperienza vanta di un primato

⁴⁶ Acronimo per "Junior Enterprise Luiss University", società di consulenza che offre servizi alle imprese quali analisi di mercato, marketing, business plan e consulenza legale

nazionale ai WorldExcel games, nonché l'iscrizione all'Albo Nazionale delle Eccellenze INDIRE

- Edoardo Minuti: ricopre la carica di CMO, viste le sue notevoli doti comunicative, associate ad una grande inventiva e continua ricerca di innovazioni; grande abilità di *teamworking*; futuro studente magistrale in *Strategic Management*
- Silvio Calore: ricopre la carica di CGO, considerando il suo lato creativo e il suo sguardo sempre rivolto all'innovazione; la sua carriera accademica è notevole, considerando la frequentazione del progetto Erasmus presso la Aarhus University e la futura frequentazione della ESCP Business School di Parigi
- Lisa Trombetti: ricopre la carica di Analyst Developer, grazie alla sua laurea triennale in ingegneria informatica conseguita con 110 e Lode/110

L'idea era di optare per il regime societario di Società a Responsabilità Limitata (S.R.L.) e, rispettando tutti i requisiti previsti dalla legge, si sarebbe provveduto alla richiesta per l'ottenimento dello status di Startup Innovativa. Tale status avrebbe reso possibile l'accesso al credito in maniera più semplice.

A livello di organigramma, si è optato per una struttura funzionale durante l'espansione territoriale e nazionale, in modo tale da permettere l'ottenimento di economie di scala. Inoltre, avendo la startup come oggetto un unico prodotto, ovvero sia la piattaforma di *social networking*, la struttura funzionale risultava la più coerente⁴⁷.

In caso di futura espansione su mercati internazionali, si sarebbe optato per una struttura a matrice internazionale, per permettere la gestione dei processi in maniera chiara e definita al fine di attuare strategie differenti in ogni contesto geografico senza tralasciare la velocità di comunicazione tra i dipartimenti.

La velocità di comunicazione interna si è rivelata necessaria per l'attuazione di strategie reattive e dinamiche nell'organizzazione aziendale. Per questo motivo, al fine di garantire una continua interazione tra i membri del team, è stato fondamentale l'utilizzo della piattaforma di comunicazione Discord.

⁴⁷ La struttura funzionale fa riferimento ad una divisione dei compiti per "funzioni": è quindi presente la funzione marketing, la funzione produzione, la funzione affari legali ecc.; il contrario della struttura funzionale è la struttura divisionale, in cui vi è una distinzione "per prodotto": ad ogni prodotto convergono quindi più funzioni (Daft, 2021).

4.2.3) Business Model

Considerando che la vita della startup si è interrotta dopo solo un anno, il seguente business model non è mai stato veramente realizzato. Verrà spiegato ciò che il team aveva intenzione di fare, e quali sarebbero state le operazioni cardine per tentare di raggiungere il successo.

4.2.3.1 Strategia

Il business model di TalkAbout era basato sulla monetizzazione tramite *Ads*⁴⁸ della piattaforma sviluppata in forma di *App*. La maggior parte dei costi sarebbe stata quindi definita dall'utilizzo di server esterni per la gestione e il trasferimento di dati perlopiù multimediali.

Per la fornitura di servizi di *advertising* si era pensato di stipulare un accordo con il servizio GoogleAds, per poi implementare in futuro un servizio interno al fine di aumentare i ricavi da *ads*.

Data l'enorme quantità di dati in entrata e in uscita che si era prevista, nel primo anno si era pensato di stipulare un accordo con il servizio di *storage* DigitalOcean⁴⁹, per poi implementare nel tempo, dal terzo anno di attività in poi, i server interni per abbattere i costi di gestione dei dati.

I partner commerciali sarebbero quindi stati rappresentati dai fornitori di servizi alla società, ovverosia la collaborazione commerciale con DigitalOcean per la fornitura di server e con GoogleAds per la fornitura di *native ads*.

I partner di capitale di rischio sarebbero stati rappresentati invece dall'ingresso di *Venture Capital* e/o *Business Angels* nella società.

4.2.3.2 Risorse

Al momento della collaborazione con il team di Starting Finance, si stava provvedendo alla ricerca e alla richiesta di un investimento di € 250.000 da destinarsi al settore ricerca e sviluppo, al settore marketing e alla copertura di altri costi operativi.

La partecipazione a *startup competition* e la candidatura presso eventi e incubatori sarebbe stata svolta contemporaneamente al reperimento di capitale tramite *Business*

⁴⁸ Gli *Ads* si riferiscono a tutto ciò che riguarda il processo di inserzioni e pubblicità

⁴⁹ DigitalOcean, Inc. è un'organizzazione americana di *provider* di infrastrutture cloud. La sede centrale di Digital Ocean si trova a New York City con *data center* in tutto il mondo. <https://www.digitalocean.com>

Angels e/o fondi di *Venture Capital*. TalkAbout avrebbe inoltre approfondito delle collaborazioni con alcune realtà universitarie per la richiesta di investimenti tramite club di investitori affiliati, come ad esempio il servizio di incubazione “LUISS Enlabs”.

