

LUISS



Corso di laurea in
Banche e intermediari finanziari

Cattedra
Finanza Aziendale Avanzato

Metodi di Valutazione delle Startup Fintech nel Contesto del Digital Banking: Il Caso studio di FX12

Prof. Arturo Capasso

RELATORE

Prof. Edoardo Maria Venosi

CORRELATORE

DANTE PASSARELLI
748621

CANDIDATO

Anno Accademico 2022/2023

*Al mio futuro,
che sia colmo di gratificazioni,
sfide da affrontare,
e traguardi da raggiungere.*

INDICE

CAPITOLO 1: INTRODUZIONE	4
1.1. CONTESTUALIZZAZIONE DELL'ARGOMENTO	4
1.2. OBIETTIVI DELLA TESI	9
1.3. METODOLOGIA DI RICERCA	11
CAPITOLO 2: L'ASCESA DEL FINTECH E DEL DIGITAL BANKING	15
2.1. STORIA E SVILUPPO DEL DIGITAL BANKING	15
2.2. FINTECH: INNOVAZIONE E DISRUPTION NEL SETTORE DEI SERVIZI FINANZIARI	25
2.3. TENDENZE ATTUALI E SFIDE DEL SETTORE	44
2.3.1. <i>Vantaggi e sfide della Digitalizzazione nel settore finanziario</i>	53
2.3.2. <i>Rischi e benefici per i Clienti</i>	54
2.4. REGOLAMENTAZIONE E NORMATIVE	56
CAPITOLO 3: METODOLOGIE DI VALUTAZIONE AZIENDALE	61
3.1. INTRODUZIONE AI METODI DI VALUTAZIONE	61
3.2. METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE: APPROCCI TRADIZIONALI E INNOVATIVI	66
3.3. METODI DI VALUTAZIONE TRADIZIONALI: CARATTERISTICHE E DIFFERENZE	73
3.3.1. <i>Il Metodo Patrimoniale</i>	75
3.3.2. <i>Il Metodo Reddituale</i>	80
3.3.3. <i>Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale:</i>	88
3.3.4. <i>Il Metodo Finanziario</i>	93
3.3.5. <i>Metodo dei Multipli di Mercato</i>	114
3.4. LIMITI DEI PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE	122
CAPITOLO 4: METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ALTERNATIVE	124
4.1. UN PROCESSO COMPLESSO E SFIDANTE	124
4.1.1. <i>Metodo Scorecard</i>	130
4.1.2. <i>Metodo Berkus</i>	134
4.1.3. <i>Metodo Cost to Duplicate</i>	136
4.1.4. <i>Venture Capital Method</i>	137
4.1.5. <i>First Chicago Method</i>	143
4.1.6. <i>Risk Factor Summation Method</i>	145
4.2. PRINCIPALI LIMITI DELLE METODOLOGIE ALTERNATIVE	148
4.3. COME VENGONO REALMENTE VALUTATE LE STARTUP FINTECH?	151
4.4. CASE STUDY: FX12, LA STARTUP FINTECH MERIDIONALE	157
CONCLUSIONI	166
RIASSUNTO	168
BIBLIOGRAFIA	175
SITOGRAFIA	180

CAPITOLO 1:

INTRODUZIONE

1.1. Contestualizzazione dell'argomento

Questa tesi si propone di esplorare in dettaglio i metodi di valutazione applicati alle startup Fintech, focalizzando la sua attenzione sul contesto sempre più rilevante del digital banking. L'obiettivo di questa ricerca è scomporre e analizzare in profondità le diverse metodologie utilizzate per valutare le startup operanti in questo ambito, gettando luce sulle sfide e sulle opportunità che emergono da questa nuova era finanziaria caratterizzata dalla convergenza tra tecnologia e servizi bancari.

La tecnologia finanziaria, comunemente nota come Fintech, rappresenta un insieme di soluzioni tecnologiche sviluppate al fine di migliorare i tradizionali metodi e strumenti finanziari. Nel contesto attuale, si possono individuare numerosi esempi di tecnologie emergenti il cui obiettivo primario è quello di generare nuove esperienze per i clienti offrendo servizi finanziari sempre più accessibili al mercato globale.

L'avvento del Fintech e il suo impatto trasformativo sono argomenti sempre più frequenti nelle discussioni contemporanee riguardanti il settore finanziario. Sebbene sia difficile immaginare il mondo attuale senza l'accesso a Internet per condurre ricerche o effettuare acquisti su piattaforme online, è importante ricordare che la situazione non è stata sempre così. L'innovazione è stata la forza trainante nel corso dell'ultimo decennio, influenzando con un impatto notevole soprattutto il settore finanziario e l'economia globale.

Il Fintech rappresenta in maniera coincisa ogni tipo di innovazione avvenuta nel settore finanziario. Grazie soprattutto alle nuove tecnologie, le aziende Fintech hanno l'opportunità di migliorare l'efficienza, la sicurezza e l'accessibilità delle attività finanziarie tradizionali. Un'osservazione attenta rivela che un numero considerevole di startup sta cercando sempre più di competere con le istituzioni bancarie, scatenando una vera e propria battaglia per la conquista di quote di mercato e per la crescita dei vari business. L'automazione, ad esempio, rappresenta un ambito particolare in cui le tecnologie innovative (come la robotica avanzata e l'intelligenza artificiale) hanno consentito una drastica riduzione dei costi, tra cui in primis quelli del personale dipendente. Secondo stime effettuate da PwC, infatti, più della metà delle attività per cui le persone vengono remunerate potrebbe essere totalmente automatizzata in futuro attraverso l'implementazione di queste soluzioni innovative.¹

¹ PwC. (2018, February 20). The Future of Work: A Journey to 2030.

L'accelerazione dei progressi tecnologici nell'era attuale ha portato all'avvento della cosiddetta Quarta Rivoluzione Industriale, causando profonde perturbazioni in quasi tutti i settori economici e geografici del mondo.² Tale rivoluzione ha determinato una trasformazione sistematica a livello di produzione, gestione e governance, abbracciando in modo massiccio l'uso di Internet, dei social network, dei dispositivi digitali e di altre tecnologie connesse. Il risultato di queste trasformazioni è stata la nascita di un panorama finanziario caratterizzato da una maggiore diversità di modelli di business con un focus principale soprattutto nella fornitura di servizi finanziari. È emerso quindi un nuovo gruppo di società, definite società Fintech, che stanno sfruttando le varie opportunità offerte dalla digitalizzazione per offrire prodotti e servizi finanziari innovativi.

Le imprese Fintech stanno dunque letteralmente sconvolgendo il settore finanziario tradizionale, grazie all'utilizzo di soluzioni del tutto nuove basate su piattaforme digitali e tecnologie all'avanguardia. Tali società sono emerse come alternative al sistema bancario tradizionale in risposta alle lacune lasciate dalle banche durante la crisi finanziaria del 2008, registrando una crescita annua del 46,5% sin dalla loro comparsa.³ Questi nuovi attori facilitano l'accesso ai servizi finanziari digitali, offrendo soluzioni più specializzate che si concentrano maggiormente sulle esigenze dei propri clienti, spinti da un'agilità e flessibilità maggiori stimolando l'innovazione e la competizione nel settore finanziario. Ciò porta a una maggiore stabilità economica e finanziaria, sebbene presenti anche nuove sfide e soluzioni che richiedono un'analisi ed uno studio molto più approfondito.

Nell'ultimo decennio, le banche tradizionali si sono ritrovate a dover affrontare una maggiore pressione derivata dall'ingresso delle startup Fintech nei mercati finanziari, portandole così ad adattarsi ed a sviluppare tecnologie innovative per poter offrire servizi bancari commerciali e aziendali adatti a migliorare notevolmente l'esperienza dei clienti. Queste innovazioni finanziarie possono essere categorizzate come nuovi prodotti/servizi o nuovi processi produttivi/nuove forme organizzative.

Il Fintech sta anche trasformando l'esperienza dell'utente e l'interazione che il cliente ha con il business, come ad esempio è avvenuto nel settore dei pagamenti digitali o del trading. Ciò implica che i clienti possono accedere a nuove opportunità che in passato erano difficilmente accessibili, generando un fenomeno di portata globale, evidente sia nella sua diffusione geografica che nel numero di start-up attive in questo ambito. Una dimostrazione tangibile di questo fenomeno si riscontra nei finanziamenti destinati alle start-up FinTech, i quali si concentrano principalmente

² Schwab, K. (2016). *The Fourth Industrial Revolution: What it means, how to respond*. New York: Crown Business.

³ D.W. Fung, W.Y. Lee, J.J. Yeh, F.L. Yuen, *Friend or foe: The divergent effects of FinTech on financial stability*, *Emerging Markets Review*, 45 (2020), Article 100727

negli Stati Uniti e in Cina, con un totale di 15,6 miliardi di dollari e 4 miliardi di dollari raccolti, rispettivamente. Pur con importi inferiori, l'Europa registra anch'essa risultati notevoli, con menzione speciale per il Regno Unito, che ha raccolto 2 miliardi di dollari, e la Germania, con 0,7 miliardi di dollari.⁴ Questi dati mettono in luce l'impatto significativo che tale settore sta avendo nel rinnovamento dei servizi finanziari a livello globale.

L'adozione di soluzioni tecnologiche innovative sta così contribuendo a migliorare l'accessibilità, l'efficienza e la convenienza delle transazioni finanziarie per i consumatori di tutto il mondo, portando a una maggiore inclusione finanziaria e all'accelerazione della digitalizzazione nel settore.

Il Fintech rappresenta dunque il prossimo passo verso la trasformazione digitale dei servizi finanziari e la sua espansione è davvero impressionante. Un esempio tangibile di questa trasformazione è il settore dei pagamenti digitali, che in Italia da solo ha raggiunto un volume di transazioni pari a 46 miliardi di euro.

L'Europa (Regno Unito compreso), è il terzo maggiore mercato di servizi finanziari a livello globale, dominato dalle banche. Intanto, le aziende fintech europee cresceranno del 20% l'anno, in termini di fatturati. Nel nostro continente il Fintech quintuplicherà il suo valore rispetto al 2021 raggiungendo i 190 miliardi di dollari al 2030⁵.

Inoltre, non possiamo trascurare l'aspetto del Mobile Proximity Payment (pagamenti di prossimità tramite dispositivi mobili), che ha sperimentato una crescita del volume delle transazioni del 600% in soli dodici mesi, contando su un notevole numero di 500.000 utenti attivi. Questi dati sottolineano chiaramente come il settore dei pagamenti digitali sia uno dei più interessanti da seguire e approfondire, con un enorme potenziale di sviluppo e un impatto significativo sulle abitudini finanziarie dei consumatori.

Il Fintech potrebbe avere anche un ruolo di rilievo nell'ambito dei Big Data e nell'analisi di queste enormi quantità di informazioni. Con l'avvento delle tecnologie digitali e l'aumento della disponibilità di dati finanziari, tale settore è in grado di sfruttare l'enorme potenziale dei Big Data per trarre vantaggio da informazioni preziose e migliorare le decisioni finanziarie.

Sussiste un'ampia opportunità di crescita in questo settore, soprattutto per le piccole e medie imprese, che rappresentano circa il 12% del mercato. Attualmente, solo il 7% delle aziende ha progetti in corso per l'implementazione di analisi dei Big Data, a causa di una consapevolezza limitata dei benefici e del potenziale che tali analisi possono offrire. Tuttavia, un altro 10% delle imprese si dimostra pronto dal punto di vista tecnologico e culturale. Considerando che l'economia

⁴ Global Fintech Funding Report 2022. (2022, June 20). Fintech News.

⁵ <https://www.fortuneita.com/2023/05/10/il-boom-del-fintech-continua-vale-1-500-mld-nel-2030-anche-grazie-allai/>

italiana è basata principalmente su piccole e medie imprese, ci sono notevoli opportunità da cogliere.

Nel settore bancario, l'importanza degli Analytics è ampiamente riconosciuta e consolidata. Tuttavia, se ci concentriamo sul settore bancario nel contesto del Fintech, emerge un panorama interessante. Secondo un rapporto di EY, solo il 5% delle startup Fintech offre servizi alle banche, agendo effettivamente come fornitori o collaboratori, mentre il restante 95% rappresenta un'alternativa reale alle banche, suddividendosi tra quelle che mirano direttamente al consumatore finale e quelle che operano nel settore B2B.⁶ Se invece analizziamo la concentrazione delle startup, noteremo che queste si concentrano principalmente su attività di supporto al settore finanziario.

Le startup che impattano sulla catena del valore bancario, ad esempio nel settore del funding, sono in grado di raccogliere mediamente oltre 60 milioni di dollari ciascuna. Allo stesso modo, quelle che operano nei servizi e negli investimenti riescono a raccogliere in media rispettivamente 30 e 55 milioni di dollari.

La categoria più numerosa di startup Fintech è quella dei servizi bancari, con il 60% del totale, comprendendo sostanzialmente startup che sviluppano servizi legati alla gestione del conto, ai pagamenti ed ai finanziamenti. La rilevanza di questa categoria è quasi interamente legata alle startup che offrono lending & financing che raccolgono il 60% dei prestiti totali (circa 15 miliardi), mentre le startup che offrono servizi di pagamento non hanno ancora raggiunto lo stesso livello di finanziamento.⁷

Al secondo posto, con il 19%, troviamo le startup che operano nei servizi di investimento, mentre solo il 5% delle startup si concentra sui servizi assicurativi. La fetta rimanente è distribuita tra startup che offrono servizi non strettamente finanziari, ma che sono comunque indirizzati a questo settore.

È interessante notare che, su un totale di 26 miliardi di dollari di prestiti raccolti da tutte le startup Fintech, il 73% è destinato a quelle che operano nel settore bancario. Questo dato è a testimonianza dell'importanza e dell'impatto del Fintech nel settore finanziario.

Inoltre, l'impatto significativo che i prodotti Fintech hanno sull'attività creditizia solleva anche una serie di questioni indirette di vigilanza bancaria. Ciò è dovuto al fatto che i prodotti Fintech possono alterare i modelli di rischio e la gestione del rischio, nonché i meccanismi di prevenzione e mitigazione del rischio.⁸

⁶ EY. (2022, September). The State of Fintech in Europe 2022.

⁷ Sole 24 Ore. (2017, June 26). Fintech, la mappa delle startup italiane.

⁸ Barbagallo C. (2019), «Fintech: ruolo dell'Autorità di vigilanza in un mercato che cambia», in Bancaria, n. 1

In questo contesto del 2022, secondo quanto riportato da PwC⁹, è emersa l'importanza cruciale della collaborazione tra istituti finanziari tradizionali, che non sono particolarmente orientati verso l'innovazione tecnologica, e le startup fintech. Questo legame tra questi due mondi ha contribuito a rafforzare un "modello di ecosistema" che favorisce la cooperazione e l'interazione tra diverse competenze. Secondo i dati più recenti, in Italia sono attive più di 600 startup fintech, e il 79% di esse ha sede nelle regioni settentrionali, principalmente a Milano. Lo scorso anno, Milano ha anche attratto il 70% degli investimenti totali a livello nazionale.

Nel corso del 2022, le imprese fintech italiane hanno ricevuto investimenti da parte di Venture Capital per un totale di 882 milioni di euro, registrando un notevole incremento del 240% rispetto ai 260 milioni del 2021. Questo aumento è stato principalmente guidato dalle "operazioni di grande entità" o "mega round," cioè operazioni di investimento con un valore superiore a 50 milioni di euro.



In conclusione, potremmo dunque affermare che tale settore è destinato a svolgere un ruolo sempre più importante nel futuro dell'industria finanziaria, grazie soprattutto all'impatto significativo che i prodotti e servizi Fintech stanno riscontrando nel panorama finanziario.

⁹ <https://www.insuranceup.it/it/business/fintech-e-insurtech-in-italia-numeri-trend-e-protagonisti-di-un-settore-in-grande-crescita/>

1.2. Obiettivi della tesi

Negli ultimi anni, il settore dei servizi finanziari ha subito notevoli cambiamenti e sviluppi in tutto il mondo, spinti dalla digitalizzazione e dalle nuove innovazioni tecnologiche, che hanno ridefinito e rivoluzionato l'esperienza bancaria. Questa trasformazione è stata guidata soprattutto da due principali fattori sottostanti: la crisi finanziaria e l'innovazione digitale.

Innanzitutto, la crisi finanziaria ha scosso la fiducia delle persone e delle imprese nel sistema finanziario tradizionale. Tale evento ha creato una necessità di nuove soluzioni che possano offrire maggiore trasparenza, sicurezza e fiducia nell'ambito dei servizi finanziari. Le imprese Fintech hanno colto questa opportunità e hanno introdotto nuovi modelli di business che si sono dimostrati altamente attraenti sia per gli intermediari finanziari che per gli utenti.

In secondo luogo, l'ubiquità dei dispositivi mobili e l'avanzamento della tecnologia hanno eliminato i vantaggi della distribuzione fisica che un tempo garantiva alle banche un dominio sul mercato. I consumatori ora cercano soluzioni finanziarie comode, accessibili e personalizzate, disponibili direttamente sui loro dispositivi mobili. Le aziende Fintech sono state in grado di soddisfare queste esigenze emergenti, fornendo servizi finanziari innovativi, come pagamenti digitali, prestiti peer-to-peer e consulenza automatizzata, attraverso piattaforme digitali intuitive.

L'impatto di queste nuove società è stato notevole, guadagnando quote di mercato e attirando l'attenzione di istituzioni ed investitori di alto profilo. Fondi di private equity, venture capital, banche globali e aziende multinazionali hanno iniziato ad investire in tali imprese, riconoscendo il loro potenziale di crescita e i rendimenti economici significativi che possono offrire. Anche le start-up a basso reddito ma ad alta crescita sono state oggetto di grande interesse, grazie alla loro capacità di innovare rapidamente e adattarsi alle esigenze del mercato in evoluzione.

Tuttavia, l'aumento dell'interesse e degli investimenti nelle imprese Fintech ha sollevato importanti interrogativi sulla valutazione di tali aziende.

Come vengono valutate le imprese Fintech a livello globale? Esiste una metodologia di valutazione adeguata? Queste sono domande cruciali che richiedono un'analisi dettagliata ed approfondita.

La valutazione delle imprese Fintech può essere una sfida unica a causa delle loro caratteristiche distintive. Le tradizionali metriche finanziarie potrebbero non essere sufficienti per catturare il valore e il potenziale di tali imprese, che spesso si basano su *intangibles* come la tecnologia proprietaria, i dati degli utenti e la capacità di scalare rapidamente.

Le società fintech operano in un modo ibrido, combinando le loro competenze tecnologiche con attività nel settore finanziario, come le banche. Pertanto, i valutatori possono chiedersi se le fintech dovrebbero essere valutate utilizzando i criteri tradizionali delle istituzioni finanziarie o quelli delle aziende tecnologiche. Le prime prove empiriche suggeriscono che la seconda interpretazione è più

in linea con l'atteggiamento del mercato azionario e con il modello di business delle fintech. La metodologia di valutazione può inizialmente prendere una prospettiva strategica per comprendere il modello di business e da lì identificare i parametri chiave da utilizzare nel processo di valutazione. I modelli di valutazione solitamente si basano su metodologie come il flusso di cassa scontato (DCF) o confronti con metriche di mercato simili. Pertanto, per valutare correttamente tali imprese, potrebbe essere necessario adottare approcci valutativi innovativi, come l'analisi comparativa delle transazioni simili o l'utilizzo di metriche non finanziarie che riflettono la forza della tecnologia e la dimensione del mercato di riferimento. Inoltre, l'esperienza e la conoscenza del settore fintech da parte dei vari fondi e degli investitori possono svolgere un ruolo chiave nella valutazione accurata di tali imprese. Un aspetto peculiare da considerare nel processo di valutazione è rappresentato anche dal posizionamento nel ciclo di vita aziendale. Moltissime società nel settore fintech sono start-up che si trovano ancora in una fase evolutiva iniziale. Tuttavia, è importante notare che il numero di imprese consolidate e strutturate sta aumentando progressivamente nel tempo, pur non mancando esempi di società già maggiormente consolidate. Il posizionamento nel ciclo di vita aziendale ha un impatto significativo sulla valutazione delle imprese fintech. Le start-up si trovano frequentemente ad affrontare incertezze e sfide uniche, spesso basate su ipotesi di business innovative senza aver ancora consolidato una solida storia aziendale alle spalle. Pertanto, stimare i parametri finanziari e valutare il grado di rischio associato a queste società può risultare piuttosto complesso rispetto a imprese più consolidate con storia e prospettive più chiare. Nel valutare le start-up fintech, gli investitori devono necessariamente prendere in considerazione una serie di fattori specifici. Uno di questi è la valutazione delle ipotesi di business sottostanti e la loro fattibilità nel mercato. Tuttavia, è fondamentale analizzare attentamente queste ipotesi di business per comprendere la loro sostenibilità nel lungo termine e valutare i potenziali rischi associati. Inoltre, le start-up fintech possono essere soggette a una maggiore volatilità e incertezza rispetto alle imprese consolidate. La mancanza di una storia consolidata può rendere difficile la previsione delle performance future e la stima dei flussi di cassa attesi. Gli investitori devono considerare attentamente tali elementi nel processo di valutazione, adottando modelli di valutazione che tengano conto della natura rischiosa e incerta di queste start-up innovative. D'altra parte, le imprese fintech consolidate e strutturate presentano una realtà leggermente diversa. Con una storia più stabilita e una prova di concetto già dimostrata, queste società possono essere valutate utilizzando approcci più tradizionali basati su metriche finanziarie consolidate e prospettive di crescita più solide. Tuttavia, è importante sottolineare che, anche per queste imprese, è necessario considerare i fattori di rischio specifici del settore, come la rapida evoluzione tecnologica e la concorrenza sempre crescente in tale mercato.

1.3. Metodologia di ricerca

Il presente elaborato si propone di rispondere alla domanda di ricerca attraverso un approccio quantitativo-concettuale che verrà descritto in dettaglio. Al fine di fornire una solida base teorica, è stato condotto un approfondito studio bibliografico su articoli accademici, riviste specializzate e risorse online di autorevoli fonti come Academia, CB Insight, KPMG, McKinsey & Company, PWC e SSRN. Sono stati consultati anche libri presenti in biblioteche sia online che offline.

Nonostante il campo delle fintech sia ancora oggetto di ulteriori ricerche e approfondimenti, si ritiene che il presente lavoro sia condotto con obiettivi e criteri affidabili. La letteratura sulle metodologie di valutazione delle imprese fintech è ancora limitata; pertanto, l'utilizzo di casi pratici può contribuire a una migliore comprensione dell'argomento.

Dopo un'analisi della letteratura riguardante il settore fintech in generale e le metodologie di valutazione applicabili alle imprese del settore, si procederà all'esame di casi pratici specifici. L'utilizzo di casi di studio è particolarmente efficace quando si desidera rispondere alle domande su come e perché si verificano determinati fenomeni contemporanei all'interno di un contesto reale. Nel contesto di questa ricerca, si cercherà di comprendere come il valore di un'azienda operante nel settore fintech possa essere misurato utilizzando le metodologie di valutazione esistenti, dalle più tradizionali a quelle più innovative ed alternative.