Dopo un determinato periodo di tempo, sarebbe seguito un secondo round di investimento a seguito della validazione dell’idea sul mercato, che avrebbe permesso l’aggiornamento di funzioni specifiche e l’ampliamento dell’utilizzo di sistemi di intelligenza artificiale all’interno dell’applicazione. Questo secondo round di investimento si era stimato essere da € 1.000.000. La cifra potrebbe sembrare elevata, ma bisogna considerare come altre startup simili come Clubhouse abbiano ricevuto fondi molto più elevati, senza neanche essere usciti effettivamente sul mercato. Inoltre l’alta specializzazione e le moderne tecnologie da impiegare nello sviluppo aziendale rendono necessario il reperimento di investimenti esterni per far fronte alle risorse limitate di cui il team di TalkAbout dispone. Si era pensato di suddividere il primo round di investimento di € 250.000 come segue:

- € 162.000 (65%): R&D, di cui l’assunzione di un *Senior Backend Developer* e di un *Senior AI Developer*
- € 58.000 (23%): Marketing, di cui l’utilizzo di un banner web, partnership con *influencer* con medio bacino di utenza, partecipazione e *sponsorship* di eventi
- € 30.000 (12%): Costi operativi, di cui ufficio, equipaggiamento e prove server

La distribuzione del secondo round di investimento di € 1.000.000 era da definire in futuro secondo due scenari:

1. Nel caso in cui la crescita fosse rimasta costante o sotto le aspettative ci sarebbe stata la possibilità di coprire i costi dei server (R&D) con il primo round di investimento e con le *revenue*; si sarebbe invertita quindi la priorità tra R&D e Marketing
2. Nel caso in cui la crescita fosse risultata immediata o sopra le aspettative ci sarebbe stata possibilità di sfruttare il momento di crescita per implementare nuove funzioni e ridurre il *churn rate* che si sarebbe potuto verificare

Per ciò che riguarda le fonti di finanziamento proprie, esse sarebbero state oggetto di conferimento durante la costituzione societaria per il versamento del capitale minimo richiesto dalla forma societaria adottata. Si era pensato di provvedere in seguito all’aumento di capitale sociale tramite finanziamento dei soci e, negli anni, alla

destinazione dell'utile di esercizio a titolo di investimento interno per l'implementazione di tutti i settori di competenza della società.

4.2.4) Ecosistema sociale e competitivo

Partendo da un'analisi dell'ambiente interno, è stata effettuata una *SWOT analysis*⁵⁰. I punti di forza di TalkAbout puntavano ad accrescere il valore aggiunto dell'app. L'obiettivo finale era la distribuzione di massa di una piattaforma di *social networking* che potesse posizionarsi in un mercato preesistente, ma con il fine di ridefinire gli standard della comunicazione. I punti di debolezza nascevano dalla stessa ridefinizione che veniva proposta: sarebbe potuto quindi venir meno la comprensione di fondo che si voleva attuare con lo sviluppo della piattaforma TalkAbout. Le opportunità riguardavano le innovazioni che avrebbero portato la User Experience ad essere più dinamica, diretta e intuitiva per l'utente finale al fine di riequilibrare la comprensione dei valori apportati. Le minacce erano rappresentate dai competitors che detengono porzioni di mercato considerevoli e dal fatto che gli utenti di piattaforme più tecniche avrebbero potuto non rilevare l'innovazione in TalkAbout. Bisogna inoltre menzionare la difficoltà che si sarebbe presentata nell'individuare il cambiamento sociale e l'accettazione dello stesso. Andando adesso ad osservare l'ambiente esterno, il settore di riferimento era quello delle piattaforme di *social networking*, in cui troviamo *competitors* come Facebook, Instagram, TikTok, Snapchat, YouTube, Twitter e Clubhouse. Data la strategia di ridefinizione del settore si era previsto un inserimento che avrebbe permesso agli utenti di altri *social network* di spostarsi in TalkAbout, mantenendo comunque ferma la possibilità di utilizzare diverse piattaforme contemporaneamente in base ai propri gusti. Dato l'utilizzo passivo e il tasso di abbandono degli altri *social* in soggetti con un'età media di 25 anni si era previsto che tali soggetti potessero essere i primi fruitori della nostra piattaforma. Nel settore delle piattaforme di *social networking*, TalkAbout andrà si sarebbe posizionata sul punto di equilibrio tra adattività, categorizzazione e qualità della discussione, caratteristiche che non coesistono sulle altre piattaforme, ma che l'utente medio richiede.

⁵⁰ L'analisi SWOT permette di identificare i punti di forza (Strengths), le debolezze (Weaknesses), le possibilità (Opportunities) e i pericoli (Threats) di un progetto

Piattaforme come Facebook e Quora riescono a definire la piattaforma nell'ambito della discussione riuscendo a fornire un'esperienza di dialogo e confronto molto ampia. Twitter e Instagram riescono ad adattarsi perfettamente all'utente mantenendo un grado di discussione molto alto. Reddit si posiziona tra le piattaforme altamente categorizzate e discussive poiché permette, con i subreddit, di creare luoghi di discussione ad hoc. TikTok e Youtube riescono ad essere altamente adattivi ma non favoriscono la discussione e la categorizzazione. LinkedIn e Pinterest rappresentano la categorizzazione e, il secondo, riesce a posizionarsi anche tra le piattaforme categorizzanti.

Il *Total Addressable Market* di TalkAbout è rappresentato da chiunque abbia accesso a internet nel mondo (4,88 mld)⁵¹. Si pone come *Serviceable and Obtainable Market* il numero degli utenti già attivi sui social network odierni (4,55 mld). TalkAbout si sarebbe ritenuto competitivo al raggiungimento di una quota di mercato pari a circa il 5% del mercato potenzialmente ottenibile (200 milioni di *users* su TalkAbout).

4.3 LA VALUTAZIONE DI TALKABOUT

Nel seguente paragrafo verrà presentato il processo di valutazione di TalkAbout. Come accennato in precedenza, esso è stato effettuato in collaborazione con la *community* di Starting Finance, la quale ci ha richiesto di valutare la startup secondo tre metodi: Berkus, Scorecard, e Venture Capital.

Il team finanziario di TalkAbout, costituito dal sottoscritto e dal CEO Valerio Stracqualursi, ha ritenuto opportuno l'utilizzo di ulteriori metodi oltre a quelli elencati da Starting Finance, al fine di ottenere una valutazione più completa e che coprisse più aspetti. Sono stati infatti utilizzati tutti i metodi elencati nel capitolo 3, eccezione fatta per il metodo del *Market Comp*, in quanto non ritenuto necessario.

4.3.1) Berkus Method

Il primo metodo utilizzato è stato il metodo Berkus, per via della sua semplicità. Come valutazione media è stato selezionato un valore pari a € 500.000, rimanendo nello standard e seguendo la linea generale che il metodo consiglia. Un *social network*

⁵¹ <https://datareportal.com/reports/digital-2021-october-global-statshot>

normalmente risulta essere un prodotto che può portare a ricavi esorbitanti, basti vedere giganti come Facebook o Twitter, quindi in teoria si poteva ricorrere ad un valore più elevato rispetto allo standard di 500.000; si è ritenuto tuttavia che tale valore fosse corretto, in quanto è stato tenuto in considerazione il fatto che TalkAbout sarebbe nata in Italia, e non nella Silicon Valley, luogo certamente più aperto ad innovazioni di questo tipo.

La valutazione secondo il metodo Berkus è stata dunque sviluppata come segue:

Variabile	Valore	Valutazione media	Risultato
Proposta di valore	100%	500.000,00 €	500.000,00 €
Qualità manageriale del team	50%	500.000,00 €	250.000,00 €
Relazioni strategiche	30%	500.000,00 €	150.000,00 €
Prototipo funzionante	40%	500.000,00 €	200.000,00 €
Presenza di ricavi	10%	500.000,00 €	50.000,00 €
Valutazione finale			1.150.000,00 €

Tabella 4.1, elaborazione dell'autore, 2022

Andando ad analizzare le varie voci:

- Proposta di valore: il core business è attrattivo al 100% poiché la potenzialità di un *social media* è data dalla viralità che genera; per questo motivo non ci sono limiti teorici che le altre tipologie di business presentano; le possibilità di economie di scala sono dunque molto elevate
- Qualità manageriali del team: esse sono state valutate al 50% poiché non sono state ancora testate sul campo; tuttavia la preparazione teorica del gruppo risulta essere di buon livello, data la presenza di due programmatori esperti nei ruoli di CTO e Analyst Developer, nonché di studenti universitari di alto livello, che ricoprono i ruoli rimanenti
- Relazioni strategiche: ancora nessun riscontro sulla validazione dell'idea; tuttavia la quasi ufficiale partnership commerciale con DigitalOscean, la collaborazione con Starting Finance, la presenza di un COO legato alla realtà di JELU, nonché ulteriori collegamenti personali del team, hanno fatto sì che questo parametro venga valutato al 30%

- Prototipo funzionante: al momento della valutazione, il prodotto non era ancora completo; tuttavia era stato sviluppato un mockup e una *closed alpha* riservata a investitori e *early adopters* era ormai pronta all'uscita; di conseguenza il seguente parametro è stato valutato al 40%
- Presenza di ricavi: secondo il piano finanziario della startup, i primi ricavi si sarebbero iniziati a vedere verso la metà del 2022, attraverso l'inserimento di inserzioni all'interno dell'applicazione; tuttavia i ricavi sarebbero stati altamente dipendenti dal numero di utenti attivi sul social network, di conseguenza il valore sarebbe stato estremamente variabile; per via di queste ragioni, il seguente parametro è stato valutato al 10%

Come si nota dalla tabella 4.1, andando ad effettuare le dovute operazioni matematiche, si è arrivati ad una valutazione *pre-money* di € 1.150.000.

4.3.2) Scorecard Method

Il secondo metodo utilizzato è stato quello dello Scorecard Method.

In questo caso, la valutazione media utilizzata è stata di € 2.000.000 per via principalmente di due ragioni: la prima riguarda il fatto che uno dei principali competitors di TalkAbout, ovverosia il *social network* ClubHouse, nel 2020 aveva ottenuto un round iniziale di investimento pari a due milioni di dollari; la seconda ragione riguarda invece Facebook, in quanto nei suoi primi due anni di vita veniva già valutato più di 5 milioni⁵². Considerando sempre che TalkAbout sarebbe nato in Italia, il team ha considerato idonea la valutazione media di € 2.000.000.

Il processo valutativo secondo il metodo Scorecard si è quindi sviluppato come segue:

⁵² Considerando che Facebook è nata nei primi anni del 2000, tale valore era piuttosto elevato.