La ricerca è stata condotta con un approfondimento adeguato, poiché si pone l'obiettivo di comprendere appieno il concetto di fintech, l'evoluzione del fenomeno e le metodologie di valutazione più appropriate da applicare in ogni scenario e circostanza. È fondamentale avere una solida comprensione di ciò che rappresenta tale settore, come si sta evolvendo e quali metodologie possono essere adottate in modo appropriato per misurare il valore di un'azienda operante in questo campo.

Dunque, attraverso l'analisi approfondita della letteratura e l'esame di casi pratici, questa ricerca si propone di contribuire alla comprensione delle varie metodologie di valutazione esistenti per la valutazione delle startup fintech. L'obiettivo finale è fornire una panoramica chiara e una guida per gli investitori, gli operatori del settore e gli studiosi interessati a comprendere come valutare in modo accurato e affidabile le startup operanti in tale settore innovativo.

La scelta dei casi di studio come disegno di ricerca è motivata da diversi fattori.

I casi di studio consentono di condurre un'indagine empirica su un fenomeno contemporaneo specifico, immergendosi nel contesto reale e attingendo a molteplici fonti di evidenza. Questo approccio è ampiamente utilizzato nelle ricerche qualitative, poiché permette di esplorare approfonditamente il fenomeno e persino di sviluppare nuove teorie. Tuttavia, i casi di studio possono includere anche elementi quantitativi o focalizzarsi esclusivamente su di essi.

Esistono due metodi di ricerca predominanti, utilizzati sia per la raccolta che per l'analisi dei dati: il metodo qualitativo e il metodo quantitativo. Questi due approcci si differenziano principalmente per il tipo di dati che trattano. Il metodo qualitativo si avvale principalmente di questionari, interviste strutturate e sondaggi per ottenere dati descrittivi e ricavare informazioni più approfondite sulla comprensione del fenomeno. D'altra parte, il metodo quantitativo si concentra sulla misurabilità dei dati, trattando quantità, valori o numeri. Nel contesto di questa ricerca, è stato adottato un approccio quantitativo in considerazione degli obiettivi stabiliti.

Dopo tale introduzione la tesi fornirà, nel secondo capitolo, un'ampia panoramica generale sulle imprese fintech ed il loro sviluppo. Dopo una rigorosa spiegazione della definizione e della storia del Fintech e del digital banking, l'analisi si focalizza sull'impatto di tali imprese sul sistema dei servizi finanziari e sulle tendenze future nel settore bancario ed assicurativo, includendo anche un'analisi delle varie regolamentazioni e normative.

Nel terzo capitolo, si esplorano approfonditamente i metodi di valutazione diretti ed indiretti, considerando la loro crescente importanza nell'analisi del valore delle imprese. Vengono analizzati vari approcci di valutazione, tra cui: il metodo patrimoniale, il metodo reddituale, il metodo misto, il metodo finanziario ed il metodo dei multipli di mercato.

Questi metodi si basano sull'analisi dei dati di mercato e l'uso di multipli finanziari per valutare l'azienda in relazione a società comparabili o al benchmark del settore. Questo approccio presuppone che il valore di un'azienda sia fortemente influenzato dalle dinamiche di mercato e dalle aspettative degli investitori, ed è comunemente utilizzato nelle fusioni e acquisizioni, nella valutazione delle azioni quotate in borsa e nelle società private.

Tuttavia, come vedremo in seguito, tali approcci presentano numerose limitazioni per la valutazione delle startup fintech, e per tale motivo necessitano di integrazioni e approcci alternativi.

La maggior parte delle valutazioni aziendali, infatti, utilizza il metodo multiplo per giungere a una valutazione dell'azienda e poi impiega vari approcci integrativi per ottenere stime diverse, prima di selezionare un valore che risponda ai requisiti complessivi strategici, commerciali, competitivi e di rendimento. È importante notare che questi approcci sono generalmente adatti per aziende mature e stabili, con flussi di cassa relativamente prevedibili e modelli aziendali consolidati.

Nel quarto capitolo, si esamineranno approfonditamente diverse metodologie alternative di valutazione delle aziende fintech. Queste metodologie rappresentano un approccio diverso rispetto

ai metodi tradizionali di valutazione finanziaria e sono particolarmente rilevanti nel contesto delle startup fintech.

L'area su cui vorrei concentrarmi principalmente in tale capitolo è il modo in cui le startup fintech vengono realmente valutate.

Le motivazioni alla base di questo studio hanno origine dalle seguenti domande alle quali si è cercato di fornire una risposta efficace:

Perché alcune di queste società sono valutate così tanto, persino più di banche, società di gestione patrimoniale o compagnie assicurative esistenti da decenni?

Cosa fa sì che queste startup raggiungano valutazioni così elevate in un arco di tempo così breve?

Queste valutazioni sono reali o immaginarie?

C'è una logica di fondo o sono solo basate sul sentimento e sul clamore del mercato?

Tra le metodologie discusse per cercare di rispondere a tali domande si includono:

- Venture Capital Method: si basa sull'analisi degli investimenti effettuati da venture capitalist in aziende simili. Si tiene conto dei finanziamenti precedenti e delle valutazioni effettuate dagli investitori per stabilire il valore dell'azienda fintech.
- First Chicago Model: questo modello utilizza proiezioni finanziarie e flussi di cassa futuri per valutare l'azienda fintech. È particolarmente adatto per le startup che non hanno ancora raggiunto una fase di redditività stabile.
- Berkus Method: questo metodo assegna un valore monetario a diverse componenti chiave dell'azienda fintech, come il team di gestione, la tecnologia e la strategia di mercato. Queste componenti vengono valutate separatamente e sommate per ottenere il valore complessivo.
- Risk Factor Summation Model: prende in considerazione una serie di fattori di rischio specifici dell'azienda fintech e assegna loro un valore. I fattori di rischio includono elementi come la concorrenza, la regolamentazione e la stabilità finanziaria.
- Scorecard Method: utilizza una "scheda punteggio" per valutare l'azienda fintech in base a diversi criteri, come il mercato di riferimento, la tecnologia, il team di gestione e altri fattori rilevanti.

Inoltre, il capitolo esplorerà i limiti e le sfide associate a queste metodologie alternative di valutazione. Sarà importante comprendere come queste metodologie possono essere applicate in modo efficace per valutare le aziende fintech, ma anche riconoscere le situazioni in cui potrebbero non essere adatte o sufficienti per una valutazione accurata.

In chiusura, questo studio si basa su un approccio di ricerca rigoroso e orientato ai casi di studio, impiegando un'ampia gamma di metodologie di valutazione per condurre un'analisi approfondita

degli investimenti nel settore del digital banking e delle startup fintech. L'obiettivo primario è identificare il metodo di valutazione più idoneo per queste imprese innovative, tenendo conto delle sfide e delle peculiarità del settore. Inoltre, l'analisi comprende una dettagliata valutazione degli aspetti finanziari, delle dinamiche di mercato e dei fattori di rischio specifici che caratterizzano il panorama fintech. L'approccio multidisciplinare adottato in questo studio mira a fornire una visione completa e informativa per supportare decisioni informate in un contesto finanziario in continua evoluzione.

CAPITOLO 2:

L'ASCESA DEL FINTECH E DEL DIGITAL BANKING

2.1. Storia e sviluppo del digital banking

Negli ultimi due decenni, i modelli di business delle banche hanno subito notevoli cambiamenti, ampliando le proprie attività e passando dal coinvolgimento principale nelle tradizionali operazioni bancarie commerciali ad una maggiore partecipazione nell'investment banking e nel trading digitale. Questa trasformazione ha aperto nuove opportunità per generare profitti, ma ha anche comportato un aumento della complessità e dell'esposizione delle banche a maggiori rischi e fluttuazioni di reddito.

Questa evoluzione è diventata evidente durante la crisi finanziaria del 2007/2008, che ha colpito principalmente le grandi banche orientate agli investimenti. Proprio a causa delle grandi dimensioni e dell'importanza sistemica di alcune banche, i regolamenti bancari di Basilea III¹⁰, introdotti di recente, mirano principalmente a ridurre il rischio d'insolvenza associato a queste istituzioni, al fine di mitigare e prevenire le crisi finanziarie.

Tali regolamenti comprendono requisiti più elevati in termini di capitale e liquidità, entrambi i quali riducono la redditività delle banche. Infatti, la capacità delle banche di generare profitti dipende in larga misura dalla loro capacità di sfruttare il proprio bilancio e di impegnarsi in finanziamenti a breve termine. È probabile che la redditività diminuisca ulteriormente se saranno attuate le raccomandazioni del gruppo Liikanen. Secondo tali proposte, le banche dovrebbero trasferire le loro attività di negoziazione in una entità legale separata, che potrebbe rimanere all'interno del gruppo bancario ma dovrebbe finanziarsi autonomamente. L'obiettivo è impedire alle banche di utilizzare i depositi per finanziare le loro attività commerciali, con conseguente adeguamento dei prezzi al rischio e una riduzione dei margini nel settore commerciale.

La redditività delle banche è destinata a rimanere inferiore ai livelli pre-crisi, in seguito ad alcuni fattori, tra cui la crescente concorrenza, la regolamentazione più stringente e i bassi tassi di interesse. Di conseguenza, le banche sono costrette a rivedere i propri modelli di business per riuscire a rimanere competitive.¹¹ Questa sfida richiede un adattamento strategico e una maggiore consapevolezza dei rischi associati alle diverse attività svolte dalle banche.

¹⁰ Il regolamento Basilea III introduce una serie di nuovi requisiti patrimoniali per le banche, tra cui:

- Aumento del coefficiente di capitale di base CET1 dal 2% al 4,5%.
- Introduzione di un nuovo coefficiente di liquidità di base LCR (Liquidity Coverage Ratio) del 100%.
- Introduzione di un nuovo coefficiente di liquidità di seconda linea NSFR (Net Stable Funding Ratio) del 100%.

¹¹ Liikanen E., "High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector", 2012

In generale, l'analisi dei modelli di business delle banche va oltre la semplice valutazione degli indicatori tradizionali di rischio e redditività bancaria. Essa si concentra sull'esame di come le banche generano profitti, quali segmenti di clientela servono e quali canali di distribuzione utilizzano. Questo approccio mira a fornire ai supervisori una comprensione più approfondita della sostenibilità dei profitti bancari e dei rischi associati all'attività svolta.

L'analisi dei modelli di business è importante perché consente di ottenere una visione a lungo termine delle prospettive di guadagno di una banca e di identificare eventuali vulnerabilità o potenziali problematiche. Comprenderne i dettagli offre ai supervisori la possibilità di prendere decisioni più lungimiranti e di adottare misure preventive per mitigare i rischi.

I modelli di business delle banche possono variare notevolmente a seconda delle strategie adottate dalle istituzioni finanziarie. Alcune banche si concentrano principalmente sulle attività tradizionali di prestito e deposito, mentre altre espandono la propria presenza nell'investment banking, nel trading o in altre attività non tradizionali. Alcune banche possono anche sviluppare modelli di business incentrati su specifici segmenti di clientela, come le piccole imprese o i clienti ad alto reddito.

L'analisi dei modelli di business richiede quindi un'attenta valutazione dei fattori che influenzano la redditività delle banche, come i costi operativi, la gestione del rischio, l'efficienza operativa e la diversificazione delle fonti di reddito. Inoltre, è importante valutare la sostenibilità dei modelli di business nel lungo periodo, tenendo conto di fattori come le tendenze di mercato, l'innovazione tecnologica, le dinamiche concorrenziali e le politiche regolamentari.

Negli ultimi decenni, il settore bancario ha affrontato una crescente competizione, il che ha portato a una diminuzione dei margini di interesse netti. Ad esempio, in Germania, il margine di interesse netto è passato dal 2% della metà degli anni '90 all'1% degli ultimi anni.¹² Per compensare questa tendenza, molte banche hanno ampliato le loro attività verso settori non tradizionali, come la vendita di fondi assicurativi e mutui, la gestione patrimoniale e le operazioni di market making, fusioni e acquisizioni. Questi cambiamenti indicano che le banche si sono distanziate dal modello di business bancario commerciale tradizionale, in cui si limitavano alla concessione di prestiti.

I progressi tecnologici hanno svolto un ruolo fondamentale nella crescita della concorrenza, semplificando la gestione dei fondi di investimento e dei conti dei clienti, e consentendo agli intermediari finanziari non bancari di offrire una gamma più ampia di prodotti finanziari. Inoltre, i mercati azionari e del debito pubblico hanno beneficiato delle innovazioni nel campo delle tecnologie dell'informazione, ad esempio nella gestione dei dati, che hanno portato a significative

¹² Bank for International Settlements (BIS). "The Impact of Financial Technology on the Banking Sector". Quarterly Review, June 2022, pp. 12-13.

riduzioni dei costi di negoziazione. Le innovazioni tecnologiche hanno anche agevolato lo sviluppo dei mercati delle cartolarizzazioni, consentendo una valutazione più precisa dei prezzi e ampliando l'insieme degli strumenti cartolarizzati disponibili. Tutto ciò ha contribuito a un maggiore sviluppo e profondità dei mercati finanziari, aumentando significativamente il numero di prodotti e di fornitori, il che potrebbe spiegare il motivo per cui i clienti si stanno rivolgendo sempre più a risparmi e prodotti di investimento alternativi offerti da istituzioni non bancarie.¹³

Da un lato, le banche si sono trovate ad affrontare un deflusso dei depositi dei clienti verso investimenti ad alto rendimento offerti da istituzioni non bancarie, come compagnie assicurative o fondi di investimento. Data la difficoltà nell'attrarre i depositi dei clienti, le istituzioni bancarie si sono rivolte sempre più ai mercati finanziari per finanziarsi. Ciò ha permesso loro di diversificare le fonti di finanziamento, consentendo una gestione del bilancio più pro-ciclica.¹⁴

Dal punto di vista degli asset, si è osservata una diminuzione significativa dell'importanza dei prestiti bancari rispetto all'attivo totale a partire dal 2007. Questo riflesso della riduzione dell'importanza dei prestiti bancari indica un cambiamento nel mix delle attività delle banche.

Le innovazioni tecnologiche hanno effettivamente intensificato la concorrenza nel settore bancario. Ad esempio, il banking online ha aumentato la trasparenza e semplificato il confronto dei prodotti offerti dalle diverse banche per i clienti. L'accesso al mercato è stato facilitato anche per le nuove istituzioni, poiché non è più necessario disporre di una rete di filiali fisiche per distribuire i prodotti bancari se si utilizza Internet come canale di distribuzione. Ciò ha ridotto significativamente i costi operativi e ha consentito ad alcune banche di offrire tassi di interesse più competitivi ai propri clienti, guadagnando così quote di mercato a scapito delle banche con una maggiore presenza fisica e costi più elevati.

Inoltre, le innovazioni nell'ambito delle tecnologie dell'informazione hanno semplificato la raccolta di dati provenienti da diverse fonti, consentendo una migliore valutazione del merito creditizio dei clienti e facilitando l'accesso al credito anche per coloro che non hanno una stretta relazione con la banca.

Tale contesto ha comportato una maggiore standardizzazione delle informazioni, riducendo così le possibilità di differenziazione dei prodotti bancari.¹⁵ Tuttavia, l'integrazione finanziaria è emersa come un altro importante fattore di competizione nel settore bancario. La deregolamentazione e la liberalizzazione hanno favorito un maggiore grado di integrazione tra i mercati bancari e finanziari negli ultimi decenni. Ad esempio, nell'Unione Europea, l'implementazione della seconda direttiva

¹³ Berger, A., L. K. Black, 2011, "Bank size, lending technologies, and small business finance," *Journal of Banking and Finance* 35

¹⁴ Adrian, T., and H. S. Shin, 2010, "Liquidity and leverage," *Journal of Financial Intermediation* 19(3)

¹⁵ Deloitte, *Improving the digital performance*, Deloitte Luxembourg Digital Banking Benchmark, 2018

bancaria nel 1989 ha introdotto un "passaporto unico" per le banche dell'UE. Ciò ha permesso alle banche situate all'interno dell'UE di offrire servizi in qualsiasi altro stato membro senza richiedere l'autorizzazione specifica dei paesi ospitanti, sia attraverso la prestazione transfrontaliera di servizi che attraverso l'apertura di filiali. Inoltre, l'introduzione dell'euro nel 1999 ha eliminato il rischio di cambio all'interno dell'area euro, semplificando ulteriormente l'accesso ai prestiti e alle opportunità di investimento transfrontalieri.

Complessivamente, le innovazioni tecnologiche, l'intensificarsi della concorrenza e l'integrazione finanziaria hanno avuto un impatto significativo sui modelli di business delle banche, spingendole a adattarsi alle nuove dinamiche di mercato e a cercare modi innovativi per generare profitti e soddisfare le esigenze dei clienti.

L'evoluzione dei mercati finanziari e l'adozione delle tecnologie digitali hanno sicuramente intensificato la concorrenza nel settore bancario. Le banche hanno dovuto cercare fonti di reddito non tradizionali per compensare la diminuzione dei margini sui prestiti e sui depositi. A tal fine, molte banche si sono avventurate nel settore assicurativo e dei fondi comuni di investimento, guadagnando commissioni sulle vendite di questi prodotti. Allo stesso tempo, molte banche hanno istituito società di gestione patrimoniale per generare entrate aggiuntive attraverso la gestione di fondi. Altre banche si sono dedicate alla sottoscrizione di debiti e titoli azionari, nonché alla negoziazione di titoli e derivati sui mercati secondari. Questo ha portato a una vasta gamma di prodotti e servizi offerti dalle banche e ha reso le attività bancarie più complesse rispetto al passato.¹⁶

La rivoluzione digitale ha avuto un impatto significativo sul settore bancario. Con oltre 4 miliardi di utenti Internet nel mondo e 3,2 miliardi di utenti di social media, le banche si sono adeguate alla tendenza digitale attraverso il digital banking. L'integrazione di strumenti CRM potenti e archiviazione basata su cloud ha permesso alle banche di archiviare e analizzare dati in modo molto più efficiente.

Le banche, pur avendo le risorse e il talento a rispondere al potenziale dirompente delle startup fintech, hanno reagito in modo indifferente o passivo a tali innovazioni. Alcuni capi dei servizi finanziari hanno persino deriso nuove tecnologie come Bitcoin e l'investimento robotico. Invece di ignorare queste innovazioni, le banche dovrebbero collaborare con le startup fintech attraverso acceleratori o investimenti in equity. Ciò consentirebbe alle banche di imparare dalle startup e sviluppare i propri prodotti e servizi innovativi.

¹⁶ EY Global Financial Services Institute, "Business models in banking – how did they evolve and how do they need to be changed in the post-crisis period?", Marzo 2014

A mio avviso, se le banche vogliono davvero rispondere al movimento fintech in modo costruttivo, devono aumentare la loro motivazione ed effettuare una scelta tra competizione o collaborazione. Nonostante prezzi e costi più alti con una maggiore burocrazia per i consumatori, le banche continuano a mantenere un vantaggio primario rispetto alle startup fintech poiché possiedono maggior esperienza e conoscono meglio il sistema finanziario. Migliorando il vecchio sistema, le banche possono ottenere guadagni di efficienza che possono essere trasferiti ai consumatori sotto forma di prezzi più convenienti. Un servizio migliore attirerà anche le fintech, orientandole verso la collaborazione piuttosto che la competizione.

Tuttavia, l'adozione di modelli di business orientati sul digital banking ha consentito alle banche negli ultimi tempi di ottenere guadagni più convenienti e di automatizzare attività ripetitive, come consulenza online, trasferimenti, gestione del risparmio e richiesta di servizi bancari.

Si prevede inoltre che la trasformazione digitale porterà alla dematerializzazione completa dei prodotti finanziari, inclusi i mezzi di pagamento, e l'uso di prodotti fisici come assegni e carte bancarie diminuirà o scomparirà completamente.

L'aumento del potere delle tecnologie ha inoltre modificato i comportamenti e le aspettative dei clienti. Oggi i consumatori cercano informazioni e confrontano offerte in modo sistematico, cercando di essere più autonomi e di ottenere servizi immediati ed esperienze personalizzate.

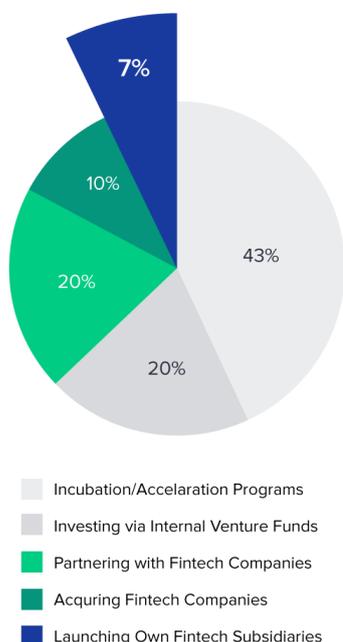
L'evoluzione dei mercati finanziari, la concorrenza intensificata e l'adozione delle tecnologie digitali hanno così trasformato radicalmente il settore bancario.

La trasformazione digitale continua a ridefinire il modo in cui le banche operano e interagiscono con i clienti, con un'attenzione crescente all'esperienza del cliente e alla personalizzazione dei servizi.

Le banche si trovano quindi di fronte a una situazione simile al "dilemma del prigioniero", in cui devono prendere decisioni strategiche decidendo se collaborare o meno con le startup fintech. Nonostante dispongano delle risorse e delle tecnologie necessarie per apportare le modifiche richieste, sono consapevoli dei rischi potenziali che ne derivano. Tuttavia, se non si evolvono adeguatamente, rimarranno costantemente un passo indietro rispetto ai nuovi concorrenti, ferme ad osservare il mondo finanziario in continua evoluzione.

Uno dei principali vantaggi reciproci derivanti dalla collaborazione riguarda i valori aggiunti che la banca può offrire rispetto ai tipici investitori Venture Capital. La banca può acquisire la startup con obiettivi di lungo termine invece di focalizzarsi sull'*exit* nel breve-medio termine. Inoltre, può anche concedere il proprio portafoglio clienti alla startup, permettendo non solo a quest'ultima di convalidarsi, ma anche alla banca di fornire un valore aggiunto ai propri clienti integrando servizi specializzati innovativi e digitali.