Fattore di confronto	Ponderazione (in %)	Score	Risultato
Team	30%	50%	300.000,00 €
Grandezza dell'opportunità di mercato	25%	120%	600.000,00 €
Prodotto / Tecnologia	15%	100%	300.000,00 €
Contesto competitivo	10%	50%	100.000,00 €
Marketing / Canali di vendita / Partnership	10%	40%	80.000,00 €
Necessità di investimenti aggiuntivi	5%	-100%	- 100.000,00 €
Altro	5%	-100%	- 100.000,00 €
Valutazione media			2.000.000,00 €
Valutazione finale			1.180.000,00 €

Tabella 4.2, elaborazione dell'autore, 2022

Andando ad analizzare le singole voci:

- Team: così come nel caso del metodo Berkus, il team è stato valutato al 50%, seguendo il medesimo ragionamento
- Grandezza dell'opportunità di mercato: in questo caso si è ritenuto oltrepassare la soglia del 100%, arrivando a 120%, in quanto, come accennato più volte, un *social network* presenta un grado di potenziale guadagno non di poco conto
- Tecnologia: essa è stata valutata al 100%, per il semplice fatto che una piattaforma di *social networking* è un prodotto altamente tecnologico, condito dal fatto che sarebbe stato implementato un processore di intelligenza artificiale per migliorare la *user experience*; tutto ciò avrebbe reso il prodotto difficilmente replicabile
- Contesto competitivo: valutato al 50% in quanto l'ambiente competitivo è stringente nel momento in cui si arriva al grande pubblico, in quanto competere con dei colossi quali Facebook e Twitter non sarebbe stato sicuramente facile; tuttavia le caratteristiche di TalkAbout erano piuttosto uniche, di conseguenza un suo utilizzo non avrebbe precluso l'utilizzo di un altro *social network*
- Marketing, canali di vendita, partnership: parametro valutato al 40% in quanto il business model basato su *ads* permette di non avere canali di vendita tradizionali ma un'implementazione degli spazi pubblicitari da cui sarebbero stati generati ricavi in base alla frequenza di utilizzo del social; per quanto riguarda le *partnership*, ancora non ne era stata stipulata nessuna in maniera ufficiale
- Necessità di investimenti aggiuntivi: parametro valutato in negativo al -100% in quanto sarebbero stati necessari numerosi round di investimento ad alto rischio,

con però un ROI elevatissimo; con il passare del tempo, gli investimenti sarebbero diventati interni, senza deturpare le quote fino all'*IPO*

- Altro: per questo parametro è stata considerata la possibilità di fallimento, la quale, secondo il team, era molto elevata⁵³; motivo per cui il parametro è stato inserito con un valore negativo, pari al -100%

Tenendo conto dei seguenti parametri e delle loro ponderazioni, effettuando le varie operazioni matematiche la valutazione *pre-money* secondo il metodo Scorecard è risultata pari a € 1.180.000.

4.3.3) Step up method

Il terzo metodo utilizzato ai fini della valutazione è stato il metodo step up.

Come valutazione media per ogni step, è stato utilizzato il valore standard di € 250.000.

Di tutti i gradini che il metodo presenta, TalkAbout ne ha superati soltanto quattro, come lo mostra la seguente tabella:

	Fattore di step-up	Yes?
1	La quota di mercato è superiore a €500.000.000?	
2	Il business model è altamente scalabile	X
3	I founder hanno avuto esperienze imprenditoriali in precedenza?	
4	I fondatori sono coinvolti full-time?	
5	C'è un MVP, un prototipo, o un prodotto finito?	X
6	Il business model è stato validato dai clienti?	
7	Sono state create partnership industriali rilevanti?	
8	La mappa d'esecuzione è stata rispettata	X
9	È presente qualsiasi tipo di protezione tecnologica?	
10	L'ambiente competitivo è favorevole?	X
Valutazione finale		1.000.000,00 €

Tabella 4.3, elaborazione dell'autore, 2022

Effettuando le dovute somme, la valutazione *pre-money* di TalkAbout secondo il metodo step up è pari ad € 1.000.000.

⁵³ In effetti le previsioni non erano errate, considerando che TalkAbout non ha mai visto la luce.

Da notare come il parametro numero 4 non sia rispettato: questo perché alcuni membri del team non hanno ritenuto prioritario l'impegno verso la startup, il che ha portato con il tempo il progetto verso la sua fine.

4.3.4) Risk factor summation method

Il quarto ed ultimo dei metodi qualitativi utilizzati ai fini della valutazione di TalkAbout è il metodo del rischio.

Seguendo gli stessi principi logici applicati al metodo Scorecard, la valutazione media di riferimento utilizzata è pari a € 2.000.000.

La tabella valutativa secondo il metodo del rischio è stata sviluppata come segue:

Tipologia di rischio	Range	Valutazione
Rischio di gestione	-1	- 250.000,00 €
Fase del business	-1	- 250.000,00 €
Rischio politico e burocratico	0	- €
Rischio di produzione	2	500.000,00 €
Rischio di vendita e marketing	1	250.000,00 €
Rischio di finanziamento / aumento di capitale	-2	- 500.000,00 €
Rischio di concorrenza	-1	- 250.000,00 €
Rischio tecnologico	0	- €
Rischio di contenzioso	-1	- 250.000,00 €
Rischio internazionale	2	500.000,00 €
Rischio reputazionale	0	- €
Rischio di exit	0	- €

Valutazione media	2.000.000,00 €
Valutazione finale	1.750.000,00 €

Tabella 4.4, elaborazione dell'autore, 2022

Andando ad analizzare i singoli fattori di rischio:

- Rischio di gestione: -1 in quanto il rischio di gestione è medio-alto, per via della possibilità di turnover dei soci nelle posizioni rilevanti data dall'alta marginalità operativa