Nella Figura notiamo in che modo le banche stanno rispondendo al movimento sempre più crescente delle Fintech nel panorama finanziario, e come grandi banche stanno investendo sempre di più in alcuni specifici settori del Fintech: ¹⁷



Fonte: Statista

	Blockchain	Data Analytics	Insurance	Personal Finance	Wealth Management	Financial Services Software	Lending	Payment & Settlement	Real Estate	Regulatory Tech	Total
Citi	5	5		2	1	5	3	2		2	25
Goldman Sachs	2	3	1	1	1	2	2	6	2	2	22
JPMorgan Chase & Co	2	1			1	4	1	2		1	12
Morgan Stanley		2	1			3	1			1	8
Wells Fargo	2	2		1		1	1	1		1	9
Bank of America Merrill Lynch	1	2				1		1		1	6
TD Bank	1							1		1	3
Capital One	1							1			2
US Bancorp	1							1			2
PNC	1							1			2
Total	16	15	2	4	3	16	8	16	9	9	91

Fonte: CB Insights

È importante sottolineare che, nonostante le startup Fintech operino all'interno del settore finanziario, non sono necessariamente in concorrenza diretta con le banche.

Secondo quanto affermato da Accenture, il settore Fintech può essere suddiviso in due categorie principali: aziende competitive e aziende collaborative. Le aziende competitive sono organizzazioni consolidate, che non necessariamente si specializzano nel campo della tecnologia finanziaria, ma che cercano comunque di superare la concorrenza attraverso politiche di prezzi più convenienti. In questo contesto, rientrano spesso le grandi aziende precedentemente menzionate, che costituiscono la maggioranza degli investimenti nel settore Fintech. Dall'altro lato, le aziende collaborative sono quelle che offrono servizi volti a migliorare le performance e la posizione dei loro concorrenti nel mercato.

¹⁷ <https://www.toptal.com/finance/investment-banking-freelancer/fintech-and-banks>

Il Fintech, termine che deriva dall'unione di "tecnologia" e "finanza", è caratterizzato dall'innovazione finanziaria abilitata dalla tecnologia che può portare a nuovi modelli di business, applicazioni, processi o prodotti con un impatto significativo sui mercati e le istituzioni finanziarie e sulla fornitura di servizi finanziari.

Con oltre 3.000 deal e 120 miliardi di dollari investiti nella prima metà del 2023, il Fintech è innegabilmente uno dei settori più caldi della tecnologia in questo momento. Dai pagamenti digitali all'insurtech, dalla blockchain alla cybersecurity, il Fintech comprende molti segmenti in continua evoluzione che creano innumerevoli opportunità di crescita.¹⁸

Il Fintech potrebbe ad oggi sembrare un movimento moderno, tuttavia l'utilizzo della tecnologia nei servizi finanziari non è affatto una novità. Il settore finanziario ha introdotto innovazioni come le carte di credito già negli anni '50, l'internet banking negli anni '90 e la tecnologia dei pagamenti contactless all'inizio del nuovo millennio. Tuttavia, è solo negli ultimi tre anni che il fintech ha davvero catturato l'attenzione del pubblico.¹⁹

L'ascesa della tecnologia finanziaria è stata guidata da tre tendenze principali:

- **Tecnologia:** La diffusione di internet e dei dispositivi mobili ha reso possibile la fornitura di servizi finanziari online e on-demand, rendendo più facile per le startup raggiungere un pubblico più ampio e competere con le istituzioni finanziarie tradizionali. Le startup fintech stanno anche utilizzando la tecnologia per sviluppare nuovi prodotti e servizi innovativi, come i pagamenti mobili, il prestito peer-to-peer e i consulenti digitali.
- **Clienti:** La crisi finanziaria del 2008 ha portato a una perdita di fiducia nelle istituzioni finanziarie tradizionali. I clienti attualmente richiedono maggiore trasparenza, comodità e servizi personalizzati dai loro fornitori di servizi finanziari. Le startup fintech sono ben posizionate per soddisfare queste esigenze utilizzando la tecnologia per offrire soluzioni innovative e orientate al cliente. Ad esempio, molte startup fintech offrono app digitali di mobile banking che consentono ai clienti di gestire le loro finanze in modalità smart.
- **Regolamentazione:** L'aumento della regolamentazione dell'industria finanziaria ha posto un onere sulle istituzioni finanziarie tradizionali. Le startup fintech, d'altra parte, spesso sono classificate come aziende tecnologiche anziché istituti finanziari. Di conseguenza, non sono soggette allo stesso livello di regolamentazione delle istituzioni finanziarie tradizionali.

L'ascesa della fintech sta avendo un impatto significativo sull'industria dei servizi finanziari. Le startup fintech stanno sfidando lo status quo e costringendo le istituzioni finanziarie tradizionali a

¹⁸ Dealroom.co Fintech Q1 2023 report. Dealroom.co, 2023.

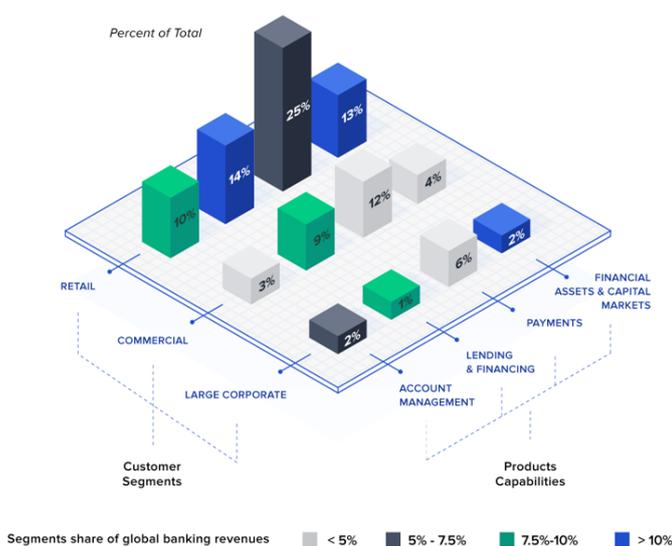
¹⁹ <https://www.toptal.com/finance/investment-banking-freelancer/fintech-and-banks>

adattarsi a nuovi modi di fare business, a favore dei consumatori che beneficiano di una maggiore scelta, prezzi migliori e un miglior servizio personalizzato.

In generale, esistono vari tipi di servizi fintech, tra cui:

- Banche completamente digitali, senza filiali fisiche, che offrono tariffe competitive (es. Revolut che offre carte di credito e conti totalmente gratuiti), portafogli online (es. Leetchi), applicazioni di pagamento (come Lydia), strumenti di gestione patrimoniale (come Moneyfarm) o investimenti automatizzati (come N26).
- Banche che forniscono servizi finanziari (come trasferimento di valuta online o factoring dematerializzato) a società, PMI o grandi conti.
- Piattaforme di crowdfunding che mettono in contatto creatori, PMI e investitori (privati o professionisti) per finanziare progetti.²⁰

Di seguito è riportata una figura che rappresenta un campione di 350 startup Fintech suddiviso in prodotti e clienti:



Fonte: McKinsey

Le startup fintech hanno finora concentrato i loro sforzi sulla perturbazione del settore bancario al dettaglio, piuttosto che su tutti i servizi finanziari. Un'analisi di McKinsey di un campione di dati sulle startup ha riscontrato che il 62% delle startup sta puntando al settore bancario al dettaglio, mentre solo l'11% è concentrato sulle grandi banche corporate.²¹

Il segmento dei servizi bancari al dettaglio è un mercato ampio e in crescita, ed è maturo per essere stravolto. Le startup Fintech utilizzano le nuove tecnologie per offrire servizi più convenienti,

²⁰ KPMG, Digital Banking - L'evoluzione delle aspettative dei clienti tra rivoluzione digitale, sfide regolamentari e nuovi competitor, Digital Banking 2018

²¹ McKinsey & Company. (2021, September). The state of Fintech in retail banking.

economici e personalizzati rispetto alle banche tradizionali. Questo costringe le banche tradizionali a innovare oppure a rischiare di rimanere indietro.

Per tale motivo, il futuro del retail banking sarà probabilmente plasmato dall'interazione tra banche tradizionali e startup fintech. Le banche tradizionali dovranno abbracciare l'innovazione per poter competere, mentre le startup fintech dovranno trovare il modo di scalare le loro attività e raggiungere un pubblico più ampio.

La maggior parte dei fornitori di servizi fintech rientra nella categoria dei pagamenti, della compensazione e del regolamento, seguita dai servizi di credito, deposito e raccolta di capitali. Attualmente, le imprese fintech rappresentano una piccola percentuale del mercato globale dei servizi bancari.

I servizi di pagamento innovativi sono uno dei principali sviluppi fintech più diffusi. I recenti progressi nelle capacità tecnologiche, come i pagamenti istantanei, hanno accelerato questa evoluzione. Tuttavia, ci sono differenze nei modelli di business, nelle tecnologie utilizzate, nelle caratteristiche dei prodotti e nei quadri normativi nelle diverse giurisdizioni, che comportano rischi differenti.

L'adozione da parte dei consumatori e delle banche di portafogli digitali sviluppati da società tecnologiche di terze parti, come Apple Pay, Samsung Pay e Android Pay, è un esempio di scenario di "banking distribuito". Alcune banche hanno sviluppato internamente i propri portafogli digitali, mentre altre offrono quelli sviluppati da terze parti, considerando l'ampia adozione da parte dei clienti di questi formati. In questo caso, la banca mantiene il controllo dell'aspetto finanziario della relazione con il cliente, ma cede il controllo dell'esperienza del portafoglio digitale e, in alcuni casi, deve condividere una parte delle entrate delle transazioni facilitate attraverso portafogli di terze parti.

Nel settore finanziario, la competizione è sempre più agguerrita a causa dell'espansione dei modelli di pagamento gratuiti. Ciò si estende anche ai servizi di intermediazione e, più in generale, ai servizi bancari, che viene definito come "uberizzazione bancaria".

La continua evoluzione del Fintech sta ridefinendo il modo in cui le persone accedono e gestiscono i servizi finanziari, portando a una maggiore convenienza e personalizzazione, ma anche a nuove sfide e rischi per le istituzioni finanziarie tradizionali.

Le banche stanno dimostrando un maggiore orientamento all'innovazione di fronte ai nuovi asset del settore fintech. Le strategie adottate possono variare significativamente: alcuni attori preferiscono acquisire tecnologie e codici sorgenti anziché diventare essi stessi innovatori, mentre

altri implementano politiche di innovazione aperta che si traducono in partnership commerciali o tecnologiche, partecipazione a fondi di venture capital e lancio di incubatori o acceleratori.²²

Ciò ha portato le banche al dettaglio a rivedere le loro strategie di marketing e le politiche dei prezzi. Oggi, il marketing bancario dipende fortemente dalle nuove pratiche digitali, come la pubblicità online e i social network, nonché dall'uso crescente dei dati. Anche il modello di business delle banche sta subendo cambiamenti, poiché le agenzie fisiche rimangono essenziali per stabilire un modello sostenibile di redditività. Ciò comporta la riorganizzazione delle reti di filiali e dei centri amministrativi, nonché il rafforzamento dei centri di relazioni remote per lo sviluppo di competenze specifiche.

Gli investimenti in attrezzature e dipendenti sono un punto chiave per le banche retail, inclusi l'acquisto di tablet, smartphone e terminali Wi-Fi. Tuttavia, sebbene gli investimenti nella digitalizzazione siano ora significativi per le banche al dettaglio, tendono ad essere meno rilevanti per le banche istituzionali. La sfida della trasformazione digitale è particolarmente importante per le banche al dettaglio, poiché si devono affrontare questioni di sicurezza, autenticazione e conformità dei clienti che rivestono un ruolo di grande rilevanza.

La rivoluzione in corso ha un notevole impatto sui consumatori, che si trovano ad affrontare minacce come la privacy dei dati, la sicurezza delle informazioni, l'interruzione dei servizi bancari e pratiche di marketing inadeguate.²³

D'altra parte, ci sono anche opportunità come una maggiore inclusione finanziaria, che amplia l'accesso ai servizi finanziari e migliora l'esperienza del cliente fornendo una migliore comprensione dei prodotti e delle condizioni. Inoltre, l'offerta di servizi bancari migliori e più personalizzati, come consulenti robo in white label per aiutare i clienti nella gestione degli investimenti e creare un'esperienza personalizzata, può essere una prospettiva interessante. Le partnership con aziende fintech potrebbero anche aumentare l'efficienza delle banche tradizionali. Tuttavia, le banche devono fare attenzione alle minacce, in particolare alla possibilità di perdere il collegamento con i clienti a vantaggio di nuovi intermediari. L'uso di nuove tecnologie consente ai clienti di cambiare tra differenti conti di risparmio o fondi comuni di investimento per aumentare la propria redditività. Sebbene ciò possa aumentare l'efficienza, può anche influire sulla fedeltà dei clienti e aumentare la volatilità dei depositi. Pertanto, gli attori finanziari devono essere consapevoli del rischio di essere relegati alla progettazione dei propri prodotti e alle funzioni di

²² Omarini, The digital transformation in banking and the role of FinTechs in the new financial intermediation scenario, *International Journal of Finance, Economics and Trade (IJFET)*, 2017

²³ Deloitte, Improving the digital performance, *Deloitte Luxembourg Digital Banking Benchmark*, 2018

gestione del rischio, con conseguente aumento del rischio di volatilità e liquidità delle fonti di finanziamento delle banche.²⁴

L'evoluzione dei processi bancari verso soluzioni migliorate ed efficienti, supportate da tecnologie crittografiche e biometriche per garantire un ambiente più sicuro, rappresenta una vera opportunità per le banche. L'uso innovativo dei dati per fini di marketing e gestione del rischio, insieme all'aumento della concorrenza nel settore, può avere un impatto positivo sulla stabilità finanziaria, favorendo la frammentazione del mercato dei servizi bancari e riducendo il rischio sistemico associato a entità di dimensioni sistemiche.

2.2. Fintech: innovazione e disruption nel settore dei servizi finanziari

In questa sezione analizzeremo in dettaglio l'impatto dell'innovazione tecnologica sul settore finanziario, e come il Fintech stia innovando tale settore, offrendo nuovi prodotti e servizi che stanno ridefinendo il modo in cui le persone accedono e utilizzano i servizi finanziari. Il termine indica quindi il processo di evoluzione dell'industria finanziaria, indirizzato verso una maggior digitalizzazione e disintermediazione.

Come già anticipato, il termine Fintech, derivato dalla combinazione di Finance (Fin) e Technology (Tech), si riferisce all'innovazione finanziaria resa possibile dall'avanzamento tecnologico nel settore finanziario. Da un punto di vista soggettivo, il termine viene utilizzato per descrivere principalmente le startup innovative che operano in questo ambito.

Secondo la definizione adottata dal Financial Stability Board, il Fintech è caratterizzato dall'innovazione tecnologica e finanziaria che può portare a nuovi modelli di business, applicazioni, processi, prodotti o servizi con un impatto tangibile sui mercati, sulle istituzioni finanziarie e sulla fornitura di servizi finanziari.²⁵

Tale definizione include diverse componenti, come i prestiti online, il crowdfunding azionario, la consulenza automatizzata (robo-advisory) e le applicazioni finanziarie basate sull'intelligenza artificiale.

Il nostro focus in tale capitolo sarà sulle startup Fintech che rappresentano società che operano nel settore dei servizi finanziari e sfruttano la potenza della tecnologia per semplificare, automatizzare e migliorare la fornitura di servizi finanziari ai clienti finali.

²⁴ KPMG, Digital Banking - L'evoluzione delle aspettative dei clienti tra rivoluzione digitale, sfide regolamentari e nuovi competitor, Digital Banking 2018

²⁵ Ferrari Roberto (2016), "L'Era del FinTech", Franco Angeli s.r.l., Ed. 1,

La tecnologia viene utilizzata per fornire supporto alle aziende, agli imprenditori e ai consumatori per una migliore gestione delle loro operazioni finanziarie, sfruttando software e algoritmi specializzati che vengono utilizzati su dispositivi come smartphone e computer.²⁶

Inizialmente, il Fintech si concentrava sulla tecnologia utilizzata per migliorare i processi interni delle istituzioni finanziarie. Tuttavia, negli ultimi anni, si è verificato un cambiamento verso servizi orientati al cliente, che hanno portato a una definizione del Fintech sempre più centrata sulle esigenze dei consumatori. È importante sottolineare che l'innovazione nel settore presenta una serie di opportunità, come una maggiore inclusione finanziaria, servizi bancari personalizzati e una riduzione dei costi di transazione.

Negli anni '90 si è assistito allo sviluppo del Fintech, grazie alla crescita dei modelli di business basati su Internet e sull'e-commerce. Nel decennio successivo, gran parte delle attività bancarie era già completamente digitalizzata, ma la crisi finanziaria globale del 2008 ha provocato una perdita di fiducia nei confronti dei sistemi bancari tradizionali, rendendo ancora più cruciali la sicurezza e la trasparenza.

La continua evoluzione del Fintech sta ridefinendo il panorama dei servizi finanziari, offrendo nuove possibilità per migliorare l'accesso ai servizi finanziari, semplificare le procedure e personalizzare l'esperienza del cliente. Tuttavia, la rapida crescita del settore solleva anche questioni riguardanti la sicurezza dei dati, la protezione dei consumatori e la regolamentazione per garantire un ambiente finanziario stabile ed equo. Questa mutata mentalità e l'avvento delle tecnologie di cloud computing hanno consentito l'innovazione di nuove soluzioni personalizzate e procedure standard nel settore finanziario. Ad esempio, si sono sviluppate modalità di accesso ai profili bancari, sistemi di pagamento e trasferimento di denaro con valute convertite automaticamente. La regolamentazione e le elevate aspettative dei clienti hanno portato le società Fintech a concentrarsi sull'offerta di servizi e soluzioni con un potenziale a lungo termine.

Lo smartphone è diventato il principale strumento attraverso il quale le persone accedono al web e utilizzano servizi finanziari, grazie alle app di mobile banking e ai portafogli digitali come Google Wallet e Apple Pay. Secondo Statista, nel 2019 il mercato dei pagamenti mobili ha superato addirittura il valore di mille miliardi di dollari.

Il settore FinTech comprende diverse industrie e settori, come l'istruzione, raccolta fondi, il retail banking e la gestione degli investimenti. Inoltre, coinvolge anche lo sviluppo e l'utilizzo di criptovalute come il Bitcoin.

²⁶ Corapi E., Lener R., "I diversi settore del fintech. Problemi e prospettive." Wolters Kluwer (2019)

Secondo il Fintech Adoption Index 2017 di EY, un terzo dei consumatori utilizza almeno due o più servizi Fintech, e sono sempre più consapevoli dell'importanza del Fintech nella loro vita quotidiana.²⁷

Le startup Fintech rappresentano una "minaccia" per i fornitori di servizi finanziari tradizionali, grazie alla loro maggiore flessibilità e alla capacità di raggiungere segmenti di mercato poco serviti, offrendo servizi più veloci e migliori. Ad esempio, Affirm fornisce ai consumatori prestiti immediati a breve termine per facilitare gli acquisti,²⁸ mentre Better Mortgage semplifica il processo di ottenimento del mutuo per l'acquisto di una casa, offrendo una procedura digitale che consente ai clienti di ricevere una lettera di pre-approvazione verificata entro 24 ore tramite l'applicazione.²⁹ GreenSky, invece, collega coloro che desiderano ottenere un mutuo per la ristrutturazione della casa alle banche, eliminando i tradizionali meccanismi di erogazione del credito e offrendo periodi promozionali a tasso zero per consentire ai consumatori di risparmiare sugli interessi.³⁰ Nel caso dei consumatori con scarsa o nulla esperienza di credito, Tala offre micro-prestiti nei paesi in via di sviluppo, basandosi su un'analisi dettagliata dei dati presenti sui loro smartphone, come la cronologia di navigazione e l'utilizzo di giochi online, con l'obiettivo di offrire opzioni migliori rispetto alle banche locali, agli istituti di credito non regolamentati e ad altre istituzioni di microfinanza.

Questi sono solo alcuni esempi dei numerosi modi in cui tali società stanno scalando in modo rapido ed efficiente.

In passato, il settore dei servizi finanziari si è sempre basato su modelli di business consolidati che offrivano una gamma di servizi standard, tra cui operazioni bancarie tradizionali, mutui e servizi di negoziazione. Questi servizi erano spesso integrati e difficili da personalizzare in base alle esigenze dei clienti.

Tuttavia, il settore fintech ha introdotto una rivoluzione dei servizi finanziari, permettendo lo spaccettamento di questi servizi in offerte modulari e flessibili. Grazie all'uso della tecnologia, le società fintech sono in grado di ridurre i costi, aumentare l'efficienza e migliorare l'esperienza dei clienti, a livello di singole transazioni e di interazioni globali.

Il Fintech ha anche contribuito a democratizzare l'accesso ai servizi finanziari, dando ai consumatori più opzioni, trasparenza e controllo.³¹ Inoltre, sfrutta anche le potenzialità della

²⁷ Y. " EY FinTech Adoption Index 2017

²⁸ www.affirm.com

²⁹ www.better.com

³⁰ www.greensky.com

³¹ KPMG (2015), "FinTech 100. Leading Global FinTech Innovators Report 2015"

tecnologia del servizio clienti automatizzato, utilizzando chatbot³² e interfacce basate sull'intelligenza artificiale per fornire assistenza ai clienti nelle attività di base, riducendo così i costi del personale. Quest'ultimo può anche essere impiegato per contrastare le frodi, utilizzando la cronologia dei pagamenti per rilevare le transazioni sospette. Il Fintech è dunque un settore molto complesso ma al contempo entusiasmante, in rapida crescita, caratterizzato da un'ampia varietà di prodotti all'interno del mercato, ognuno con proprie regole.

Le banche tradizionali e gli altri intermediari finanziari non sono rimasti a guardare di fronte a tale sfida, ma hanno investito ingenti risorse per adeguarsi alle nuove tendenze e competere con le società fintech che minacciano di interrompere il loro modello di business tradizionale. Un esempio è quello della banca d'investimento Goldman Sachs, che nel 2016 ha lanciato la piattaforma di prestito al consumo Marcus e successivamente ha espanso le sue operazioni nel Regno Unito.

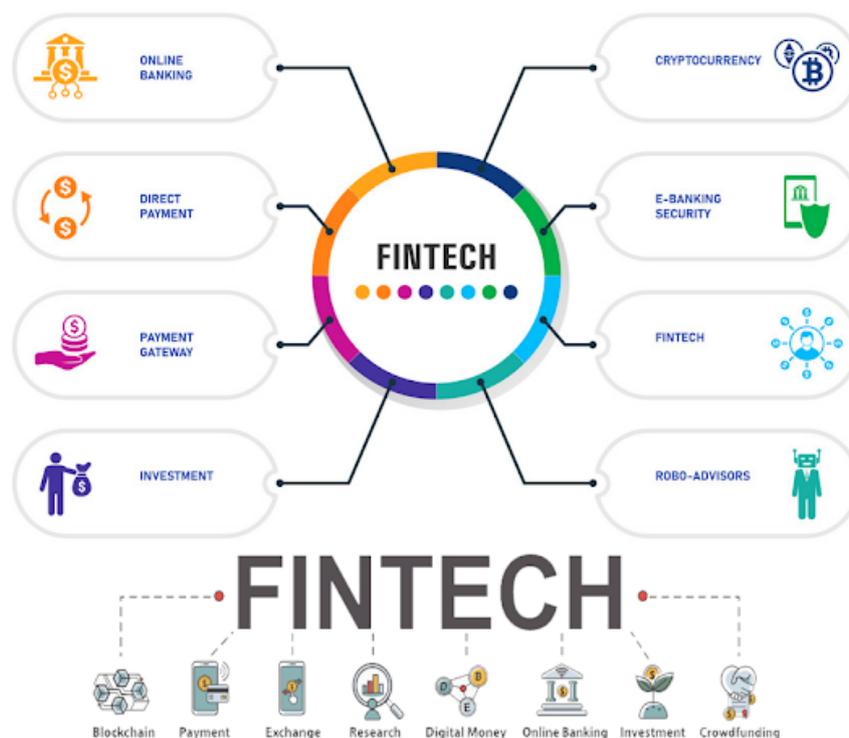
Tuttavia, per competere efficacemente con le società fintech, gli intermediari tradizionali devono operare un cambiamento radicale nella loro visione strategica, nei loro processi operativi e decisionali e nella loro struttura organizzativa.