- Fase del business: -1, considerando che il business, al momento della valutazione, era in fase di *pre-seed*; inoltre non era presente un vero e proprio prodotto, se non un mockup e una alpha quasi terminata
- Rischio politico: 0, tenendo conto che la politicizzazione non è mai evitabile al 100%; tuttavia l'utilizzo di stanze tramite la funzione "TalkAbout" rende la moderazione più semplice e non fa diventare negativo tale indice
- Rischio di produzione: +2 in quanto il rischio è pari a zero, dato che la richiesta è soddisfatta in ogni momento; inoltre i server si adattano alla "spesa" dell'utente
- Rischio di vendita: +1, per via del leggero rischio di riduzione della *brand awareness*; questo parametro è legato al rischio reputazionale
- Rischio di finanziamento: -2, ovvero sia un rischio elevato, in quanto, come accennato più volte nei paragrafi precedenti, TalkAbout avrebbe necessitato di numerosi interventi finanziari
- Rischio di concorrenza: -1, quindi rischio medio-alto, poiché la concorrenza è formata da uno zoccolo duro che si contende la maggior parte del mercato e tante piccole realtà con quote di mercato irrilevanti; il prodotto, tuttavia, può essere complementare e non per forza sostitutivo degli altri
- Rischio tecnologico: 0, quindi rischio medio, poiché lo sviluppo richiede tecnologie molto avanzate
- Rischio di contenzioso: -1, dunque un rischio medio-alto, per via della possibilità legata all'insorgere di questioni di privacy e rispetto delle norme⁵⁴
- Rischio internazionale: +2, in quanto il panorama internazionale costituisce una grande risorsa per aumentare il bacino d'utenza della piattaforma
- Rischio reputazionale: 0, legato a rischio di gestione dei dati, poiché gestendo male il GDPR⁵⁵ si può incorrere in un calo della percezione della reputazione del brand
- Rischio di *exit*: 0, quindi rischio medio, per via della possibilità di fallimento alta, ma allo stesso tempo ROI alto; inoltre bisogna considerare che il ROI è più che proporzionale al rischio di fallimento

⁵⁴ Si pensi allo scandalo Facebook - Cambridge Analytica avvenuto nel 2018 in merito al trattamento dei dati personali.

⁵⁵ Il GDPR è il Regolamento 2016/679 in merito alla protezione dei dati personali (<https://www.garanteprivacy.it/regolamentoue>)

Andando ad effettuare le dovute operazioni, così come viene mostrato dalla tabella 4.4, il valore *pre-money* di TalkAbout secondo il *risk factor summation method* è pari a €1.750.000.

4.3.5) Venture Capital Method

Oltre all'utilizzo di metodi di valutazione ad impronta qualitativa, sono stati utilizzati metodi maggiormente quantitativi. Il primo di questi è il *Venture Capital method*.

Come analizzato nel capitolo precedente, il seguente metodo si muove a ritroso, considerando inizialmente l'ammontare di ricavi ottenuti all'anno in cui si punta ad effettuare l'*exit*, per poi procedere con la valutazione, sulla base di ciò che si aspetta l'investitore.

Il team finanziario di TalkAbout, ai fini della redazione del *financial plan*, ha steso un piano previsionale di ricavi. Esso, come spiegato nei paragrafi precedenti, si sarebbe incentrato principalmente sui guadagni da inserzioni. Più precisamente, sono stati ricercati i CPC e i CPM⁵⁶ dei principali competitors, e, per calcolare tali parametri per TalkAbout, è stata effettuata semplicemente una media⁵⁷. A questa media è stata moltiplicata una percentuale del numero di utenti attivi che avrebbero visualizzato l'inserzione, e che avrebbero quindi effettivamente cliccato su di essa⁵⁸. Così facendo è stato ottenuto il valore dei ricavi⁵⁹.

Ottenute questi dati, è stato possibile proseguire con la valutazione tramite il metodo Venture Capital, il quale si è sviluppato nel seguente modo:

⁵⁶ CPC acronimo di "Cost per Click" e CPM acronimo di "Cost per Mille": il primo indica il costo unitario sostenuto dall'inserzionista per ogni click generato da un'inserzione a pagamento, mentre il secondo è una metrica utilizzata per stimare il costo di una campagna pubblicitaria per mille visualizzazioni della stessa.

⁵⁷ Più precisamente, per i primi 3 anni di vita della startup il CPC e il CPM sarebbero stati soltanto una percentuale di questa media, considerando che la fase di espansione era ancora agli inizi; l'obiettivo fondamentale era quello di non gonfiare eccessivamente i ricavi.

⁵⁸ Ad esempio è stato stimato che su 35 mila utenti attivi, 28 mila avrebbero visualizzato l'inserzione, e soltanto il 10% avrebbe cliccato su di essa.

⁵⁹ I ricavi sono stati calcolati secondo una prospettiva ottimistica, ovvero sia la crescita costante dei nuovi utenti: si puntava ad ottenere circa 100 milioni di utenti entro cinque anni, cosa assolutamente possibile considerando i numeri delle persone che utilizzano quotidianamente un social network.

Ricavi annuali (exit year)	22.739.638,47 €
Exit Year	4
P / E	10
ROI atteso	100%
Post money Valuation	14.212.274,04 €
Investimento richiesto	300.000,00 €
Quota destinata all'investitore	2,11%
Pre money Valuation	13.912.274,04 €

Tabella 4.5, elaborazione dell'autore, 2022

Come si può notare dalla tabella 4.5, si era ritenuto che l'exit sarebbe avvenuta dopo quattro anni, ovverosia nel 2025. Alla fine di quell'anno, si erano stimate delle entrate pari a circa € 23 milioni. Il ROI è stato inserito al 100%, data comunque l'elevata rischiosità del progetto.

Per quanto riguarda il multiplo P/E, la sua scelta ai fini della valutazione è qualcosa che è oggetto di discussione durante le negoziazioni del capitale di rischio⁶⁰. È stato selezionato dal team un valore pari a 10.