Il Fintech sfrutta anche le potenzialità della tecnologia del servizio clienti automatizzato, utilizzando chatbot³³ e interfacce basate sull'intelligenza artificiale per fornire assistenza ai clienti nelle attività di base, riducendo così i costi del personale. Inoltre, quest'ultimo può anche essere impiegato per combattere le frodi, utilizzando le informazioni sulla cronologia dei pagamenti per rilevare le transazioni anomale o sospette.

Il settore fintech è dunque un settore molto complesso ma al contempo entusiasmante, in rapida crescita, caratterizzato da un'ampia varietà di prodotti all'interno del mercato, ognuno con proprie regole.

³² Chat bot, chatbot o chatterbot, è un software progettato per simulare una conversazione con un essere umano. Lo scopo principale di questi software è quello di simulare un comportamento umano e sono a volte definiti anche agenti intelligenti e vengono usati per vari scopi come la guida in linea, per rispondere alle FAQ degli utenti che accedono a un sito; alcuni utilizzano sofisticati sistemi di elaborazione del linguaggio naturale, ma molti si limitano a eseguire la scansione delle parole chiave nella finestra di input e fornire una risposta con le parole chiave più corrispondenti.

³³ Chat bot, chatbot o chatterbot, è un software progettato per simulare una conversazione con un essere umano. Lo scopo principale di questi software è quello di simulare un comportamento umano e sono a volte definiti anche agenti intelligenti e vengono usati per vari scopi come la guida in linea, per rispondere alle FAQ degli utenti che accedono a un sito; alcuni utilizzano sofisticati sistemi di elaborazione del linguaggio naturale, ma molti si limitano a eseguire la scansione delle parole chiave nella finestra di input e fornire una risposta con le parole chiave più corrispondenti.



I principali servizi offerti dalle società Fintech si racchiudono in:

Blockchain:

La blockchain, nonostante sia stata sviluppata da diversi decenni, ha acquisito notorietà nel 2009 grazie a un'idea di Satoshi Nakamoto, che ha utilizzato la blockchain come base per il funzionamento dei Bitcoin.

La blockchain è una tecnologia che consente di registrare le transazioni in un registro distribuito, accessibile a tutti i partecipanti.

I blocchi che compongono la blockchain sono collegati tra loro da un hash, un collegamento crittografico che rende impossibile modificare o falsificare le informazioni contenute nel registro. Tali blocchi vengono aggiunti alla catena solo dopo essere stati validati da una rete di nodi peer-to-peer, che seguono un protocollo comune per comunicare tra loro e raggiungere il consenso. Una volta inseriti nella catena, i blocchi non possono essere modificati senza alterare tutti i blocchi successivi e senza il consenso della maggioranza della rete. Questo rende la blockchain sicura per progettazione e resistente a eventuali attacchi o tentativi di falsificazione.

L'utilizzo di questa tecnologia consente anche di superare i problemi della riproducibilità infinita di un asset digitale e della doppia spesa, senza la necessità di un server centrale come una Clearing House.³⁴

³⁴ Belin Oliver (2018), "The Difference Between Blockchain and Distributed Ledger Technology"

La blockchain è una tecnologia emergente che sta rapidamente guadagnando popolarità. Essa ha una serie di potenziali applicazioni, tra cui:

- Pagamento: la blockchain può essere utilizzata per effettuare pagamenti in modo sicuro e trasparente.
- Tracciabilità: la blockchain può essere utilizzata per tracciare la provenienza di beni e servizi.

La blockchain ha il potenziale di rivoluzionare il settore finanziario, offrendo soluzioni innovative, efficienti e sicure per diverse attività e servizi.

Alcune delle principali applicazioni della blockchain nel Fintech sono:

- Pagamento: può essere usata per effettuare pagamenti transfrontalieri in modo rapido ed economico, sfruttando le criptovalute come Bitcoin e Ethereum, basate sulla blockchain.
- Finanza regolamentata: le banche centrali di tutto il mondo stanno esplorando l'utilizzo della blockchain per creare valute digitali centrali (CBDC).
- Finanza decentralizzata (DeFi): la DeFi è un ecosistema finanziario basato sulla blockchain che non richiede l'intervento di intermediari finanziari tradizionali.
- Identità digitale: la blockchain può essere usata per creare e gestire delle identità digitali decentralizzate, basate su attributi verificabili e immutabili. Questo può facilitare l'accesso ai servizi finanziari online, garantendo al tempo stesso la sicurezza e la protezione dei dati personali. Esempi di progetti che usano la blockchain per l'identità digitale sono Civic, uPort e SelfKey.
- Trading: la blockchain può essere usata per digitalizzare e scambiare qualsiasi tipo di asset finanziario, come azioni, obbligazioni, derivati, token ecc., senza intermediari o intermediari centralizzati. Questo può ridurre i costi, i tempi e i rischi delle operazioni di trading, aumentando la liquidità e la trasparenza del mercato. Esempi di progetti che usano la blockchain per il trading sono tZero, Polymath e Synthetix.

La tecnologia blockchain ha il potenziale per fornire un sistema di gestione delle transazioni estremamente sicuro grazie alla crittografia, eliminando la necessità di costosi mainframe e data center, portando alla riduzione dei costi delle transazioni finanziarie.³⁵

³⁵ KPMG (2015), "FinTech 100. Leading Global FinTech Innovators Report 2015"

L'ultima area di interesse per l'applicazione della blockchain è quella delle assicurazioni. La blockchain può essere utilizzata per creare un sistema di pagamento automatico per i clienti in caso di incidente.

Il Fintech ha esaminato le potenziali applicazioni della blockchain nei servizi finanziari, utilizzando una serie di criteri, tra cui la creazione di valore, le opportunità per l'informatica decentralizzata, il supporto del mercato, il movimento di big tech e big finance, la possibilità di creare qualcosa di innovativo, l'impatto sui costi e le nuove linee di prodotti, le considerazioni sui dati e sull'infrastruttura e la regolamentazione.

Nel settore fintech, sono attive diverse aziende che utilizzano la tecnologia blockchain per sviluppare soluzioni in una serie di ambiti, tra cui i contratti intelligenti, l'elaborazione delle transazioni, il rilevamento delle frodi e la gestione dei prestiti.

Nel settore delle criptovalute, ad esempio, sono nate molte startup che offrono servizi di custodia, scambio, portafogli e gestione patrimoniale.

La sfida principale per la blockchain nel settore finanziario è il conservatorismo delle banche, poiché ad oggi le banche risultano ancora riluttanti ad adottare una tecnologia così dirompente.

Alcune banche stanno sperimentando la blockchain, ma in modo limitato, ad esempio utilizzandola per migliorare i propri database interni. Non c'è ancora una volontà diffusa di rendere la blockchain pubblica, almeno per il momento.

La Banca d'Inghilterra ha affermato che la futura infrastruttura del sistema finanziario sarà sostituita da un nuovo sistema costituito da una varietà di registri distribuiti e archivi decentralizzati collegati tra loro.

In conclusione, la blockchain ha il potenziale di rivoluzionare il settore finanziario, ma deve ancora superare una serie di ostacoli, tra cui il conservatorismo delle banche e la mancanza di regolamentazione.

Bitcoin:

La diffusione iniziale della blockchain è stata fortemente influenzata dalla creazione dei Bitcoin, la famosa criptovaluta. Il Bitcoin, creato nel 2009 come la prima valuta virtuale globale di successo, ha sfruttato il sistema di crittografia e il registro delle transazioni fornito dalla blockchain. A differenza delle valute nazionali regolate dalle banche centrali, il Bitcoin opera in modo decentralizzato e si basa sulla convalida e registrazione delle transazioni attraverso la blockchain.

Una volta installato su un computer o smartphone, un portafoglio Bitcoin genera un indirizzo Bitcoin univoco che può essere condiviso per effettuare transazioni. Tutte le transazioni

confermate vengono registrate nella blockchain, che verifica la loro validità e unicità al fine di assegnare il valore in Bitcoin al legittimo proprietario, senza la necessità di un sistema regolamentato o autorizzativo di terze parti. Utilizzando gli "exchange" di Bitcoin e i relativi tassi di cambio, i detentori di Bitcoin possono convertire il loro valore in una valuta tradizionale. Inoltre, grazie ai bancomat Bitcoin appositi, è possibile prelevare contanti nella propria valuta o utilizzare i Bitcoin per acquisti online presso esercenti che li accettano. Un aspetto significativo è che il Bitcoin apre nuove possibilità verso la globalizzazione dell'economia e delle transazioni, offrendo un'alternativa virtuale globale in tempo reale.

Al giorno d'oggi, il Bitcoin è sicuramente la criptovaluta più famosa ed è considerata la valuta digitale più importante. Tuttavia, diversi anni dopo la sua creazione, altre criptovalute sono entrate in circolazione cercando di proporre importanti innovazioni. Nel 2017, il valore di mercato complessivo delle criptovalute ha raggiunto i 27 miliardi di dollari a livello globale. La Corte di giustizia europea ha implicitamente riconosciuto le criptovalute come una forma di valuta digitale parallela alle valute ufficiali. Inoltre, grandi multinazionali come Microsoft e Tesla hanno iniziato ad accettare pagamenti in Bitcoin negli ultimi anni.

È importante notare che le criptovalute, incluso il Bitcoin, presentano sia opportunità che sfide. Mentre offrono un nuovo modo di gestire le transazioni finanziarie e promuovono l'innovazione tecnologica, sono anche soggette a volatilità di prezzo e questioni normative. Il settore delle criptovalute è in continua evoluzione, con nuove valute digitali e sviluppi tecnologici che possono influenzare il loro utilizzo e adozione a livello globale.

Pagamenti digitali:

I pagamenti digitali rappresentano il cuore del sistema bancario e costituiscono la seconda fonte di entrate per il settore, generando circa il 31% dei ricavi globali delle banche. È evidente che qualsiasi cambiamento nel settore dei pagamenti avrà un impatto significativo sul settore bancario nel suo complesso.

L'obiettivo finale di questa grande trasformazione nel settore dei pagamenti è raggiungere il trasferimento istantaneo di denaro, o pagamento istantaneo, il quale è essenziale per un mondo in costante globalizzazione e scambi commerciali più rapidi. L'invio di denaro comporta una riforma dell'infrastruttura interbancaria che ha portato all'esplosione dei pagamenti mobili.

I pagamenti mobili e i portafogli digitali rappresentano l'ultima fase dell'evoluzione del settore bancario. Ad esempio, in Cina, i pagamenti mobili hanno raggiunto i 3,6 miliardi di dollari nell'ultimo anno e sono dominati prevalentemente da attori non bancari.³⁶ Questa trasformazione è ancora più significativa se si considera che gli smartphone sono stati introdotti solo nel 2007. È possibile che, gradualmente, questo sistema di pagamento sostituisca anche le tradizionali carte di credito.

I terminali di pagamento (POS) stanno passando da interfacce hardware a interfacce software, consentendo l'integrazione di diverse modalità di pagamento e una stretta collaborazione con i commercianti. Nel contesto dei pagamenti digitali, è importante menzionare anche i dispositivi indossabili (wearable), come gli smartwatch, che spostano i pagamenti dal cellulare all'orologio o ai braccialetti digitali.

Oltre ai pagamenti mobili e ai POS, l'evoluzione digitale ha interessato anche il settore dei trasferimenti internazionali di denaro, noti come rimesse. La Banca Mondiale stima che il valore dei trasferimenti di denaro globali ammonti a circa 580 miliardi di dollari. Questa attività è anche redditizia, poiché in media ogni trasferimento comporta un costo dell'8% del valore della transazione. Attualmente, il settore è dominato dalle istituzioni bancarie tradizionali, ma l'evoluzione digitale è soltanto agli inizi.

Tra le startup che stanno rivoluzionando il settore dei pagamenti online, Stripe merita sicuramente una menzione. Fondata nel 2010, Stripe è stata riconosciuta come una delle prime startup FinTech al mondo nel 2014 e ha raggiunto la top 100 secondo un rapporto di KPMG nel 2015.³⁷ L'azienda offre soluzioni per il pagamento online e mobile attraverso partnership con aziende come Apple, Facebook e Twitter, supportando oltre 100 valute diverse e tutti gli strumenti di pagamento negli

³⁶ StartupItalia (2015), "In Cina il mobile payment ha fatto girare 3,6 miliardi in un anno. E infatti arriva Apple Pay", <https://smartmoney.startupitalia.eu/mobile-payments/50870-20151218-apple-pay-cina>

³⁷ KPMG (2015), "FinTech 100. Leading Global FinTech Innovators Report 2015"

Stati Uniti. Nel settore dei pagamenti digitali, sono emersi operatori provenienti dal mondo digitale, favoriti da una regolamentazione più aperta.

Il mercato dei pagamenti digitali è in rapida crescita e, secondo Statista³⁸, si prevede che raggiungerà i 4.398 miliardi di dollari entro il 2028. Questa crescita è alimentata da una serie di fattori, tra cui l'aumento dell'utilizzo di dispositivi mobili, la diffusione della banda larga e l'adozione di nuove tecnologie, come la blockchain e l'intelligenza artificiale.

Le migliori imprese fintech presenti nel mercato dei pagamenti digitali sono:

- PayPal: leader mondiale nei pagamenti digitali, che offre una piattaforma di pagamento online e mobile agli utenti consentendo di inviare e ricevere denaro in modo rapido e sicuro.
- Stripe: Stripe è una piattaforma di pagamento online che consente agli imprenditori di accettare pagamenti online e mobile. L'azienda offre una serie di funzionalità e integrazioni che rendono facile e conveniente per gli imprenditori accettare pagamenti.
- Square: Square è una piattaforma di pagamento mobile che consente agli imprenditori di accettare pagamenti con carta di credito e di debito utilizzando un dispositivo mobile. L'azienda offre anche una serie di funzionalità aggiuntive, come la creazione di un sito web per le imprese e l'elaborazione dei conti.
- Alipay: Alipay è una piattaforma di pagamento mobile cinese che consente agli utenti di effettuare pagamenti online e mobile. L'azienda è una delle più grandi piattaforme di pagamento mobile al mondo, con oltre 1 miliardo di utenti attivi.

Il mercato dei pagamenti digitali è in continua evoluzione e sono emerse una serie di tendenze emergenti, tra cui:

- o La crescita dei pagamenti mobili, sempre più popolari grazie alla diffusione di smartphone e dispositivi mobili
- o L'adozione di nuovi metodi di pagamento, come il pagamento con token e il pagamento con impronta digitale.
- o La crescita dei pagamenti transfrontalieri, sempre più comuni grazie alla globalizzazione dell'economia.
- o L'adozione dell'intelligenza artificiale e della blockchain, che stanno diventando rapidamente tecnologie dirompenti nel settore dei pagamenti digitali.

In conclusione, tutte le soluzioni nel campo dei pagamenti digitali mirano a migliorare i tempi di elaborazione, aumentare la trasparenza dei prezzi e migliorare l'esperienza complessiva per i

³⁸ Statista. (2023, 12 luglio). Mercato globale dei pagamenti digitali: dimensione, crescita, tendenze, previsioni fino al 2028.

consumatori.³⁹ Questo settore in continua evoluzione sta nettamente ridefinendo il modo in cui le transazioni finanziarie vengono effettuate e apre nuove opportunità per l'innovazione e la semplificazione dei pagamenti.

P2P lending e prestito digitale:

Uno dei fenomeni più noti nel campo delle startup FinTech è il prestito peer-to-peer (P2P).

Il P2P lending è una modalità di finanziamento nota come "prestito tra privati" che sfrutta le reti "peer-to-peer" per consentire scambi di denaro diretti tra individui. Questo sistema si basa su un'architettura informatica distribuita in cui tutti i nodi condividono informazioni e risorse come la potenza di calcolo in modo paritario, eliminando la necessità di un server centrale per il controllo. Inizialmente famoso per la condivisione di file, il peer-to-peer è oggi ampiamente utilizzato per trasferire denaro in modo istantaneo tra persone attraverso dispositivi mobili e piattaforme digitali, inclusi i prestiti. Le piattaforme specifiche mettono in contatto prestatori e richiedenti, eliminando la necessità di intermediari tradizionali.

Questo tipo di finanziamento è noto anche come "social lending" poiché spesso offre tassi di interesse più bassi rispetto alle banche. Un prestito può essere frazionato in piccole parti e finanziato da più individui. A seconda se il richiedente è un individuo o un'azienda, si parla rispettivamente di "P2P Consumer Lending" o "P2P Business Lending".

Il prestito P2P rappresenta un'alternativa al credito bancario tradizionale, in quanto coinvolge una comunità di istituti di credito, conosciuta come marketplace, anziché una banca. Gli offerenti e i richiedenti di prestiti sono collegati tramite una piattaforma web fornita da un prestatore P2P. Inizialmente, i prestatori avevano la possibilità di scegliere personalmente i progetti in cui investire, ma con l'aumento del volume delle transazioni, questo approccio è stato sostituito da un'allocazione automatica dei fondi. I finanziatori spesso offrono un tasso di interesse a cui sono disposti a concedere il prestito, e la selezione dei tassi di interesse più favorevoli per il debitore avviene automaticamente. Inoltre, gli investimenti sono suddivisi per limitare il rischio. Il prestito P2P crea maggiore efficienza nell'erogazione del credito e, a differenza delle banche tradizionali, risulta più attraente per i clienti che sono disposti ad assumere un maggior rischio.

Bisogna innanzitutto distinguere quattro principali tipologie:

- P2P lending classico: collega richiedenti e prestatori attraverso una piattaforma. Il richiedente presenta una domanda di finanziamento insieme a tutti i documenti necessari per valutare la sua affidabilità e rischio creditizio. Se la domanda viene accettata, viene pubblicata sulla

³⁹ Ferrari Roberto (2016), "L'Era del FinTech", Franco Angeli s.r.l., Ed. 1,

piattaforma per essere finanziata dai prestatori registrati. Questi prestatori decidono se e quanto finanziare. Una volta raggiunta la somma necessaria, il prestito viene erogato al richiedente, che lo ripaga a rate con interessi proporzionali al livello di rischio assegnato al momento dell'accettazione della domanda. La piattaforma gestisce l'identità di richiedenti e prestatori e può intervenire per il recupero crediti in caso di ritardi o mancati pagamenti.

- P2P lending con Loan Originator: le istituzioni finanziarie non bancarie chiamate "Loan Originator" acquisiscono richiedenti per condizioni di prestito specifiche e stipulano accordi con le piattaforme P2P per offrire tali prestiti. Ad esempio, un Loan Originator potrebbe offrire un prestito un tasso di interesse dell'8% a terzi e finanziarsi sulla piattaforma al 5%. In questo modo, il creatore di prestito ottiene un margine del 3%, da dividere con la piattaforma P2P per le commissioni. In questo caso i prestiti vengono generati fuori dalla piattaforma dai "creatori di prestito", lasciando alla piattaforma P2P il solo compito di mettere in contatto il prestatore con il creatore di prestito.
- P2P lending finanziato dalle banche: in tale tipologia quando la somma richiesta viene raggiunta, la banca genera il prestito. Il richiedente firma le cambiali con le condizioni del prestito presso la banca, che poi vende il prestito alla piattaforma, utilizzando i fondi investiti dai vari finanziatori. La piattaforma diventa proprietaria del prestito e raccoglie i rimborsi dal richiedente per poi distribuirli ai finanziatori. In questo modo, sia la banca che la piattaforma fungono da intermediari senza rischio di credito per i finanziatori in caso di mancati pagamenti.
- P2P lending a bilancio: le piattaforme originano e mantengono i prestiti nel loro bilancio, considerandoli come una loro attività. Si assumono quindi il rischio creditizio e guadagnano commissioni e interessi sul credito. Questo modello è simile al credito bancario tradizionale.

Oltre al rischio di credito (mancato pagamento del richiedente), il P2P lending è esposto anche a diversi rischi, come:

- Rischi di mercato: variazioni del tasso di interesse, di disoccupazione, oscillazione dei prezzi, variazione di normative e svalutazione della moneta in paesi diversi.
- Rischi di piattaforma: potenziale insolvenza, violazione e frode da parte della piattaforma di intermediazione.

BorsadelCredito.it è una azienda nel settore finanziario tecnologico fondata nel 2013 e rappresenta il principale attore italiano nel campo del prestito tra privati (P2P lending) per le piccole e medie imprese (PMI). Nel mese di novembre 2019, aveva concesso un totale di 824 prestiti, ammontanti complessivamente a oltre 73 milioni di euro. La società è autorizzata e regolamentata da Banca d'Italia ed è registrata presso l'albo degli Istituti di Pagamento.

L'esame della domanda di prestito viene completato entro un periodo di 24 ore e, qualora venga approvata, l'erogazione dei fondi avviene entro 3 giorni. Per i finanziatori, non sono previsti costi iniziali e viene applicata una commissione di gestione pari all'1%.⁴⁰

I paesi in cui il prestito P2P è più sviluppato sono gli Stati Uniti, il Regno Unito e la Cina, ed è proprio in questi paesi che sono nate le principali startup FinTech che operano in questo settore. La prima FinTech nel campo del P2P, in ordine cronologico di creazione, è stata la britannica Zopa, inserita tra i migliori 50 innovatori globali nel settore FinTech da KPMG. Negli Stati Uniti sono state fondate Lending Club e Prosper, mentre in Cina è nata Credit Ease. Al giorno d'oggi, ci sono circa 1800 piattaforme che operano in questo settore. Per dare un'idea del volume di emissioni di credito, si consideri che alla fine del 2015 i primi 5 player del mercato del credito negli Stati Uniti avevano raggiunto un totale di 25 miliardi di dollari di prestiti concessi.⁴¹

Lending Club è sicuramente la piattaforma più famosa nel settore del prestito P2P. Dopo quasi dieci anni di attività, i suoi sistemi di valutazione del rischio, di prezzatura e di gestione del rischio sono considerati efficienti a tal punto da rappresentare una valida alternativa agli strumenti tradizionali utilizzati nel settore bancario tradizionale. I tassi di interesse applicati alla clientela sono inferiori rispetto a quelli delle banche tradizionali per lo stesso livello di rischio, mentre i rendimenti per gli istituti di credito sono generalmente superiori rispetto ad altre alternative di investimento. Anche le banche possono trarre vantaggio dall'utilizzo di piattaforme come Lending Club anziché utilizzare i propri canali e sistemi di valutazione meno efficienti. Questo ha portato allo sviluppo di nuove partnership tra le importanti aziende FinTech e le banche, soprattutto nel settore dei prestiti alle piccole e medie imprese.⁴²

⁴⁰ <https://www.pagamentidigitali.it/payment-innovation/p2p-lending-cose-come-investire-e-come-funzion/>

⁴¹ KPMG (2015), "FinTech 100. Leading Global FinTech Innovators Report 2015"

⁴² Ferrari Roberto (2016), "L'Era del FinTech", Franco Angeli s.r.l., Ed. 1,

Big Data:

Quando si parla di nuovi servizi finanziari e FinTech, non si può non menzionare i big data.

Big Data è un'espressione che indica una grande quantità di dati, in continua crescita e di natura eterogenea, che richiede strumenti e metodi specifici per essere gestita ed elaborata. I Big Data sono una fonte di valore e opportunità per le aziende, in particolare per quelle che operano nel settore finanziario e tecnologico (FinTech). Grazie all'analisi dei Big Data, le aziende Fintech possono offrire servizi e prodotti personalizzati, innovativi e competitivi, basati sulle esigenze e le preferenze dei clienti.

Questi dati sono così grandi e complessi che gli strumenti tradizionali di gestione dei dati non sono in grado di archivarli o elaborarli in modo efficiente. Un esempio di big data è rappresentato dalla Borsa di New York, che genera circa un terabyte di nuovi dati commerciali al giorno. Se consideriamo la nostra vita quotidiana, la quantità di dati presenti su Internet è enorme; pensiamo solo a Facebook, dove vengono pubblicati 41.000 post al secondo, o alle 204 milioni di e-mail inviate ogni minuto, o ancora ai 278.000 tweet pubblicati su Twitter ogni minuto. Questi numeri ci danno un'idea di quanti dati sono in circolazione solo su Internet. È importante sottolineare che questi dati hanno caratteristiche specifiche e sono molto diversi dai dati che potevano essere analizzati negli anni '90. Pertanto, la cattura e l'analisi di questi dati rappresentano un settore di grande interesse per le aziende.

L'analisi di grandi quantità di dati consente di generare nuove conoscenze utili per prendere decisioni più informate, sia nell'ambito aziendale che oltre.

Per analizzare volumi così vasti di dati non strutturati, sono necessarie tecnologie specifiche e metodi di analisi innovativi.

Possiamo identificare quattro metodi di analisi:

- Analisi descrittiva: strumenti che descrivono la situazione attuale e passata dei processi aziendali o delle unità operative.
- Analisi predittiva: strumenti avanzati che analizzano i dati per prevedere possibili scenari futuri.
- Analisi prescrittiva: strumenti avanzati che propongono soluzioni strategiche ai decisori basandosi sull'analisi effettuata.
- Analisi automatizzata: strumenti che attuano autonomamente le azioni proposte in base ai risultati dell'analisi dei dati.⁴³

⁴³ Leccardi Filippo (2018), “Startup e Big Data Analytics: la strada verso l’innovazione”, https://blog.osservatori.net/it_it/startup-big-data-analytics

L'importanza di questo settore è evidente se si considera che l'ammontare dei finanziamenti ricevuti dalle startup di analisi dei big data ammonta a circa 4,74 miliardi di dollari all'anno. All'interno del panorama delle startup legate ai Big Data Analytics, si osserva una certa specializzazione che porta a distinguere tra:

- Startup tecnologiche: aziende che offrono strumenti per raccogliere, archiviare, organizzare e integrare dati.
- Startup Analytics Systems: aziende che analizzano i dati raccolti e li adattano alle specifiche esigenze del cliente.⁴⁴

In conclusione, i Big Data rivestono un ruolo cruciale nell'ambito dei servizi finanziari e del Fintech. La capacità di gestire ed analizzare questi enormi volumi di dati non solo porta a una maggiore comprensione dei processi aziendali, ma consente anche di prendere decisioni più informate e strategiche.

Robo advisor:

Anche il settore delle attività di trading sta vivendo un cambiamento grazie alle soluzioni FinTech, sebbene abbia avuto una partenza più tardiva rispetto ad altri settori e attualmente generi meno ricavi. Questo settore è caratterizzato da costi elevati per i clienti, dovuti alla presenza di consulenze specializzate e commissioni associate ad attività di gestione del risparmio. Un segmento molto importante per questo settore è quello degli "affluent", ovvero persone con un'età compresa tra i 35 e i 60 anni, che rappresentano la principale quota di mercato in termini di *Assets Under Management* (AUM) e che utilizzano regolarmente strumenti digitali. Si stima che in Europa ci siano circa 60 milioni di individui in questa categoria.⁴⁵

Il robo advisor è una piattaforma di consulenza finanziaria e wealth management fornita tramite sistemi automatizzati basati su web, utilizzata in modo indipendente dai clienti.

I robo advisor rappresentano una nuova generazione di consulenti finanziari emersi online con l'obiettivo di assistere tutte le persone nella gestione dei propri risparmi e nell'ottenimento di un portafoglio d'investimento di qualità pari a quello proposto da consulenti tradizionali.⁴⁶

Prima dell'introduzione dei robo advisor, esistevano principalmente due opzioni per gli investimenti. La prima consisteva nel gestire tutto autonomamente, il che richiedeva competenze finanziarie significative e un notevole impegno di tempo per ottenere risultati positivi. La seconda opzione prevedeva di rivolgersi a consulenti finanziari o private banker, ma spesso ciò comportava

⁴⁴ Ferrari Roberto (2016), "L'Era del FinTech", Franco Angeli s.r.l., Ed. 1,

⁴⁵ ibidem

⁴⁶ www.moneyfarm.com/it/robo-advisor/

l'obbligo di avere un capitale di investimento elevato, con conseguenti commissioni di gestione che erano spesso fuori dalla portata dei piccoli investitori. C'era anche una terza possibilità, che consisteva nell'affidarsi alla propria banca o a un consulente finanziario, ma a causa di potenziali conflitti d'interesse, tali opzioni raramente fornivano consulenze imparziali e adeguate.

Tuttavia, nulla può resistere al passare del tempo e alla necessità di innovazione, nemmeno un settore come la finanza, storicamente riluttante al cambiamento. Ora, grazie all'onda di società fintech, si sta assistendo a una vera e propria rivoluzione in questo settore, con l'emergere dei robo advisor.

Questo servizio si basa su un sistema di consulenza automatizzata fondato su algoritmi della Modern Portfolio Theory, una teoria sviluppata nel 1952, i quali determinano la migliore proposta di investimento per il cliente in base alla sua propensione al rischio e ai suoi obiettivi finanziari. Normalmente, le commissioni applicate dai robo advisor sono trasparenti e più convenienti rispetto alla consulenza finanziaria tradizionale. I portafogli costruiti dai robo advisor sono spesso basati su Exchange Traded Funds (ETF), ossia veicoli di investimento a basso costo rispetto ai tradizionali fondi comuni di investimento.

Grazie all'uso di un sofisticato sistema automatizzato, i robo advisor sono in grado di diminuire i costi di gestione per portafoglio diversificato personalizzato. Questo consente anche a coloro che non dispongono di un capitale sufficiente per beneficiare dei servizi di un consulente finanziario tradizionale o di un private banker di gestire i propri investimenti in modo semplice ed efficiente. Utilizzando complessi algoritmi, i robo-advisor riescono a comprendere il profilo di investimento del cliente, definire obiettivi specifici e creare piani di investimento con un'allocazione di risorse personalizzata. Successivamente, guidano il risparmiatore nel tempo, aggiustando e modificando i portafogli se necessario. L'obiettivo finale è sviluppare servizi che assistano le persone in tutte le fasi della loro vita nella pianificazione dei risparmi e nell'acquisizione di una maggiore consapevolezza finanziaria in un settore tradizionalmente complesso.

In un futuro prossimo, sarà possibile ottenere piani a lungo termine, come un piano di accumulo di capitale (PAC) o un piano pensionistico, che terranno conto di variabili esterne come debiti, spese impreviste o la tendenza delle persone a nascondere alcuni aspetti legati alle loro finanze. Quello che i robo-advisor fanno è in realtà ciò che un consulente finanziario tradizionale può fare, ma grazie all'innovazione e all'uso di piattaforme online, i primi sono in grado di ridurre le commissioni pagate per il servizio, rendendo così l'accesso a questa sofisticata assistenza finanziaria accessibile a un pubblico più ampio, prima riservata solo a pochi.

I robo advisor offrono anche servizi di ribilanciamento automatizzato del portafoglio per mantenere un'allocazione target, nonché strategie per ridurre l'impatto fiscale attraverso la raccolta

delle perdite fiscali. Uno dei maggiori vantaggi nell'uso di un robo advisor è l'evitare costosi errori di investimento. Inoltre, l'automazione offerta dai robo advisor contribuisce a ridurre lo stress associato all'investimento. Questa soluzione può essere particolarmente adatta per gli investitori principianti o per i giovani professionisti che desiderano automatizzare la gestione del proprio portafoglio.

Oltre ai robo advisor puri, esistono anche modelli ibridi che combinano servizi digitali con supporto umano remoto e robo advisor per consulenti finanziari, un approccio B2B in cui i fornitori di tecnologia offrono i loro servizi ai consulenti o ai gestori patrimoniali. Una delle startup FinTech più rilevanti in questo settore è eToro, fondata nel 2007 tra Cipro e Israele. L'azienda dispone di una piattaforma avanzata che permette a tutti i trader registrati di condividere domande, discussioni e strategie online.⁴⁷

Una altra importante startup FinTech in questo settore è Moneyfarm, fondata nel 2011 in Italia. Moneyfarm offre un servizio di consulenza finanziaria automatizzata, combinando un algoritmo di investimento con un team di consulenti finanziari.

Moneyfarm è una delle piattaforme di robo advisor più grandi in Europa, con oltre 1,5 miliardi di euro di asset in gestione. La società è attiva in Italia, Regno Unito, Spagna, Francia e Germania. Il suo modello ibrido offre alcuni vantaggi rispetto ai robo advisor puri. In primo luogo, i clienti hanno accesso a un supporto umano, che può essere utile per rispondere a domande o risolvere problemi. In secondo luogo, i consulenti finanziari possono utilizzare la tecnologia di Moneyfarm per migliorare i loro servizi.

Moneyfarm è un esempio di come le tecnologie FinTech stanno cambiando il settore della consulenza finanziaria, offrendo un'alternativa ai servizi tradizionali di consulenza finanziaria, più accessibile e conveniente per i clienti.

L'introduzione dei robo advisor ha aperto dunque nuove possibilità nel settore degli investimenti, consentendo a un pubblico più ampio di accedere a consulenza finanziaria personalizzata e a un processo di investimento semplificato. Tuttavia, è importante sottolineare che i robo advisor non sostituiscono completamente l'importanza della consulenza finanziaria umana, soprattutto per clienti con esigenze complesse o specifiche.

⁴⁷ KPMG (2015), "FinTech 100. Leading Global FinTech Innovators Report 2015"

Il Crowdfunding:

Il crowdfunding è un termine che deriva dall'unione delle parole inglesi "crowd" (folla) e "funding" (finanziamento). Si riferisce a un processo in cui più persone collaborano e decidono di contribuire con le proprie risorse, principalmente piccole somme, per sostenere i progetti e le idee di altri cittadini, aziende, enti e organizzazioni.⁴⁸

Le modalità di distinzione si basano sulla tipologia di finanziamento: micro-credito, semplice donazione, premi per i finanziatori, o raccolta di capitale di rischio.⁴⁹

Esistono quattro tipologie principali di crowdfunding:

- 1) Reward-based: Questa modalità di finanziamento è principalmente utilizzata dalle piccole imprese e organizzazioni non profit. In cambio del sostegno a un progetto, i finanziatori ricevono premi in base all'importo che hanno contribuito. I premi sono definiti dall'azienda o dall'imprenditore che promuove il progetto. Se l'obiettivo di finanziamento viene raggiunto entro la scadenza del progetto, si procede con il completamento dell'accordo, inclusi il trasferimento dei fondi e la consegna dei premi. Il valore del premio spesso è inferiore al valore della donazione effettuata, poiché l'obiettivo principale per i finanziatori non è ricevere un rendimento economico, ma sostenere un progetto in cui hanno fiducia.⁵⁰
- 2) Donation-based: In questo modello di crowdfunding non è previsto alcun ritorno economico per i donatori. È principalmente utilizzato dalle organizzazioni non profit ed è simile al fundraising online, che consiste nell'ottenere risorse economiche per sostenere le cause sociali promosse da un'organizzazione. Questo modello è il più semplice e viene spesso utilizzato per finanziare cause o progetti che altrimenti avrebbero difficoltà ad accedere a finanziamenti. La motivazione alla base delle donazioni non è il profitto, ma il contributo a cause nobili come progetti sociali. Inoltre, la regolamentazione in questo settore è generalmente meno stringente.⁵¹
- 3) Lending-based: In questa tipologia, le persone prestano denaro a privati o imprese con l'obiettivo di ottenere un ritorno sotto forma di interessi e rimborso del capitale nel tempo. Ci sono tre varianti principali: il micro-credito, dove vengono fornite piccole somme a individui a basso reddito attraverso intermediari locali; il prestito peer-to-peer, dove gli individui prestano denaro direttamente ad altri individui o organizzazioni senza l'intermediazione di un istituto finanziario; e il prestito peer-to-business, dove il prestito è rivolto a micro e piccole imprese, spesso start-up innovative.

⁴⁸ Osservatori Entrepreneurship & Finance, 4° Report italiano sul CrowdInvesting (2019)

⁴⁹ Il Crowdfunding in Italia, Report 2019

⁵⁰ Galano R., "Il crowdfunding. Operatività e prospettive di sviluppo", Eurilink University Press (2019)

⁵¹ ibidem

4) Equity-based crowdfunding: In questa forma di crowdfunding, le persone investono in società non quotate nella fase iniziale in cambio di quote di partecipazione. Gli investitori diventano soci della società e trarranno profitto se la società ha successo. Le piattaforme di equity crowdfunding hanno ampliato l'accesso agli investimenti nelle start-up, consentendo a un pubblico più ampio di partecipare come investitori e diventare ambasciatori del marchio per le società in cui hanno investito.

Le piattaforme di crowdfunding si occupano di identificare i rischi e i benefici delle operazioni, fornendo una piattaforma sicura per facilitare gli scambi tra finanziatori e progetti. Nonostante non costituiscano una minaccia significativa per il sistema bancario tradizionale, le piattaforme di crowdfunding hanno il potenziale per stimolare gli intermediari finanziari tradizionali a rivedere i loro modelli di business e offrire nuove opzioni di finanziamento per le famiglie e le piccole e medie imprese.⁵²

L'incontro tra chi cerca finanziamenti (coloro che hanno bisogno di fondi) e chi desidera investire avviene attraverso piattaforme online specializzate, le quali forniscono dettagli sui singoli progetti e gestiscono i flussi di denaro. Ciò che rende unico il crowdfunding è che il finanziamento effettivo di un progetto non dipende dalla valutazione di un singolo intermediario in base alle proprie strategie di finanziamento, ma piuttosto dalla capacità dei promotori del progetto di convincere un numero sufficiente di investitori a investire direttamente nei loro sforzi.

L'equity crowdfunding ha rivoluzionato l'accesso agli investimenti nelle start-up, consentendo a una vasta gamma di persone di partecipare come investitori e condividere i benefici finanziari del successo delle società in cui hanno investito. Questo crea una base di sostenitori appassionati e ambasciatori del marchio che contribuiscono a diffondere la notorietà dell'azienda e a promuovere i suoi prodotti o servizi nelle proprie reti.

Il crowdfunding offre un'opportunità per democratizzare l'accesso al finanziamento e coinvolgere una vasta gamma di individui nella realizzazione di progetti e nel supporto di idee innovative. Tuttavia, è importante prestare attenzione alla trasparenza, alla gestione dei rischi e alla regolamentazione per garantire la fiducia degli investitori e dei finanziatori nel processo di crowdfunding.

⁵² De Luca R., Lucido N., “Il peer to peer lending, aspetti operativi e opportunità per aziende e investitori”, Fondazione nazionale dei Commercialisti (2019)

2.3. Tendenze attuali e sfide del settore

Il settore bancario sta attraversando un periodo di profonda trasformazione, guidato da una serie di fattori, tra cui l'innovazione tecnologica, la crescente concorrenza e le nuove esigenze dei clienti. Per rimanere rilevanti, le banche del futuro dovranno abbracciare le tecnologie emergenti, adattarsi a modelli di business in evoluzione e porre i clienti al centro delle loro strategie.

Deloitte identifica otto principali tendenze tecnologiche che avranno un impatto sull'aspetto delle banche entro il 2030. Queste tendenze sono alimentate dai progressi tecnologici, come la blockchain e l'intelligenza artificiale (AI), e sono guidate dalla crescente domanda di iperpersonalizzazione da parte dei Millennials esperti di *digital*, oltre alla proliferazione delle piattaforme nel settore bancario. Deloitte sottolinea che le banche devono adottare un approccio coraggioso e adattarsi rapidamente per avere successo in questo scenario in continua evoluzione.

Le piccole imprese finanziarie già presenti sul mercato stanno crescendo molto, e stanno entrando anche nuovi player disruptive, come le startup fintech. Questi nuovi player hanno costi di servizio molto bassi, e questo comporterà una riduzione dei ricavi di prodotto per le imprese tradizionali che non sono in grado di offrire un valore chiaro ai clienti o di diversificare i ricavi dalle commissioni sui prodotti.

Per evitare questo scenario, è fondamentale implementare strumenti predittivi di analisi, che permettano di individuare potenziali situazioni critiche in tempo utile per sviluppare iniziative commerciali e monitorarne l'efficacia.

Le banche stanno investendo continuamente per rispondere alle minacce derivanti dalle nuove società fintech nel settore, investendo principalmente in:

- Trasformazione dei modelli di business: le banche stanno trasformando i propri modelli di business per adattarsi alle nuove esigenze dei clienti, investendo nei servizi digitali e chiudendo filiali fisiche.
- Investimenti in nuove tecnologie: le banche stanno investendo in nuove tecnologie, come la blockchain e l'intelligenza artificiale, per migliorare l'efficienza e la sicurezza delle proprie operazioni.
- Centralità del cliente: le banche stanno mettendo i clienti al centro delle proprie strategie. Ad esempio, le banche stanno investendo nella personalizzazione dei servizi e nell'assistenza ai clienti.

Un esempio calzante è Intesa Sanpaolo, una delle principali banche italiane, che ha intrapreso un percorso di innovazione digitale con la creazione di Isybank, una nuova banca digitale che combina tecnologie finanziarie avanzate.

Isybank è stata lanciata nel 2022 ed è basata su una piattaforma cloud-native sviluppata da Thought Machine, un'azienda finanziaria britannica. La piattaforma utilizza tecnologie all'avanguardia, come l'intelligenza artificiale e il machine learning, per offrire ai clienti un'esperienza personalizzata e innovativa.⁵³

Isybank si rivolge principalmente a un pubblico giovane e orientato al digitale, offrendo un'esperienza utente semplice e intuitiva, con particolare attenzione alla sicurezza e alla trasparenza.

Intesa Sanpaolo deve quindi affrontare una grande sfida: integrare il business digitale senza abbandonare la banca tradizionale. Per farlo, la banca deve cambiare radicalmente cultura, formare nuovamente i dipendenti e trovare un modello di business sostenibile.

L'integrazione delle tecnologie finanziarie da parte di Intesa Sanpaolo rappresenta una risposta alle sfide poste dalle aziende fintech. Isybank è un ambizioso progetto che potrebbe posizionare Intesa Sanpaolo come leader nel settore bancario digitale e potrebbe servire da esempio per altre banche tradizionali che desiderano affrontare la sfida presentata dalle fintech.

Nuovi rischi informatici e crimini finanziari (CyFi)

I metodi di prevenzione tradizionali non sono più sufficienti per proteggere i consumatori dai crimini finanziari complessi e sofisticati.

I nuovi rischi informatici e crimini finanziari sono una sfida sempre crescente per le istituzioni finanziarie e i consumatori. I crimini informatici stanno sfruttando tecnologie sempre più sofisticate per perpetrare crimini finanziari, tra cui frodi, malware e attacchi ransomware.

Tuttavia, i metodi di prevenzione tradizionali non sono più sufficienti per proteggere i consumatori da questi crimini. Le tecniche tradizionali, come le regole di rilevamento delle frodi, sono spesso inefficaci contro i crimini CyFi, che sono spesso personalizzati e mirati.

Pertanto, le istituzioni finanziarie devono adottare tecnologie avanzate come l'analisi dei dati e l'intelligenza artificiale per migliorare la visibilità delle minacce e rilevare le frodi in modo efficace. L'analisi dei dati può essere utilizzata per identificare modelli e tendenze che possono essere indicativi di attività fraudolente, mentre l'intelligenza artificiale può essere utilizzata per automatizzare il processo di rilevamento delle frodi e per prendere decisioni più rapide e accurate. Le istituzioni finanziarie devono dunque adottare nuove metodologie per migliorare la visibilità delle minacce e rilevare tali frodi in modo efficace.

⁵³ <https://www.economyup.it/fintech/isybank-debutto-nel-2024-perche-e-nata-e-quali-tecnologie-usera-la-banca-digitale-di-intesa-sanpaolo/>

Integrità e analisi dei dati

L'integrità e l'analisi dei dati sono fondamentali per le banche, in quanto i dati sono una risorsa preziosa e possono essere utilizzati per migliorare le decisioni, ridurre i costi e offrire servizi migliori ai clienti. L'open banking è una tendenza che sta cambiando il modo in cui le banche interagiscono con i clienti e con altre organizzazioni consentendo ai clienti di condividere i propri dati finanziari con terze parti, come società di terze parti, società Fintech e fornitori di servizi di pagamento. La condivisione dei dati con terze parti può avere un impatto significativo sulle tradizionali attività bancarie, tale per cui diventa necessario essere in grado di proteggere i dati dei clienti e garantire che siano utilizzati in modo sicuro e responsabile.

Inoltre, le banche devono essere in grado di analizzare i dati condivisi per identificare opportunità di miglioramento. L'analisi dei dati può essere utilizzata per migliorare la comprensione delle esigenze dei clienti, sviluppare nuovi prodotti e servizi e migliorare l'efficienza operativa. Tutto ciò avrà probabilmente effetti significativi sulle tradizionali attività bancarie e richiederà alle organizzazioni di prendere decisioni strategiche riguardo all'impatto sul modello di business e alla fidelizzazione dei clienti.