Effettuando le dovute operazioni, si è arrivati ad una valutazione *post-money* di circa €14 milioni. Ad essa va sottratta la quantità di capitale richiesta, che nel caso di TalkAbout era di € 300.000⁶¹.

La valutazione *pre-money* secondo il *Venture Capital method* è risultata quindi pari a €13.912.274,04.

Può sembrare che tale valore sia eccessivo: tuttavia, come spiegato più volte, il mercato dei *social network* è potenzialmente molto redditizio, di conseguenza tale valore risulta più che idoneo, considerando che una startup simile come Clubhouse abbia ricevuto round di investimento anche da 20 milioni. Nonostante ciò, considerando sempre che TalkAbout sarebbe nato in Italia, realtà quindi nettamente diversa dagli Stati Uniti, la valutazione tramite *VC method* è stata ponderata con un livello basso, evitando quindi di falsare la valutazione finale.

⁶⁰ I P/E ratio per società pubbliche comparabili saranno usati come punto di riferimento per selezionare un P/E per l'azienda, riconoscendo che i rapporti PE per le società pubbliche sono probabilmente più alti a causa della loro maggiore liquidità rispetto a una società privata. (<https://vcmethod.com>)

⁶¹ Questo era il valore massimo richiesto, ma come osservato nei paragrafi precedenti, un investimento di € 250.000 sarebbe stato più che sufficiente.

4.3.6) First Chicago Method

L'ultima metodologia di valutazione utilizzata ai fini della stima del valore di TalkAbout è stata il First Chicago, anch'esso di natura quantitativa.

Come analizzato nel corso del terzo capitolo, il seguente approccio valutativo si basa sulla ponderazione su tre scenari: *best case*, *mid case* e *worst case*. La valutazione secondo ognuno di questi casi è stata effettuata utilizzando il *VC method*, andando ogni volta semplicemente a modificare il valore dei ricavi all'anno della potenziale *exit*.

Per quanto riguarda il *best case scenario*, il valore delle *revenue* è stato aumentato, mentre sia per il *mid case* che per il *worst case* esso è stato ridotto: il tutto è stato effettuato seguendo il *framework* realizzato per calcolare i ricavi della startup, analizzato precedentemente, e si è andato a modificare i vari valori inerenti agli utenti attivi e alle visualizzazioni delle inserzioni.

La valutazione secondo il metodo del First Chicago è stata sviluppata quindi come segue:

Scenario	Value	Ponderazione	Valutazione ponderata
Best	30.814.814,81 €	5,00%	1.540.740,74 €
Mid	5.200.000,00 €	15%	780.000,00 €
Worst	500.000,00 €	80%	400.000,00 €

Final Pre-money Valuation	2.720.740,74 €
----------------------------------	-----------------------

Tabella 4.6, elaborazione dell'autore, 2022

Come si può notare dalla tabella 4.6, ogni scenario è stato ponderato secondo la probabilità che esso possa accadere. Tale probabilità è stata calcolata secondo criteri soggettivi.

La valutazione *pre-money* secondo il First Chicago Method è pari a € 2.720.740,74.

4.3.7) Valutazione finale

È stato assodato come non basti un solo metodo valutativo al fine di determinare il valore di una startup. Motivo per cui tutti i metodi utilizzati fino ad ora sono stati ponderati sulla base dell'attendibilità che tale metodo potesse avere. Ciò non è stato fatto seguendo

metodi particolari, semplicemente tali ponderazioni sono state frutto di ragionamenti e discussioni tra i membri del team finanziario di TalkAbout.

La valutazione *pre-money* finale di TalkAbout si è sviluppata quindi come segue:

	Metodo	Valutazione	Ponderazione	Valore ponderato
1	Berkus	1.150.000,00 €	15%	172.500,00 €
2	Scorecard	1.180.000,00 €	20%	236.000,00 €
3	Step up	1.000.000,00 €	20%	200.000,00 €
4	Risk summation	1.750.000,00 €	20%	350.000,00 €
5	Venture Capital	13.912.274,04 €	5%	695.613,70 €
6	First Chicago	2.720.740,74 €	20%	544.148,15 €
Valutazione finale				2.198.261,85 €

Tabella 4.7, elaborazione dell'autore, 2022

Come si può notare dalla tabella 4.7, le metodologie di valutazione ponderate per un valore maggiore sono state lo *Scorecard Method*, il *Risk factor summation method*, lo *step-up method* e il *First Chicago Method*, ad ognuna delle quali è stato assegnato il 20%. Ciò in ragione del fatto che essi sono stati ritenuti i modelli più completi. Il metodo Berkus è stato ponderato al 15%, per il semplice motivo che il metodo *Scorecard* e il metodo *step-up* rappresentavano un'evoluzione, coprendo inoltre più aspetti. Per quanto riguarda il *VC method* esso è stato ponderato per il 5%, per due motivazioni principali: la prima è che presentava una valutazione troppo diversa rispetto agli altri metodi; la seconda invece riguarda la sua similitudine con il *First Chicago Method*, il quale apporta un'analisi più completa, andando ad osservare più scenari possibili.

La valutazione finale di TalkAbout, ai sensi dell'analisi svolta dal team finanziario della startup, è di € 2.198.261,85.

4.4 CONCLUSIONI SUL CASO STUDIO

All'interno del caso studio appena analizzato, si è voluto mostrare un'applicazione pratica delle metodologie alternative di valutazione delle startup, elencate e spiegate all'interno del capitolo 3.