In conclusione, l'open banking rappresenta una svolta significativa nel settore finanziario, con potenziali benefici per i consumatori ma anche sfide per le banche tradizionali. L'integrità dei dati e l'analisi accurata saranno fondamentali per sfruttare appieno le opportunità offerte da questa trasformazione e per garantire che i clienti possano fidarsi dei servizi finanziari offerti. Le banche dovranno essere agili nell'adattare il loro modello di business e investire in tecnologie avanzate per rimanere competitive in questo nuovo panorama finanziario.

Tecnologie all'avanguardia

Le nuove tecnologie, come l'intelligenza artificiale, l'automazione, la blockchain e il cloud, stanno trasformando radicalmente il settore bancario in tutti i suoi ambiti: front office, middle office e back office. Le banche dovranno abbracciare queste tecnologie emergenti e rimanere al passo con il rapido ritmo di trasformazione del settore.

La blockchain e l'intelligenza artificiale saranno al centro dell'evoluzione del settore fintech, portando con sé opportunità e sfide per il settore finanziario. Si prevede che la blockchain possa generare un valore economico annuo di 300-400 miliardi di dollari a livello globale entro il 2027. Per quanto riguarda l'intelligenza artificiale, si stima che le applicazioni di AI possano aiutare le banche a risparmiare complessivamente 447 miliardi di dollari entro il 2023, con il front office e il middle office che rappresentano 416 miliardi di dollari di tale totale.

Queste tendenze e sfide richiedono alle banche di adottare un approccio proattivo nell'integrazione delle tecnologie emergenti e nell'adattamento ai cambiamenti del settore. La capacità di adottare soluzioni innovative consentirà alle banche di offrire servizi personalizzati e competitivi, garantendo allo stesso tempo la sicurezza e la fiducia dei clienti.

Digitalizzazione

La digitalizzazione continuerà ad essere un elemento chiave per la crescita del business bancario, consentendo di offrire una vasta gamma di servizi attraverso un'esperienza cliente eccellente. Secondo un sondaggio del 2019 condotto da Bain & Company, i consumatori sono sempre più inclini ad utilizzare aziende tecnologiche per i servizi bancari più semplici se i fornitori tradizionali rendono difficile l'accesso o l'acquisto di prodotti tramite dispositivi mobili o online. Questo fenomeno è particolarmente evidente tra le popolazioni più giovani ed esperte di tecnologia, con il 75% dei consumatori tra i 18 ei 24 anni che afferma di essere disposto ad utilizzare prodotti bancari offerti da aziende tecnologiche consolidate.

La digitalizzazione offre opportunità per migliorare l'efficienza operativa, offrire servizi personalizzati, ottimizzare i processi di back office e front office, nonché migliorare la sicurezza dei dati e la gestione dei rischi. Le banche che abbracciano la digitalizzazione possono offrire servizi bancari più convenienti, accessibili e su misura, rispondendo alle aspettative dei clienti che sono sempre più orientati alla tecnologia e desiderano avere servizi finanziari veloci, intuitivi ed efficaci.

Tuttavia, la digitalizzazione presenta anche alcune sfide, come la necessità di investire in tecnologie all'avanguardia, la gestione dei dati sensibili in modo sicuro e conforme alle normative sulla privacy, e la gestione dei cambiamenti culturali e organizzativi all'interno delle istituzioni bancarie. Le banche devono affrontare queste sfide e sviluppare una strategia di digitalizzazione coerente per sfruttare appieno il potenziale delle nuove tecnologie.

Tuttavia, è necessario un approccio strategico e una gestione oculata delle sfide associate per garantire il successo nella trasformazione digitale.

Velocità e agilità

La velocità e l'agilità sono fattori critici nel settore bancario, soprattutto in un contesto caratterizzato da un'innovazione tecnologica accelerata. In questo scenario, il vantaggio competitivo di una banca risiede nella sua capacità di adattarsi rapidamente ai cambiamenti e di innovare in modo efficace.

Oggi, il successo delle banche non è più basato solo sulla dimensione o sulla storia, ma sulla loro abilità di rispondere prontamente alle opportunità emergenti e alle minacce. Per tale motivo, le banche agili presentano un vantaggio competitivo significativo.

Le esigenze dei clienti cambiano rapidamente, spesso a causa dell'evoluzione tecnologica, per cui è fondamentale essere in grado di identificare queste esigenze in evoluzione e adattare i propri servizi di conseguenza. La capacità di adattarsi velocemente alle nuove tecnologie e di rispondere alle mutevoli esigenze dei clienti sarà fondamentale per il successo nel settore bancario.⁵⁴

I pagamenti digitali

I pagamenti digitali rappresentano un'attività fondamentale nel settore bancario, contribuendo al 31% dei ricavi totali delle banche.⁵⁵ Negli ultimi anni, il mondo dei pagamenti ha attraversato una profonda trasformazione, con una significativa riduzione dell'uso del contante. Questo cambiamento è stato guidato da diversi fattori chiave:

- **Diffusione dell'e-commerce:** La crescente popolarità dell'e-commerce ha giocato un ruolo fondamentale nella diminuzione dell'uso del contante. Gli acquisti online richiedono metodi di pagamento elettronici, come carte di credito, carte di debito e servizi di pagamento online. I consumatori hanno trovato conveniente e sicuro utilizzare questi strumenti per effettuare transazioni online.
- **Cambiamenti nelle Abitudini dei Consumatori:** Le abitudini dei consumatori stanno evolvendo. Molte persone preferiscono l'efficienza delle transazioni senza contanti, evitando la necessità di portare contante fisico e potendo monitorare facilmente le proprie spese attraverso estratti conto e app mobile. Inoltre, la pandemia da COVID-19 ha accelerato questa tendenza, poiché molte persone cercavano di ridurre il contatto fisico.
- **Nuovi Strumenti di Pagamento Personalizzati:** Gli intermediari finanziari e le fintech hanno introdotto una serie di nuovi strumenti di pagamento personalizzati e mirati. Questi includono app di pagamento mobile, portafogli digitali, carte prepagate e altre soluzioni che semplificano i pagamenti e offrono vantaggi aggiuntivi ai consumatori, come cashback o sconti.

I pagamenti *peer-to-peer* (P2P) sfruttano la tecnologia peer-to-peer che consente il trasferimento di fondi da un conto corrente a un altro senza l'intervento di intermediari, utilizzando dispositivi mobili o altri strumenti connessi a Internet. Nel settore bancario, si è passati dall'*home banking* al

⁵⁴ “Bank of 2030: The future of investment banking”, Deloitte, 2020

⁵⁵ MC KINSEY & COMPANY-Financial Services, The fight for customer: Global Banking Annual Revenue Report, www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/the-fight-for-the-customer-mckinsey-global-banking-annual-review-2015

mobile banking app e, successivamente, alle app che consentono pagamenti istantanei senza l'intermediazione di soggetti bancari, ma con l'ausilio di piattaforme di soggetti non bancari. Ciò ha portato gradualmente all'uscita delle banche dai servizi bancari tradizionali e all'ingresso di nuovi attori nel settore.

L'*e-commerce* e l'*e-payment* rappresentano la componente più rilevante tra i diversi tipi di nuovi strumenti di pagamento. In Italia, questo settore vale 18,7 miliardi di euro, con un tasso di crescita annuo medio intorno al 14%. Nel nostro Paese, sono sempre più diffusi i pagamenti tramite dispositivi mobili per bollette, servizi vari, ricariche, utilizzando *wallet* digitali o carte di credito.⁵⁶ Il mercato globale dei pagamenti mobili ha raggiunto un valore di 3.714,5 miliardi di dollari nel 2019 e si prevede che raggiungerà un valore di 12.407,5 miliardi di dollari entro il 2025. L'evoluzione del panorama dei pagamenti a livello globale è guidata dalla crescita delle imprese e dalla preferenza dei consumatori per la trasformazione digitale, alimentata dalla diffusione degli smartphone e dai progressi tecnologici nelle carte di pagamento digitali e nei terminali di vendita al dettaglio.

I governi di tutto il mondo stanno adottando iniziative per migliorare lo spazio globale dei pagamenti digitali. L'attenzione è focalizzata sulla transizione verso un'economia senza contanti, che promuove normative favorevoli e contribuisce a contrastare l'evasione fiscale e a garantire la tracciabilità del denaro. Ad esempio, in Italia, il governo ha stanziato risorse per incentivare l'uso dei servizi di pagamento elettronico al fine di ridurre l'utilizzo di carte di credito e contrastare l'evasione dell'IVA.

La domanda globale di smartphone è in costante aumento e si prevede che con l'avvento del 5G il numero di smartphone nel mondo continuerà ad aumentare. Secondo Ericsson, nel 2019 gli abbonamenti globali per smartphone hanno raggiunto 5,6 miliardi, e si prevede che raggiungeranno 7,4 miliardi entro il 2025, rappresentando l'84% di tutti gli abbonamenti. Ciò rappresenta una forza trainante significativa per il mercato dei pagamenti digitali.

I pagamenti transfrontalieri sono spesso lenti e costosi a causa della mancanza di un'infrastruttura bancaria nazionale in grado di gestire tali pagamenti in modo efficiente. Questo ha portato allo sviluppo di piattaforme software e tecnologie indipendenti e non uniformi, complicando ulteriormente i pagamenti transfrontalieri.⁵⁷ Tuttavia, l'adozione di tecnologie come la blockchain

⁵⁶ OSSERVATORIO.NET- Digital Innovation, I pagamenti digitali con carta in Italia crescono del 9% e raggiungono i 190 miliardi di €, pari al 24% dei consumi degli italiani, www.osservatori.net/it_it/osservatori/comunicati-stampa/i-pagamenti-digitali-con-carta-in-italiacrescono-del-9-e-raggiungono-i-190-miliardi-di-a-pari-al-24-dei-consumi-degli-italiani.

⁵⁷ “Digital Payments Market - Growth, Trends, Forecasts (2020 - 2025)”, Report Linker, Maggio 2020

e l'intelligenza artificiale potrebbe migliorare l'efficienza e la sicurezza dei pagamenti transfrontalieri, semplificando le operazioni e riducendo i costi.

In conclusione, i pagamenti digitali rappresentano un'importante area di sviluppo nel settore bancario. La crescente adozione di tecnologie digitali, l'evoluzione delle abitudini dei consumatori e l'espansione dell'e-commerce stanno trasformando il panorama dei pagamenti.

È fondamentale che le banche e gli attori del settore si adattino a questi cambiamenti, investendo in tecnologie all'avanguardia, migliorando l'efficienza operativa e garantendo una customer experience all'altezza delle aspettative dei consumatori digitali.

Il digital lending

Il digital lending rappresenta un settore estremamente diversificato che comprende tutte le forme di finanziamento a privati e aziende che avvengono attraverso canali digitali. Per i mutuatari, il digital lending offre un'alternativa al canale bancario tradizionale, mentre per gli investitori rappresenta un'opportunità per diversificare il proprio portafoglio di investimenti e ottenere tassi mediamente più elevati rispetto ad altre forme di investimento finanziario.

Il settore del digital lending si suddivide in tre principali categorie:

- lo sconto fatture (factoring, invoicing),
- i prestiti individuali (prestiti peer-to-peer, mutui)
- i prestiti alle imprese (crediti per le PMI e il micro-credito digitale).

Il prestito peer-to-peer (P2P) rappresenta il segmento più significativo del digital lending. Si tratta di un'attività di prestito relativamente recente in cui le piattaforme online collegano direttamente gli investitori con coloro che richiedono finanziamenti, senza l'intervento di intermediari finanziari tradizionali. L'alta redditività per gli investitori e le condizioni di credito vantaggiose per i mutuatari sono fattori che contribuiscono alla rapida crescita di questa forma innovativa di finanziamento. Poiché le piattaforme hanno pochi costi associati all'origine dei prestiti, sono in grado di offrire tassi di interesse relativamente bassi per i mutuatari rispetto al loro rating di credito. Inoltre, con meno intermediari coinvolti nel processo, una parte maggiore dei profitti dei prestiti va agli investitori anziché agli intermediari istituzionali.

Le piattaforme di digital lending, fornite dai P2P lender, facilitano l'incontro tra coloro che hanno bisogno di risorse finanziarie e coloro che desiderano investire. La caratteristica distintiva di queste piattaforme è la disintermediazione, che consente un maggiore livello di efficienza e costi inferiori, come già accennato. Le piattaforme stesse non assumono rischi finanziari, poiché tali rischi sono

a carico degli investitori. Ciò contraddistingue i prestiti P2P dai prestiti tradizionali intermediati da banche o altri intermediari finanziari.⁵⁸

Un aspetto correlato allo sviluppo del *digital lending* è il trend in crescita dei *digital micro lending*, facilitato dall'ampio utilizzo degli smartphone a livello globale. Secondo la Banca Mondiale, oltre la metà della popolazione mondiale utilizza attualmente uno smartphone, e si prevede che entro il 2020 ci saranno 6,1 miliardi di utenti. Si stima che nei Paesi in via di sviluppo vi siano ancora 2 miliardi di persone e 200 milioni di piccole e medie imprese che non hanno accesso ai servizi di credito primari.⁵⁹

I *digital micro lending* rappresentano prestiti di piccola entità erogati da privati anziché da banche o altri intermediari finanziari. Questi prestiti possono essere emessi da singoli individui o raccolti tra più persone che contribuiscono ciascuna con una parte dell'importo totale.

I microprestiti vengono spesso concessi a persone residenti in paesi del terzo mondo, dove i finanziamenti tradizionali non sono disponibili, al fine di aiutarle ad avviare piccole imprese. I finanziatori ricevono interessi sui prestiti e il rimborso del capitale una volta che il prestito scade. Poiché i mutuatari in queste situazioni possono avere un basso punteggio di credito e un rischio di insolvenza elevato, i microprestiti applicano tassi di interesse superiori rispetto al mercato, rendendoli interessanti per alcuni investitori.

La valutazione del credito dei mutuatari viene effettuata utilizzando dati come la presenza di un'abitazione, una verifica del credito o delle precedenti esperienze di prestito. Anche coloro con un eccellente punteggio di credito possono aspettarsi di pagare un po' di più rispetto al credito tradizionale. Tuttavia, poiché questi prestiti spesso non sono garantiti da alcuna forma di collaterale, se un mutuatario non è in grado di rimborsare il prestito, il prestatore può aspettarsi di recuperare solo una piccola parte o nulla affatto.⁶⁰

Il digital lending sta così rivoluzionando il settore dei prestiti, offrendo nuove opportunità sia per i mutuatari che per gli investitori. L'eliminazione degli intermediari finanziari tradizionali e l'utilizzo di piattaforme online consentono processi più agili ed efficienti. Tuttavia, è importante sottolineare che il digital lending presenta anche rischi, come la valutazione accurata del credito e la gestione degli insolventi.

⁵⁸ DELOITTE UK, Marketplace lending: a temporary phenomenon?, [www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/financial-services/deloitte-uk-fs-marketplace lending.pdf](http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/financial-services/deloitte-uk-fs-marketplace%20lending.pdf)

⁵⁹ 8THE WORLD BANK, Transforming microfinance through digital technology in Malaysia www.blogs.worldbank.org/eastasiapacific/transforming-microfinance-through-digital-technology-inmalaysia

⁶⁰ <https://www.investopedia.com/>

Il digital investing

Il digital investing rappresenta un'ampia gamma di attività che includono il trading e gli investimenti in diverse forme, come asset management, wealth management, alternative finance e crowdfunding. Questo settore si caratterizza per l'esistenza di barriere all'ingresso più elevate, tra cui la necessità di una maggiore alfabetizzazione digitale, che lo rendono ancora un settore di nicchia.

Ci sono quattro fattori chiave che hanno contribuito allo sviluppo del digital investing:

- 1) **Aumento della trasparenza:** Grazie alle nuove tecnologie, c'è una maggiore trasparenza nelle consulenze finanziarie e negli investimenti. I clienti hanno accesso a una vasta gamma di informazioni, dati e strumenti che consentono loro di prendere decisioni più informate.
- 2) **Maggiore accessibilità:** I servizi di digital investing offrono costi inferiori o addirittura l'assenza di un capitale minimo richiesto, rendendo gli investimenti più accessibili a una gamma più ampia di persone. Ciò consente di abbattere le barriere tradizionalmente associate all'ingresso nel settore degli investimenti.
- 3) **User experience e tecnologia:** L'esperienza utente è diventata un aspetto fondamentale nel settore degli investimenti digitali. Le piattaforme online, gli apparecchi mobili e le app hanno semplificato l'accesso e l'utilizzo dei servizi di investimento, offrendo una maggiore comodità e facilità d'uso per gli investitori.
- 4) **Utilizzo degli ETF:** Gli Exchange Traded Funds (ETF) sono diventati sempre più popolari come strumenti per la creazione di portafogli di investimenti diversificati. Gli ETF offrono agli investitori l'opportunità di diversificare il loro portafoglio in modo efficiente e accessibile, aumentando la loro attrattiva nel contesto del digital investing.

Grazie all'integrazione di servizi umani e tecnologici, sono stati sviluppati diversi modelli di robo advisor nel settore degli investimenti.⁶¹ I robo advisor raccoglieranno informazioni sul profilo di rischio, gli obiettivi finanziari e le preferenze dell'investitore attraverso un questionario online. Utilizzando questi dati, l'algoritmo del robo advisor genererà una strategia di investimento personalizzata, che può includere diversi strumenti finanziari come azioni, obbligazioni, fondi comuni di investimento e ETF (fondi indicizzati).

Una volta che l'investitore ha fornito il capitale di investimento, il robo advisor si occuperà dell'esecuzione degli ordini di acquisto e vendita in base alla strategia definita. Inoltre, monitorerà

⁶¹ EUROPEAN BANK AUTHORITY, EBA report on prudential risks and opportunities arising for institutions from FinTech www.eba.europa.eu/documents/10180/2270909/Report+on+prudential+risks+and+opportunities+arising+for+institutions+from+FinTech.pdf

continuamente il portafoglio dell'investitore, apportando eventuali aggiustamenti automatici in risposta a cambiamenti di mercato o obiettivi finanziari.⁶²

Tali tecnologie offrono diversi vantaggi, tra cui la velocità nell'esecuzione degli ordini, la diversificazione dei portafogli e costi generalmente inferiori rispetto alla consulenza tradizionale. Tuttavia, è importante notare che l'investimento con i robo advisor comporta comunque dei rischi e non garantisce risultati positivi.

L'industria dei robo advisor ha registrato una crescita significativa negli ultimi anni, con una gestione degli asset che ha raggiunto i 60 miliardi di dollari alla fine del 2015. Si prevede che questa cifra aumenterà ulteriormente, con stime che indicano che gli asset gestiti dai robo advisor raggiungeranno i 7 trilioni di dollari entro il 2025 a livello globale.⁶³

Infine, nel panorama del digital investing, il crowdfunding merita una menzione particolare.

Il crowdfunding, come già accennato precedentemente, è un processo in cui un gran numero di individui contribuisce con piccole somme di denaro per finanziare un nuovo progetto o un'impresa specifica. Grazie alla facilità di accesso offerta dai social media e dai siti web dedicati al crowdfunding, questa forma di finanziamento ha il potenziale di ampliare il numero di investitori al di là dei tradizionali circuiti finanziari, promuovendo l'imprenditorialità e supportando progetti e idee innovative.⁶⁴

2.3.1. Vantaggi e sfide della Digitalizzazione nel settore finanziario

La digitalizzazione offre numerosi vantaggi per le banche e le società fintech, tra cui il miglioramento dei servizi offerti ed un maggiore livello di efficacia ed efficienza. Questi vantaggi derivano dall'impatto del Web, dell'automazione e della tecnologia, che portano a risparmi interni, una maggiore efficacia nelle strategie di marketing e un cambiamento nell'atteggiamento dei consumatori verso le banche. Sebbene siano vantaggi principalmente indiretti e non si traducano immediatamente in un aumento delle vendite e dei ricavi, essi rivestono un'importanza fondamentale per il successo del settore bancario.

Per quanto riguarda il miglioramento dell'efficienza, la digitalizzazione consente una riduzione dei costi, sia in termini di costi del personale che di altre spese sostenute dalle banche (ad esempio,

⁶² EUROPEAN BANK AUTHORITIES, EBA report on prudential risk and opportunities arising for institutions from FinTech, www.eba.europa.eu/documents/10180/2270909/Report+on+prudential+risks+and+opportunities+arising+for+institutions+from+FinTech.pdf

⁶³ WIRED, 4 robo advisor per investire da soli i propri risparmi, www.wired.it/economia/finanza/2018/10/31/robo-advisor-investimento-risparmi-fondietf/?refresh_ce

⁶⁴ Osservatori Entrepreneurship & Finance, 4° Report italiano sul CrowdInvesting (2019)

l'invio degli estratti conto tramite posta). Inoltre, la digitalizzazione riduce gli errori umani e aumenta la produttività complessiva dell'istituto.

La disponibilità di dati digitali consente alle società di prendere decisioni basate sui dati e di adottare strategie dinamiche basate sull'analisi digitale. Ciò si traduce in benefici sia per i clienti che per le banche stesse, consentendo una maggiore personalizzazione dei servizi e una migliore soddisfazione del cliente.

L'efficacia è un altro importante vantaggio derivante dall'automazione bancaria. Le iniziative in questo ambito si concentrano principalmente sulla catena del valore, con l'obiettivo di soddisfare le esigenze del cliente finale. Ciò include l'assistenza clienti tramite filiali, servizi telefonici o piattaforme online, nonché la raccolta di informazioni sulla qualità dei servizi utilizzati.

Tuttavia, la digitalizzazione comporta anche alcuni svantaggi nell'ambito bancario:

- I prodotti tecnologici utilizzati possono diventare rapidamente obsoleti, richiedendo investimenti costanti per l'aggiornamento delle infrastrutture e delle soluzioni software.
- Gli strumenti digitali utilizzati sono facilmente replicabili e visibili, aumentando il rischio di competizione da parte di nuovi entranti nel settore.
- La sicurezza rappresenta una sfida importante per le banche digitali, con la necessità di prevenire e contrastare frodi e attacchi informatici.
- L'IT rappresenta una voce di spesa significativa per le banche, poiché è necessario mantenere una rete informatica avanzata e investire in competenze tecniche per la programmazione e la sicurezza informatica.⁶⁵

Nonostante gli svantaggi associati alla digitalizzazione, i benefici complessivi per le banche superano le sfide. La trasformazione digitale consente alle banche di adattarsi alle nuove esigenze dei clienti e di rimanere competitive nel contesto finanziario in continua evoluzione.

2.3.2. Rischi e benefici per i Clienti

I clienti di oggi, a differenza del passato, si distinguono per un elevato livello di istruzione e un crescente grado di alfabetizzazione informatica, che li rende più attenti alle scelte bancarie e alla valutazione delle opzioni disponibili. Tradizionalmente, la convenienza è uno dei principali motivi di scelta di una banca da parte dei clienti, e con l'automazione delle filiali bancarie e la digitalizzazione, le banche cercano di aumentare il comfort per i propri utenti. Ad esempio, l'Internet banking consente di effettuare operazioni a distanza, mentre i moderni sportelli

⁶⁵ E. PRANDELLI, G. VERONA, "Marketing in rete, oltre Internet verso il nuovo marketing", McGrawHill, 2006

automatici (ATM) riducono le code e la necessità di recarsi in banca, offrendo un'esperienza più rapida e conveniente.

Un importante vantaggio offerto dall'Internet banking è la possibilità di eseguire operazioni semplici in qualsiasi momento della giornata, sette giorni su sette, eliminando la dipendenza dagli orari di apertura delle filiali bancarie. L'automazione bancaria offre quindi ai clienti maggiore comodità, efficienza, convenienza e flessibilità.

Tuttavia, ci sono anche svantaggi da considerare, tra cui il rischio di frodi e reati informatici come il phishing e il crimeware. Il phishing è un tentativo di indurre i clienti a rivelare informazioni personali e sensibili, come numeri di carta di credito o dettagli del conto bancario, simulando l'identità di aziende affidabili tramite e-mail. Queste comunicazioni richiedono ai destinatari di "aggiornare", "convalidare" o "confermare" le informazioni del proprio account. I truffatori rubano le credenziali di accesso protette da misure di sicurezza per poi utilizzarle per rubare le identità dei consumatori. Il phishing è diventato uno dei più diffusi attacchi di ingegneria sociale poiché può essere eseguito in modo relativamente semplice, con la comunicazione diretta tra hacker e vittima. L'invio di e-mail di massa a migliaia di potenziali vittime aumenta le possibilità di successo dell'attacco.

Il crimeware è un termine generico che indica il software utilizzato per commettere crimini informatici, come il furto di identità, denaro o altre informazioni sensibili. Può diffondersi attraverso virus, worm, spyware o adware, rappresentando una minaccia per la sicurezza dei dati finanziari e personali dei clienti.⁶⁶

Pertanto, mentre i clienti possono godere dei vantaggi offerti dalla digitalizzazione, è fondamentale essere consapevoli dei rischi connessi alla sicurezza dei dati e adottare misure di protezione adeguate. Le banche devono investire nella sicurezza informatica e fornire servizi e strumenti che proteggano i clienti da frodi e attacchi informatici.

L'educazione finanziaria e digitale dei clienti risulta quindi essenziale per garantire un'esperienza bancaria sicura ed efficiente.

⁶⁶ LANZIERI M. La decisione-quadro UE del 2005 sugli attacchi informatici, tratto da "I reati informatici", Id., Milano, 2010 e pubblicato online sul sito <http://www.altalex.com/index.php?idnot=10897>

2.4. Regolamentazione e normative

Il settore del digital banking sta evolvendo, passando dalla semplice gestione dei conti bancari online all'offerta di una vasta gamma di prodotti e servizi finanziari. Le banche si trovano ora ad affrontare la sfida di garantire la conformità con le normative e le leggi nazionali, il che richiede risorse significative.

Gli errori di conformità possono essere estremamente costosi per le banche, con sanzioni record che vengono imposte per pratiche illegali, riciclaggio di denaro e altre violazioni normative. Pertanto, le banche devono prestare attenzione alla conformità per evitare conseguenze finanziarie e reputazionali negative.

Alcuni dei principali problemi di conformità che il settore bancario deve affrontare includono:

- 1) Funzione di conformità attiva: il ruolo del dipartimento di conformità è cambiato nel tempo, passando da un ruolo consultivo a un ruolo più attivo nella gestione del rischio. Ora, il dipartimento di conformità partecipa attivamente alle decisioni strategiche e alle operazioni quotidiane delle banche per garantire la conformità con le normative.
- 2) Focus sul rischio residuo: piuttosto che monitorare tutti i rischi e i controlli, c'è un maggiore focus sulla gestione del rischio residuo. Si pongono punti di interruzione nei processi critici per identificare e affrontare i rischi materiali in modo tempestivo. L'obiettivo è prevenire che i problemi si sviluppino e diventino incontrollabili.
- 3) Integrazione: la gestione del rischio e la conformità vengono integrate attraverso un framework completo che funziona in sinergia con i protocolli e le procedure di rischio operativo delle banche.⁶⁷ Questa integrazione permette una gestione più efficace del rischio e una migliore conformità con le normative.

La frode bancaria rappresenta una delle principali preoccupazioni in termini di conformità e gestione del rischio nel settore bancario. Solo negli Stati Uniti, le frodi bancarie superano i 2,2 miliardi di dollari all'anno e continuano ad aumentare.

Alcuni dei principali tipi di frode includono:

- Frodi con carte di credito e di debito: le frodi con carte di credito rappresentano la maggior parte delle frodi bancarie, con un totale di circa 1,3 miliardi di dollari all'anno negli Stati Uniti. Le banche devono affrontare tentativi di frode per un valore di altri 17 miliardi di dollari all'anno.
- Frodi di ingegneria sociale: L'uso dello *spoofing* delle e-mail aziendali ha causato perdite per 12 miliardi di dollari negli Stati Uniti dal 2013 al 2018, con una media di oltre 2 miliardi di

⁶⁷ <https://www.mckinsey.com>

dollari all'anno. Gli attaccanti si fanno passare per aziende affidabili al fine di ottenere informazioni sensibili.

- Truffe: Si sono verificate oltre 152.595 truffe segnalate dalle vittime tra luglio 2015 e aprile 2019. Le banche spesso subiscono le perdite derivanti da queste truffe, nonostante sia il titolare del conto a fornire le informazioni ai criminali.
- Frodi informatiche e online: Il furto di identità continua ad essere un problema serio, con attacchi di hacking che hanno compromesso miliardi di informazioni personali degli utenti. Alcune delle più grandi violazioni dei dati negli ultimi dieci anni hanno coinvolto aziende come Yahoo (3,5 miliardi di account), Marriott Hotel (500 milioni di record), Adult Friend Finder (412 milioni di account), eBay (148 milioni di account), Equifax (148 milioni di persone), Target (110 milioni di persone) e Facebook (50 milioni di account).

La mancata conformità in materia di riciclaggio di denaro ha comportato pesanti sanzioni per molte banche, che hanno dovuto pagare multe per miliardi di dollari. Ad esempio, HSBC (\$1,9 miliardi), Standard Chartered Bank (\$1,1 miliardi di multa), Deutsche Bank (multe per un totale di \$12,5 miliardi dal 2000) e UBS (\$5,1 miliardi di multa) sono solo alcune delle banche che sono state soggette ad ammende considerevoli.⁶⁸

Le banche sono tenute a segnalare attività sospette a organizzazioni governative responsabili del monitoraggio dei crimini finanziari, come FinCEN negli Stati Uniti e altri organismi di regolamentazione nell'Unione Europea. In Italia, l'organizzazione governativa responsabile del monitoraggio dei crimini finanziari è la Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia (UIF), un organismo indipendente che fa capo al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Il digital banking presenta maggiori rischi di riciclaggio di denaro, in quanto le transazioni bancarie possono avvenire senza che la banca abbia mai visto di persona la persona che possiede o controlla l'account. Ogni giorno, miliardi di dollari transitano nel sistema bancario internazionale, creando opportunità per attività illecite.

La vera proprietà di un conto e la provenienza dei fondi possono essere nascoste alla banca. Documenti di identità falsi e società di comodo vengono spesso utilizzati per aprire conti bancari per transazioni illegali. Quando le banche non segnalano attività sospette e non adottano misure adeguate a prevenire il riciclaggio di denaro, sono soggette a gravi procedimenti penali e multe considerevoli. Di conseguenza, le banche stanno investendo miliardi di dollari per garantire la

⁶⁸ Financial Action Task Force (FATF). (2023). The State of Anti-Money Laundering in the Financial Services Industry. Parigi: FATF.

conformità alle normative antiriciclaggio, ed il digital banking complica ulteriormente questa sfida.⁶⁹

Una normativa che ha avuto un impatto significativo sul settore bancario, ed in particolar modo anche sulle fintech è la MIFID II.⁷⁰

La normativa MIFID II è una direttiva dell'Unione Europea che regola l'offerta e la distribuzione di servizi e prodotti finanziari. È entrata in vigore il 3 gennaio 2018 e ha sostituito la precedente direttiva MIFID. Tale normativa ha un impatto significativo sul settore fintech, in quanto introduce una serie di nuove regole che le aziende fintech devono rispettare.

Alcune delle principali modifiche introdotte dalla MIFID II includono:

- Obblighi di trasparenza rafforzati: le aziende fintech devono fornire ai clienti informazioni più complete e trasparenti sui prodotti e servizi finanziari che offrono.
- Obblighi di due diligence rafforzati: le aziende fintech devono effettuare un'attenta due diligence sui clienti prima di offrire loro prodotti e servizi finanziari.
- Obblighi di governance rafforzati: le aziende fintech devono implementare un sistema di governance efficace per garantire la conformità alla normativa.

La MIFID II ha lo scopo di proteggere i consumatori e garantire la stabilità del mercato finanziario. Tuttavia, la normativa ha anche rappresentato una sfida per le aziende fintech, che hanno dovuto adattare i propri modelli di business per conformarsi ai nuovi requisiti.

In aggiunta, un importante cambiamento legislativo e normativo è rappresentato anche dal Regolamento generale sulla protezione dei dati (GDPR), che è diventato parte integrante dei requisiti di conformità per le operazioni all'interno o con le nazioni dell'Unione Europea.

Il Regolamento generale sulla protezione dei dati (GDPR) è un regolamento dell'Unione europea (UE) che disciplina la raccolta e l'utilizzo dei dati personali dei cittadini dell'UE.

Il GDPR, entrato in vigore nel 2018, si applica a qualsiasi organizzazione che tratti dati personali di cittadini dell'UE, indipendentemente dal fatto che l'organizzazione si trovi all'interno o al di fuori dell'UE

Tale normativa ha un impatto significativo sul digital banking, poiché promuove la fiducia dei consumatori, stimola l'innovazione nella sicurezza dei dati e nei controlli sulla privacy. In combinazione con l'Open Banking, aumenta la capacità delle istituzioni fintech di rilevare frodi e ridurre il rischio di violazioni dei dati. Il GDPR ha introdotto nuove protezioni per i soggetti

⁶⁹ “Global banking Fraud Survey”, KPMG (2019)

⁷⁰ Consob, "MIFID II: la nuova normativa sui servizi di investimento", 2017

interessati e nuovi obblighi per i responsabili e i titolari del trattamento dei dati personali, con particolare rilevanza per i trattamenti elettronici dei dati.⁷¹

Un'altra normativa rilevante per le banche operanti nell'UE è la cosiddetta "IV Direttiva Antiriciclaggio" (Direttiva UE 2015/849), in vigore dal 25 giugno 2015, che introduce nuove disposizioni per gli intermediari finanziari in materia di analisi e valutazione del rischio di riciclaggio. Tali misure sono state semplificate e rafforzate per garantire una verifica adeguata dei clienti da parte di soggetti terzi.⁷²

Infine, per quanto riguarda i pagamenti digitali, la Seconda Direttiva sui Servizi di Pagamento (Direttiva UE 2015/2366), meglio nota come PSD2 (2nd Payment Services Directive), è entrata in vigore il 13 gennaio 2016 nell'Unione Europea. Questa direttiva ha introdotto nuove disposizioni per la sicurezza e la protezione dei consumatori contro frodi e abusi nelle operazioni di pagamento. L'elemento più rilevante riguarda l'utilizzo di soluzioni di autenticazione forte dei clienti (SCA, Strong Customer Authentication) per l'esecuzione di pagamenti elettronici.⁷³

La PSD2 ha l'obiettivo di favorire l'innovazione nel mercato dei pagamenti, migliorare la sicurezza dei pagamenti e proteggere i consumatori.

La PSD2 ha introdotto diverse disposizioni chiave per il settore dei servizi di pagamento. Una delle principali innovazioni è l'apertura dei servizi di pagamento, consentendo a terze parti autorizzate, note come Prestatori di Servizi di Pagamento (PSP), di accedere ai conti bancari dei clienti tramite le API (Application Programming Interface). Ciò ha permesso lo sviluppo di nuovi servizi fintech, come le piattaforme di aggregazione dei conti, i servizi di iniziazione dei pagamenti e le soluzioni di gestione finanziaria. La PSD2 ha anche introdotto l'obbligo di autenticazione forte del cliente (SCA) per garantire transazioni sicure. L'autenticazione forte richiede l'uso di almeno due elementi di autenticazione, tra cui qualcosa che il cliente conosce (come una password), qualcosa che il cliente possiede (come un dispositivo di autenticazione) e qualcosa che il cliente è (come il riconoscimento biometrico).

Tale normativa ha contribuito a promuovere l'innovazione nel settore dei pagamenti, consentendo a nuovi attori di entrare nel mercato e offrire soluzioni innovative. Tuttavia, ha anche posto nuove sfide per le banche, che devono adeguarsi alle nuove regole e adottare tecnologie e processi conformi.

⁷¹ Regolamento europeo 2016/679

⁷² Direttiva UE 2015/849

⁷³ Direttiva UE 2015/2366

L'obiettivo comune delle normative citate è quello di aumentare la fiducia nelle transazioni digitali al fine di rafforzare la sicurezza e la fiducia dei cittadini nelle operazioni bancarie online, garantendo la protezione dagli abusi e dalle frodi.

Le componenti fondamentali sono le seguenti:

- certezza dell'identità delle parti (basata sull'identità digitale)
- definizione chiara delle responsabilità
- definizione di processi affidabili basati su servizi fiduciari riconosciuti a livello comunitario.⁷⁴

Nel contesto normativo italiano, le disposizioni relative all'Internet banking sono prevalentemente contenute nel Decreto Legislativo n. 50/1992 in materia di contratti stipulati fuori dai locali commerciali e nel Decreto Legislativo n. 70/2003, che attua la Direttiva n. 31/2000 sul commercio elettronico. La Banca d'Italia ha emesso la Circolare del 21 aprile 1999 n. 229 (Istruzioni di Vigilanza per le banche), che disciplina l'attività bancaria fuori sede, definendo come tale l'attività svolta dalla banca in luoghi diversi dalla sede legale o dalle sue succursali. Tali norme sono integrate dall'azione di vigilanza, che attribuisce importanti poteri di controllo e sanzionatori.⁷⁵

⁷⁴ Regolamento europeo n. 910/2014

⁷⁵ Circolare, 21 aprile 1999 n. 229, della Banca di Italia

CAPITOLO 3:

METODOLOGIE DI VALUTAZIONE AZIENDALE

3.1. Introduzione ai Metodi di Valutazione

In passato, i decisori politici non erano pienamente consapevoli dell'importanza del progresso tecnologico e del suo impatto sulla società. Tuttavia, negli ultimi anni, hanno iniziato a riconoscere il potenziale di queste innovazioni per migliorare la vita delle persone e promuovere la crescita economica. In risposta a questa consapevolezza, le autorità politiche di tutto il mondo hanno adottato misure per sostenere lo sviluppo di aziende innovative.

Per soddisfare le esigenze finanziarie di queste aziende, sono necessari investitori disposti a immobilizzare una parte delle loro risorse finanziarie, poiché i risultati aziendali richiedono spesso del tempo prima di maturare. Gli investimenti diretti nel capitale azionario delle imprese rivestono un ruolo significativo in questo contesto, soprattutto quelli effettuati da investitori professionali come i *business angels* e i *venture capitalist*.

La valutazione del valore aziendale è un passaggio fondamentale per le trattative di investimento. Per l'investitore, il valore dell'azienda determina la quantità di capitale da investire e la redditività dell'operazione. Per l'imprenditore, la valutazione è importante per motivare il team, quantificare l'impegno e le risorse, e stabilire un equilibrio tra gli azionisti..⁷⁶

Il presente studio confronta i criteri utilizzati dagli investitori professionali per la valutazione delle startup fintech con le variabili considerate nei modelli teorici di valutazione.

Il sistema bancario e il settore finanziario nel suo complesso hanno subito un'evoluzione significativa negli ultimi anni grazie all'avvento delle tecnologie finanziarie (Fintech).

Le Fintech, come descritto nei capitoli precedenti, sono imprese innovative che utilizzano la tecnologia per offrire nuovi servizi finanziari e rivoluzionare l'accesso, la velocità e l'efficienza delle transazioni finanziarie. Questa crescita esponenziale ha posto nuove sfide al sistema bancario tradizionale, spingendo le istituzioni finanziarie a reagire e adattarsi a questo cambiamento. La concorrenza sempre crescente tra il sistema bancario e le società fintech ha reso essenziale individuare metodi di valutazione adeguati, in grado di analizzare e confrontare le prestazioni e il valore di queste diverse realtà finanziarie.

I metodi di valutazione sono strumenti chiave per valutare la solidità finanziaria, la redditività e la sostenibilità di qualsiasi entità economica.

⁷⁶ www.impresaprogetto.it

Nel contesto delle banche tradizionali e delle Fintech, l'utilizzo di metodi di valutazione appropriati è cruciale per prendere decisioni strategiche e per affrontare al meglio le sfide di un ambiente finanziario in rapida evoluzione.

Prima di addentrarci nell'analisi dei metodi di valutazione, è importante esaminare i tratti distintivi del sistema bancario tradizionale e delle Fintech. Le banche tradizionali hanno una lunga storia nel settore finanziario e sono storicamente riconosciute come custodi dei depositi, erogatori di prestiti e intermediari finanziari. Possiedono una solida infrastruttura, una vasta rete di filiali e sono soggette a rigorose normative e regolamentazioni.

D'altra parte, le Fintech hanno rivoluzionato il panorama finanziario grazie alla loro agilità, innovazione e utilizzo di tecnologie avanzate. Offrono servizi finanziari attraverso piattaforme digitali, inclusi pagamenti digitali, prestiti peer-to-peer, gestione patrimoniale automatizzata (robo-advisory) e criptovalute. Tali imprese sono spesso in grado di fornire servizi più rapidi e convenienti, attrarre segmenti di clientela più giovani e meno bancarizzati, e raggiungere mercati internazionali con maggiore facilità.

Proprio qui entra in gioco l'importanza di individuare metodi di valutazione adeguati.

Dato che il sistema bancario tradizionale e le società fintech hanno strutture operative e flussi di reddito diversi, è necessario utilizzare approcci valutativi specifici per ciascuno di essi. I metodi tradizionali di valutazione possono non essere del tutto adatti per valutare le startup Fintech, considerando le loro peculiarità e il fatto che possono essere in una fase di crescita e sviluppo diversa rispetto alle banche consolidate.

Entrambi gli attori del settore finanziario devono affrontare un ambiente in rapida evoluzione, caratterizzato da una crescente complessità, innovazioni tecnologiche e nuove esigenze dei clienti. In questo scenario, l'utilizzo di metodi di valutazione appropriati è cruciale per diverse ragioni chiave:

- Supporto alle decisioni strategiche: le banche tradizionali e le fintech devono affrontare una serie di decisioni strategiche, come l'espansione geografica, l'introduzione di nuovi prodotti o servizi, l'acquisizione di altre aziende o la collaborazione con partner strategici. La valutazione fornisce una base solida per prendere decisioni informate, consentendo alle aziende di comprendere il valore potenziale di un'operazione o di un investimento. Ad esempio, una banca tradizionale potrebbe valutare l'opportunità di acquisire una Fintech per migliorare l'accesso tecnologico ai clienti, ma dovrebbe valutare con attenzione il potenziale valore aggiunto dell'operazione per determinare la sua convenienza.
- Valutazione della redditività: la valutazione è fondamentale per misurare la redditività dell'azienda e dei suoi progetti. Nel caso delle Fintech, che spesso operano in settori altamente

innovativi e con modelli di business unici, il corretto calcolo della redditività può essere particolarmente complesso. L'uso di metodi di valutazione adatti consente di comprendere l'impatto finanziario delle attività e delle iniziative dell'azienda, fornendo una visione chiara e oggettiva delle opportunità di crescita e dei possibili rischi finanziari.

- Rendicontazione agli investitori e agli stakeholder: banche e Fintech devono rendicontare in modo trasparente il proprio valore e le prestazioni finanziarie agli investitori, ai clienti e ad altri stakeholder. Utilizzare metodi di valutazione accurati e ben fondati aiuta a fornire una valutazione chiara e oggettiva delle performance dell'azienda e del valore degli asset posseduti. Una rendicontazione accurata è fondamentale per mantenere la fiducia degli investitori e garantire una corretta allocazione delle risorse.
- Identificazione di potenziali rischi e opportunità: Il sistema bancario e le Fintech operano in un contesto in costante evoluzione e soggetto a numerosi rischi, come cambiamenti normativi, instabilità dei mercati finanziari e nuove minacce cibernetiche. L'utilizzo di metodi di valutazione adeguati aiuta ad individuare e analizzare tali rischi, consentendo alle aziende di sviluppare strategie di mitigazione e di capitalizzare su opportunità emergenti.
- Confronto con gli standard di settore: Le valutazioni accurate e appropriate consentono alle imprese di confrontarsi con gli standard del settore e di stabilire un benchmark di riferimento per la propria performance finanziaria. Ciò è particolarmente importante per le Fintech, dato che queste startup finanziarie sono spesso valutate in base alle aspettative di crescita e di innovazione. Un confronto con gli standard di settore aiuta a dimostrare la solidità dell'azienda e la sua competitività sul mercato.
- Operazioni di finanza straordinaria ed M&A: Le operazioni di M&A sono un elemento chiave delle strategie di crescita delle aziende finanziarie, poiché consentono di espandersi, diversificare le attività e acquisire nuove competenze o tecnologie. Nel contesto di tali operazioni straordinarie, l'utilizzo di metodi di valutazione appropriati diventa cruciale per determinare il prezzo giusto e ragionevole dell'azienda target o dell'asset oggetto dell'acquisizione.

Le banche tradizionali, con una lunga esperienza in questo campo, hanno tradizionalmente utilizzato metodi di valutazione consolidati, come il metodo dei multipli finanziari, il metodo dei flussi di cassa scontati (DCF) o il metodo del patrimonio netto, per valutare le società target. Dall'altra parte, le Fintech, spesso caratterizzate da modelli di business innovativi e attività in rapida crescita, possono presentare sfide aggiuntive nella valutazione per operazioni di M&A. Le valutazioni tradizionali potrebbero non essere del tutto adatte per catturare il valore delle Fintech,

poiché queste startup finanziarie possono avere prospettive di crescita molto diverse dalle aziende consolidate. Pertanto, per le operazioni di M&A che coinvolgono società Fintech, è necessario adattare e sviluppare metodi di valutazione specifici che tengano conto delle caratteristiche uniche di queste realtà finanziarie; in quanto potrebbero essere necessari nuovi approcci per valutare l'impatto delle tecnologie innovative, la capacità di scalabilità del modello di business e la potenziale sinergia con l'azienda acquirente.