Si vuole inoltre dimostrare se tali metodologie fossero idonee, e rappresentassero un buon approccio ai fini della valutazione aziendale. A tale quesito è difficile dare una vera e propria risposta. Il caso studio ha dimostrato che la mancanza di informazioni certe su una determinata impresa non pregiudica la possibilità di determinare effettivamente quanto valga tale impresa.

È doveroso puntualizzare tuttavia come i valori che sono risultati dall'analisi appena svolta non siano certi, e siano perlopiù soggettivi, in quanto frutto di ragionamenti effettuati dal team della startup stessa. Non ci sono quindi parametri oggettivi rispettabili, soprattutto per tipologie di imprese come le startup.

È possibile comunque affermare che, data la natura dell'impresa, le metodologie presentate all'interno del capitolo offrono una buona approssimazione di quello che è il valore di una startup, in quanto riflettono gli aspetti fondamentali che devono essere osservati quando si parla di organizzazioni di questo tipo. Bisogna precisare come la startup, per sua definizione, è solamente una fase del ciclo di vita di un'organizzazione, precisamente quella iniziale, di conseguenza è evidente come ci siano delle difficoltà nell'utilizzo di metodologie tradizionali di valutazione.

Andando ad osservare dei numeri, uno studio effettuato dalla piattaforma Network Digital 360⁶² ha sottolineato come “*nelle fasi di pre-seed e seed, [...] la valutazione media di una startup in Italia è stata nel 2021 rispettivamente di 2,5 milioni e 4,5 milioni di euro*” (Pierluigi Casolari, 2022, “*Il mercato delle startup USA è a livelli mai visti. E l'Italia?*”, Agenda Digitale, Network Digital 360)⁶³.

Le stime effettuate sulla valutazione di TalkAbout rientrano quindi in questo *range*, in quanto si tratta di una startup nella fase di *pre-seed*, non avendo ancora effettivamente un prodotto funzionante ma semplicemente un *mockup*. Si può concludere come la valutazione di € 2.198.261,85 può ritenersi adeguata e realistica.

⁶² Network Digital 360 è il più grande network in Italia di testate e portali B2B dedicati ai temi della trasformazione digitale e dell'innovazione imprenditoriale (<https://www.networkdigital360.it>)

⁶³ <https://www.agendadigitale.eu/startup/il-mercato-startup-usa-e-a-livelli-mai-visti-e-litalia/>

CONCLUSIONE

Malgrado l'ecosistema generale all'interno del quale imprese come le startup operano possa apparire lo stesso all'interno del quale si muovono anche le altre tipologie di imprese, si è cercato di evidenziare le novità strutturali che le startup appunto apportano. Per questo motivo è stato necessario esplicitare la definizione di una startup, e ribadire come essa non sia in realtà un'impresa come le altre, ma sia soltanto una fase del ciclo di vita aziendale.

Essendo quindi un'organizzazione nella fase embrionale, l'incertezza sul futuro è alta, ed ogni forma di previsione può risultare errata. Tuttavia, ciò non esclude il fatto che le startup possano avere un potenziale di crescita esponenziale.

È sorto quindi il problema inerente a come si potesse realmente calcolare quello che è il valore effettivo che una startup ha in grembo. Le metodologie tradizionali di valutazione aziendale che vengono utilizzate con maggiore frequenza nella pratica professionale hanno mostrato delle lacune per ciò che riguardava la determinazione del valore degli "intangibili", così come le prospettive di performance future, rendendosi incapaci di apprezzare quelli che invece sono fattori cardine in tema di successo di startup.

Quando il progetto imprenditoriale è ancora in fase ideativa, la valutazione aziendale deve essere effettuata come se si trattasse di una valutazione di potenzialità. Nelle fasi di *pre-revenue* di vita della startup il valore risiede quasi esclusivamente nelle opportunità: questo in quanto vi è un'alta incertezza di fondo in merito ai flussi finanziario-redдитuali attesi, rendendo quindi incerto e altamente variabile il tasso di attualizzazione di tali flussi.

Sono state esposte ed analizzate quindi delle metodologie alternative di valutazione che potessero in un qualche modo colmare tali lacune. Dal metodo Berkus fino al metodo del First Chicago, passando per il *risk factor summation method*. Ognuno di essi include in qualche modo dei parametri qualitativi, detti anche reputazionali. Gli investitori, qualunque sia il settore e l'area geografica di attività, si mostrano spesso sensibili a tali fattori, riconoscendo in essi elementi riduttivi dell'incertezza, in quanto capaci di far presagire comportamenti futuri dell'imprenditore, della società o del team di gestione, a cui tali elementi sono riferibili (Kelley e Thams, 2019).

I metodi alternativi di valutazione aziendali utilizzati per le startup hanno, quindi, fornito una strada diversa da quella che solitamente viene percorsa, e, come si è potuto constatare nell'analisi effettuata, danno la possibilità di essere affiancati l'uno all'altro, in quanto spesso sottolineano aspetti diversi, ma comunque meritevoli di considerazione. Come già affermato più volte all'interno dell'elaborato, non esiste un metodo migliore dell'altro, bensì vanno integrati ed uniti tra di loro. Questo in quanto la startup vale quanto ciò che viene accordato tra i soci fondatori e l'investitore, e il suo valore è frutto di una mera negoziazione delle parti. Discorso diverso per quanto riguarda le grandi imprese, nonché le società pubbliche: il loro valore è definibile in maniera certa, attraverso l'utilizzo dei metodi tradizionali di valutazione aziendale, i quali si basano sulle informazioni di tipo quantitativo che la società ha l'obbligo di pubblicare nei confronti sia delle autorità che del pubblico.

In conclusione è possibile affermare come questa distinzione tra metodologie tradizionali e metodologie alternative sia necessaria: le prime sono certe e matematiche, quasi scientifiche, in quanto si basano sui dati storici dell'azienda, nonché su fatti e statistiche, e di conseguenza sono adatte per una tipologia di impresa più grande, che magari necessita di essere valutata in maniera precisa ai fini di un'acquisizione; le seconde sono più soggettive, e basate su *driver* qualitativi e di percezione delle potenzialità, motivo per cui sono adatte ad imprese come le startup, il cui valore non deve essere per forza visualizzato, ma va percepito come opportunità future.

BIBLIOGRAFIA

art. 2083 c.c.

Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., 2020, “*Principi di finanza aziendale*”, McGraw-Hill Education, Milano

Crenca C., Fersini C., Melisi G., Olivieri G., Pelle M.E., 2018, “*Elementi di matematica finanziaria*”, Pearson Italia, Milano, Torino

Corbella S., Liberatore G., 2020, “*Manuale di valutazione d’azienda*”, McGraw-Hill Education, Milano

Daft R.L., 2021, “*Organizzazione aziendale*”, Maggioli editore, Santarcangelo di Romagna

Damodoran A., 2006, “*Finanza aziendale*”, Apogeo Editore, Milano

Damodoran A., 2002, “*Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*”, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey

Decreto-legge 179/2012 convertito in legge 17/12/2012 n.221 (artt 25-32)

Fontana F., Caroli M., 2017, “*Economia e gestione delle imprese*”, McGraw-Hill, Milano

Gonella E., Talarico L., 2021, “*Il fattore reputazionale nella valutazione delle startup*” (pp 39-70), da “*La corporate reputation*” di P. Ferretti, G. Giappichelli Editore, Torino

Gonella E., 2008, “*Logiche e metodologie di valutazione d’azienda – Valutazioni stand alone*”, Pisa University Press, Pisa

Guatri L., 1957, “*L’avviamento d’impresa. Un modello quantitativo per l’analisi e la misurazione del fenomeno*”, Giuffrè, Milano

Guatri L., Bini M., 2007, “*La valutazione delle aziende*”, Egea, Milano

Hamanda R. S., 1969, “*Portfolio analysis, market equilibrium and corporation finance*”, The Journal of Finance, 24(1), 13-31

Jeong J., Kim J., Son H., Nam D.I., 2020 “*The role of venture capital investment in startups sustainable growth and performance*”, MDPI, Basilea

Kelley K.J., Thams Y., 2019, “*Global reputation management: understanding and managing reputation as shared value across borders*”, Emerald Publishing Limited, Bingley, U.K.

Kumar R., 2016, “*Valuation: theories and concepts*”, Amsterdam Academic Press, Amsterdam

Mishkin F.S., Eakins S.G., Beccalli E., 2019, “*Istituzioni e mercati finanziari*”, Pearson Italia, Milano, Torino

Raccomandazione n. 2003/361/Ce della Commissione Europea del 6 maggio 2003

Moro Visconti R., 2021, “*Startup Valuation: From strategical business planning to digital networking*”, Palgrave Macmillan, Londra

Mouborgne R., Kim W.C., 2014, “*Blue ocean strategy*”, Harvard Business Review Press, Boston

Pedriali F., 1999, “*Metodi di valutazione delle aziende quotate*”, S. Papandrea, Milano

Ries E., 2010, “*The Lean Startup*”, Rizzoli, Segrate

Ries E., 2017, “*The Startup Way*”, Penguin Books, Londra

Samuelson P.A., Nordhaus W.D., 2010, “*Economics*”, McGraw-Hill international edition, Singapore

Stewart G.B., 1991, “*The quest for value*”, HarperBusiness, New York City

Vulpiani M., 2014, “*Special cases of business valuation*”, McGraw-Hill, Milano

Zilli S., 2017, “*L’idea nel cassetto*”, Medea, Pavia

SITOGRAFIA

<https://www.agendadigitale.eu/startup/il-mercato-startup-usa-e-a-livelli-mai-visti-e-litalia/>

<https://app.dealroom.co>

<https://www.cbinsights.com/research/startup-failure-reasons-top/>

<https://corporate.startingfinance.com/#/>

<https://datareportal.com/reports/digital-2021-october-global-statshot>

<https://www.digitalocean.com>

<https://www.forbes.com/advisor/investing/what-is-a-startup/>

<https://www.forbes.com/sites/alejandrocremades/2019/01/13/the-pros-and-cons-of-bootstrapping-startups/>

<https://www.garanteprivacy.it/regolamentoue>

<https://jewishreview.co.il/six-highest-valued-startups-in-the-world-one-is-israeli-10176/>

<https://www.mdpi.com/2071-1050/12/8/3447/htm>

<https://www.microsoft.com/en-us/worklab/work-trend-index/hybrid-work>

https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Report_Infocamere_3_trimestre_2021.pdf

<https://www.mise.gov.it/index.php/it/impresa/piccole-e-medie-imprese/pmi-innovative>

<https://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/smart-start>

<https://www.nationalbusinesscapital.com/blog/2019-small-business-failure-rate-startup-statistics-industry/>

<https://www.networkdigital360.it>

<https://www.statista.com/statistics/407888/ranking-of-highest-valued-startup-companies-worldwide/>

<https://vcmethod.com>

<https://www.venionaire.com/first-chicago-method-valuation/>

<https://www.youtube.com/watch?v=YoTlnmvyYQ8>

<https://www.youtube.com/watch?v=8xLrBpDGySQ&t=131s>