Inoltre, un'accurata valutazione dell'azienda target aiuta a stabilire un prezzo equo per l'acquisizione e a identificare eventuali rischi o opportunità nascoste. Questo è particolarmente importante per le Fintech, in quanto potrebbero avere una serie di asset immateriali, come la proprietà intellettuale, la base di clienti o le tecnologie brevettate, che richiedono un'analisi dettagliata per essere valutati correttamente.

I tradizionali metodi di valutazione aziendale, come quelli patrimoniali, economico-reddituali e finanziari (o analisi DCF)⁷⁷, si basano su dati contabili e finanziari concreti (Guatri, 1990) o su dati di mercato utilizzando il metodo dei multipli. Questi approcci presentano notevoli limitazioni quando si applicano a società nelle fasi iniziali del ciclo di vita, come le startup fintech, e che si distinguono per un alto livello di innovazione nel loro settore.

Questo riferimento non è limitato esclusivamente alle aziende definite dal D.L. 179/2012⁷⁸, ma abbraccia una categoria più ampia, che comprende società con le seguenti caratteristiche o la maggior parte di esse:

- Svolgono attività ad elevato contenuto tecnologico e/o innovativo, sviluppando nuove tecnologie o utilizzando in modo innovativo tecnologie avanzate già esistenti, sia in nuovi campi che in processi.
- Si concentrano sulla ricerca e lo sviluppo e richiedono significativi investimenti, specialmente in termini di capitale umano, in quest'area.
- Si caratterizzano per investimenti materiali limitati e basano la loro attività su beni immateriali.
- Sono fortemente orientate all'internazionalizzazione, coinvolgendo sia i mercati di riferimento dei loro prodotti o servizi che quelli di approvvigionamento delle risorse, comprese le risorse umane.
- Sperimentano elevati tassi di crescita, spinti spesso da un modello di business scalabile che le contraddistingue.

⁷⁷ Si fa riferimento al modello basato sul Net Present Value (Fischer, 1907), che include il valore temporale del denaro nella valutazione di un'opportunità di investimento.

⁷⁸ Si tratta del cosiddetto Decreto Crescita bis

Le imprese di cui si parla presentano una serie di caratteristiche specifiche che rendono complessa la determinazione del loro valore economico (Damodaran, 2002 e 2009).

Queste caratteristiche includono:

- Elevata complessità tecnologica e di processo, che porta a un rischio molto alto legato al successo del business.
- Elevato tasso di obsolescenza del prodotto/servizio, a causa della rapida evoluzione tecnologica e del rischio di imitazione. Se non vengono adeguatamente mantenuti e innovati, diventano rapidamente obsoleti e perdono valore.
- Ciclo di vita atipico, con una durata estremamente breve rispetto alle attività di ricerca e sviluppo del prodotto/servizio.
- Difficoltà nell'identificare competitor e aziende comparabili, a causa del livello di innovazione distintivo del prodotto/servizio offerto rispetto ad altri operatori già presenti sul mercato.
- Complessità nella valutazione della proprietà immateriale e intellettuale, specialmente riguardo alla sua protezione legale.

Considerando tali peculiarità, le metriche e i processi di analisi devono essere necessariamente più sofisticati rispetto a quelli utilizzati per valutare aziende tradizionali più mature.

Prima di abbracciare il nuovo, è essenziale comprendere ed analizzare in dettaglio quali sono i metodi tradizionali di valutazione. Analizzando in modo dettagliato i metodi di valutazione tradizionali e consolidati, sarà possibile avere una base solida per affrontare le sfide poste dal settore finanziario in continua evoluzione. Solo attraverso questa comprensione approfondita, sarà possibile adottare un approccio olistico e raggiungere una valutazione accurata e significativa sia delle banche tradizionali che delle Fintech.

In questo capitolo, esploreremo i principali metodi di valutazione utilizzati nel sistema bancario tradizionale e le loro limitazioni. Successivamente, affronteremo l'analisi delle peculiarità delle Fintech e i possibili adattamenti dei metodi di valutazione tradizionali per rendere giustizia a queste nuove realtà finanziarie. Infine, forniremo un confronto approfondito tra i metodi di valutazione tradizionali e quelli adattati per le Fintech, offrendo una prospettiva chiara sulla valutazione complessiva delle entità finanziarie in un ambiente in continua evoluzione.

3.2. Metodi di Valutazione Aziendale: Approcci Tradizionali e Innovativi

Valutare con precisione e accuratezza un'azienda è un processo di fondamentale importanza nel mondo del business. La valutazione è un processo complesso che richiede l'impiego di metodologie consolidate e specifiche, poiché determina il valore economico dell'azienda e fornisce una base solida per prendere decisioni strategiche fondamentali. Gli obiettivi principali della valutazione aziendale sono identificare gli elementi chiave che sintetizzano le politiche e le strategie aziendali, nonché stimare il valore potenziale del business. Non si tratta solo di metodi numerici, ma di un quadro completo che tiene conto delle dinamiche interne ed esterne che possono influenzare il successo futuro dell'azienda.

La valutazione aziendale è un'attività critica sia per le aziende consolidate che per le nuove imprese, come le startup. Per le aziende consolidate, la valutazione viene spesso richiesta in diversi contesti, tra cui fusioni e acquisizioni, quotazioni in borsa, ristrutturazioni finanziarie, finanziamenti esterni, distribuzione di dividendi, o come parte di un processo di pianificazione strategica. Per le startup, la valutazione è fondamentale per attirare investitori, stabilire un prezzo per la negoziazione delle quote societarie e ottenere finanziamenti per sostenere la crescita. Nel caso delle startup, la valutazione è ancora più complessa a causa della mancanza di dati storici e della natura altamente rischiosa delle nuove imprese. Gli investitori devono fare affidamento su una combinazione di dati quantitativi e qualitativi per prendere decisioni informate sulle opportunità di investimento. Esistono diverse metodologie di valutazione, ognuna delle quali può essere adatta a specifici contesti aziendali e obiettivi.

Tra i principali metodi di valutazione aziendale si distinguono i metodi diretti e i metodi indiretti. I **metodi diretti** di valutazione si basano sul valore di mercato delle quote o delle aziende comparabili all'azienda oggetto di valutazione. Questi metodi utilizzano dati di mercato e transazioni simili per stimare direttamente il valore economico dell'azienda. Ad esempio, nel caso delle aziende quotate in borsa, il valore di mercato delle azioni può essere utilizzato come punto di riferimento per valutare l'azienda. Inoltre, i metodi diretti possono essere utilizzati anche per valutare le aziende non quotate, facendo riferimento ai valori di mercato delle aziende comparabili nel settore.

D'altra parte, i **metodi indiretti** di valutazione si basano su parametri aziendali interni e forniscono stime di diversa natura, a seconda degli elementi considerati. Questi metodi si concentrano sull'analisi di fattori interni all'azienda, come i flussi di cassa, i profitti, il patrimonio netto e altri indicatori finanziari.

Tra i principali metodi di valutazione tradizionali comunemente utilizzati nella pratica, vi sono:

- a) Il **metodo patrimoniale**: questo metodo valuta l'azienda in base al suo patrimonio netto. Si prendono in considerazione gli asset, le passività e il capitale proprio dell'azienda per determinare il valore economico complessivo. Il metodo patrimoniale può essere semplice o complesso, a seconda degli elementi specifici considerati nella valutazione.⁷⁹
- b) Il **metodo reddituale**: questo metodo valuta l'azienda in base ai suoi flussi di reddito futuri. Si analizzano le previsioni di reddito per stimare il valore presente dell'azienda. Questo metodo si basa sull'assunzione che il valore di un'azienda dipenda dai suoi futuri flussi di reddito generati.
- c) Il **metodo misto patrimoniale-reddituale**: questo metodo combina elementi del metodo patrimoniale e del metodo reddituale. Si tiene conto sia del patrimonio netto dell'azienda che dei suoi flussi di reddito futuri per ottenere una valutazione complessiva dell'azienda.⁸⁰
- d) Il **metodo finanziario**: è un approccio di valutazione aziendale che si basa sull'analisi delle prestazioni finanziarie passate e delle proiezioni future dell'azienda. Questo metodo utilizza modelli matematici complessi per stimare il valore dell'azienda in base a una serie di indicatori finanziari chiave. È uno dei metodi più utilizzati nel contesto delle fusioni e acquisizioni (M&A) e nel valutare le aziende che operano in settori maturi con una storia finanziaria consolidata. Tale metodo si basa sull'idea che il valore di un'azienda sia strettamente correlato alla sua capacità di generare flussi di cassa futuri. In altre parole, l'azienda viene valutata in base alla sua capacità di generare utili e liquidità nel corso del tempo. Pertanto, una delle principali sfide nella valutazione finanziaria è stimare in modo accurato i flussi di cassa futuri dell'azienda.
- e) I **metodi di valutazione di mercato**, che si basano sull'analisi dei dati di mercato e sull'utilizzo di multipli finanziari per stimare il valore dell'azienda in relazione a società comparabili o a benchmark del settore. Sono spesso utilizzati nel contesto delle fusioni e acquisizioni, nella valutazione delle azioni quotate in borsa e nella valutazione delle società private. Si distingue dai metodi finanziari e patrimoniali poiché si concentra sulla comparazione dell'azienda con altre entità simili già presenti sul mercato, e presuppone che il valore di un'azienda sia influenzato in gran parte dalle dinamiche del mercato in cui opera e dalle aspettative degli investitori.

⁷⁹ Solitamente non applicabile alle start-up tipicamente poco capitalizzate e con modelli di business scalabili, poiché si basa sulla valutazione del patrimonio netto da cui si potrebbe dedurre un reddito futuro.

⁸⁰ La componente patrimoniale risente dei limiti di applicabilità alle start up già evidenziati sopra.

Il cuore della determinazione del valore di un'azienda risiede nella valutazione della sua futura capacità di generare flussi reddituali o finanziari sufficienti a remunerare adeguatamente i soci.

Mentre il metodo patrimoniale si concentra sulla valutazione delle risorse materiali e immateriali mediante la somma dei valori dei singoli beni, i metodi reddituali-finanziari le considerano come elementi che contribuiscono al valore generale dell'azienda. Il valore di mercato di un'azienda è il risultato dell'interazione combinata di variabili interne relative ai beni e alle risorse dell'impresa, e di variabili esterne legate alle condizioni economiche generali. Questo approccio combinato permette di stimare i futuri risultati dell'azienda e di valutare il suo livello di rischio.

I metodi di valutazione delle aziende più utilizzati oggi sono il metodo finanziario e il metodo di mercato. Il metodo finanziario si basa sulla stima dei flussi di cassa futuri dell'azienda, mentre il metodo di mercato si basa sul confronto con aziende simili.

In entrambi i casi, si arriva a determinare il valore dell'azienda (*enterprise value*), che include anche i debiti, e questo valore viene poi sommato alla posizione finanziaria netta per ottenere l'*equity value*.⁸¹

La valutazione è strettamente correlata alla capacità prospettica di generare flussi di cassa⁸², riflettendo l'importanza del detto "*cash is king*". Questo approccio è diventato una *best practice* per coloro che attribuiscono valore alla capacità dell'azienda di generare liquidità sufficiente per sostenere il modello di business nel lungo periodo in uno scenario di continuità aziendale (*going concern*)⁸³ e garantire un ritorno finanziario adeguato agli *stakeholder*.

L'impiego di altri metodi di valutazione (patrimoniale, reddituale o una combinazione dei due) non deve essere escluso a priori, ma è fondamentale effettuare un'attenta analisi della loro fattibilità. Il metodo patrimoniale viene utilizzato meno frequentemente nel contesto specifico e potrebbe risultare utile per stimare il costo di riproduzione o sostituzione (cioè quanto sarebbe il costo-opportunità di replicare una Fintech simile a quella oggetto di valutazione?). Inoltre, può essere adottato quando la componente contabile iniziale del patrimonio netto (*book value of equity*) è correlata alla stima del valore aggiunto dei beni immateriali (utilizzando la variante "complessa" del metodo patrimoniale) per ottenere la stima del valore di mercato del patrimonio netto. Tuttavia, bisogna considerare i limiti di applicabilità del metodo patrimoniale, che influiscono anche sull'utilizzo del metodo misto patrimoniale-reddituale.

Per quanto riguarda il metodo patrimoniale, è necessario identificare le attività, anche non registrate a livello contabile (come avviamento, ricerca e sviluppo, ecc.), che possono generare un

⁸¹ VISCONTI, Roberto Moro. La valutazione delle Fintech.

⁸² LAITINEN E.K., (2019), Discounted Cash Flow (DCF) as a Measure of Startup Financial Success, in "Theoretical Economics Letters", 9, 8.

⁸³ In conformità al principio di revisione ISA Italia 570.

valore aggiunto. D'altro canto, la valutazione reddituale richiede la preparazione di business plan pluriennali per stimare il valore medio-prospettico dei flussi di reddito. Tale stima deve tener conto di fattori di incertezza simili a quelli utilizzati per le previsioni finanziarie, sebbene i flussi di cassa presentino una maggiore fungibilità rispetto ai flussi di reddito.

Tuttavia, valutare una start-up presenta diverse sfide intrinseche, dovute alla novità del suo business e settore, che comporta un'innovazione tale da non fornire indicazioni storiche utili. Inoltre, la struttura aziendale e il modello di business unico di una start-up possono complicare ulteriormente la valutazione.⁸⁴

Nel corso del tempo, sono stati sviluppati nuovi modelli di valutazione alternativi e innovativi, che si affiancano ai metodi tradizionali. Questi nuovi modelli sono validi e complementari ai metodi tradizionali, in quanto forniscono una visione più completa del valore di un'azienda.

Questi approcci, che andremo ad approfondire successivamente, possono fornire una prospettiva più completa e approfondita sulla salute e sul valore di un'azienda, considerando fattori che non sono direttamente misurabili in termini finanziari.

Le linee guida dell'International Private Equity and Venture Capital Valuation (IPEV)⁸⁵ forniscono raccomandazioni di *best practice* per la valutazione degli investimenti nel capitale privato. Tra i metodi di valutazione alternativi proposti vi sono:⁸⁶

- 1) **Metodo Venture Capital:** Questo metodo è ampiamente utilizzato nel contesto delle startup fintech e delle aziende ad alto potenziale di crescita. Gli investitori di Venture Capital prendono in considerazione il ritorno sull'investimento atteso e il "Terminal Value", ovvero il prezzo ipotetico al quale si prevede di vendere le azioni possedute in futuro (di solito tra 5 e 8 anni). Il metodo VC tiene conto delle aspettative di crescita e del potenziale di successo dell'azienda, piuttosto che basarsi solo sulle prestazioni finanziarie passate.
- 2) **Metodo Scorecard:** Il Metodo Scorecard è un approccio sviluppato da Bill Payne, che si basa su un'analisi comparativa delle valutazioni pre-money di altre startup attive nello stesso settore. Questo metodo va oltre i tradizionali approcci di valutazione puramente finanziari e analizza una serie di variabili specifiche che possono influenzare il successo e la competitività dell'azienda. Quando si applica il Metodo Scorecard, vengono presi in considerazione diversi fattori, ciascuno dei quali contribuisce in modo ponderato alla valutazione complessiva della

⁸⁴ ALI S. B. e KHALIDI M.A., (2020), Valuation of Equity Securities, Private Firms, and Startups, in "IBT Journal of Business Studies", 16, pp. 125-140; DHOCHAK M. e DOLIYA P., (2020), Valuation of a startup: Moving towards strategic approaches, in "Journal of Multi-Criteria Decision Analysis", 27, 1-2, pp. 39-49.

⁸⁵ <https://www.privateequityvaluation.com/Valuation-Guidelines>

⁸⁶ AKKAYA M., (2020), Startup Valuation: Theories, Models, and Future, Valuation Challenges and Solutions in Contemporary Businesses, ICI Global Publisher; SIVICKA J.O., (2018), Features of valuation of startup companies, in "Economic scope", 132.

startup. Questi fattori includono: Forza del team di gestione (30%); Dimensione del mercato (25%); Prodotto/tecnologia (15%); Contesto competitivo (10%); Marketing/canali di vendita/partnership (10%); Necessità di investimenti aggiuntivi (5%); Altri fattori (5%).

Il metodo Scorecard fornisce una valutazione più completa, considerando anche fattori non strettamente finanziari che influenzano il successo e la competitività dell'azienda.

3) **Metodo Berkus:** Questo metodo è particolarmente utilizzato per valutare startup, soprattutto nell'ambito dell'High-Tech, che si trovano ancora nella fase iniziale di sviluppo e non dispongono ancora di dati finanziari significativi. Attraverso una serie di punteggi assegnati a elementi chiave della startup, il Metodo Berkus aiuta a determinare un valore pre-money considerando le sfide e le potenzialità del progetto. Questo metodo si concentra sulla valutazione dei rischi tipici che le startup devono affrontare durante la loro crescita e sviluppo.

I principali rischi considerati dal Metodo Berkus includono:

- **Rischio di esecuzione:** fa riferimento alle qualità manageriali del team fondatore e alla loro abilità nell'attuare il piano aziendale.
- **Rischio di prodotto:** valuta quanto l'idea di business sia vincente e il potenziale di successo del prodotto o servizio offerto.
- **Rischio tecnologico:** si focalizza sulla qualità e sulla funzionalità dei primi prototipi o prodotti sviluppati dalla startup.
- **Rischio di mercato e rischio competitivo:** valuta le scelte strategiche e la competitività dell'azienda nel mercato di riferimento.
- **Rischio di produzione:** si riferisce alle sfide legate alla produzione e alla capacità di generare vendite.

4) **Risk Factor Summation Model:** è un approccio di valutazione che combina elementi del Metodo Berkus e dell'approccio Scorecard, consentendo di ottenere una valutazione complessiva più accurata e dettagliata di una startup. Questo metodo è particolarmente utile per valutare startup in una fase di crescita e sviluppo, poiché tiene conto di una serie di criteri specifici che riflettono i rischi unici e le opportunità dell'azienda. Questi criteri includono: Rischio di gestione; Rischio politico e burocratico; Rischio di produzione; Rischio di vendita e marketing; Rischio di finanziamento / aumento del capitale; Rischio della concorrenza; Rischio tecnologico; Rischio di contenzioso; Rischio internazionale; Rischio reputazionale.

5) **First Chicago Method:** è un modello di valutazione delle startup che si basa su tre scenari possibili: base, ottimistico e pessimistico. Per ogni scenario, l'investitore stima il valore attuale netto (VAN) dei flussi di cassa attesi, utilizzando un tasso di attualizzazione inferiore rispetto al Venture Capital Method. Il valore atteso complessivo della startup è dato dalla media

ponderata dei tre scenari, dove la ponderazione è rappresentata dalla probabilità che ciascun scenario si verifichi.

Questi approcci alternativi di valutazione sono spesso utilizzati in combinazione con i metodi quantitativi per ottenere una valutazione più completa e accurata. Poiché le aziende moderne operano in un ambiente complesso e in continua evoluzione, la considerazione di fattori qualitativi e intangibili può fornire una visione più realistica e approfondita delle performance e del valore dell'azienda.

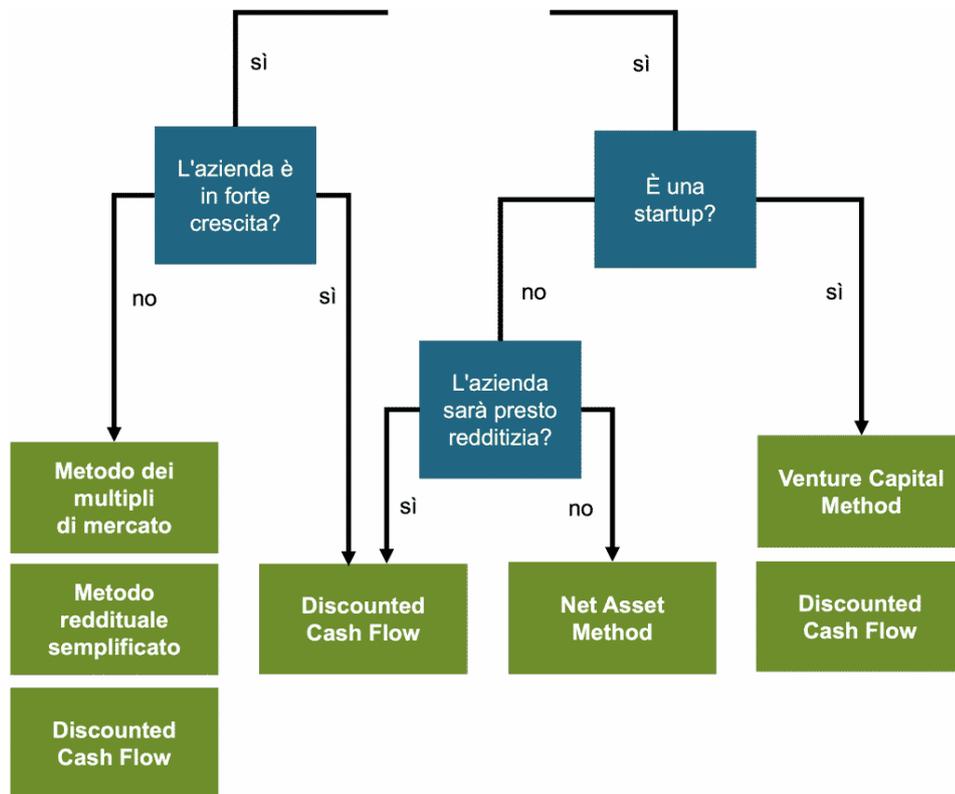
Va sottolineato che l'approccio valutativo dipende dall'obiettivo della valutazione stessa e dal contesto in cui viene applicato. Ad esempio, nel contesto delle fusioni e acquisizioni, dove la sinergia e la cultura aziendale sono importanti, gli approcci qualitativi possono avere un ruolo significativo nella valutazione complessiva. D'altra parte, nel contesto dell'analisi degli investimenti finanziari, i metodi quantitativi potrebbero essere più determinanti. Tuttavia, per la valutazione delle startup Fintech è opportuno integrare gli approcci qualitativi e quantitativi a seconda della fase di sviluppo e crescita della società. L'integrazione di approcci qualitativi e quantitativi aiuta a ottenere una valutazione bilanciata e informata dell'azienda, considerando sia gli aspetti finanziari che quelli operativi e strategici.

Come accennato in precedenza, valutare una società fintech può essere un'ardua sfida a causa della mancanza quasi assoluta di dati storici e della difficoltà nel trovare dati comparativi per realtà simili. La novità dei modelli di business proposti dalle startup fintech rende spesso necessario fare affidamento sull'intuito, l'esperienza e il fiuto dei valutatori. Inoltre, il tasso di insuccesso è elevato a causa dell'incertezza legata a molteplici fattori che influenzano le iniziative imprenditoriali innovative. Tuttavia, le fintech di successo possono godere di un vantaggio competitivo significativo e a lungo termine, derivante da elementi come prodotti o servizi innovativi, processi produttivi o commerciali distintivi e una clientela unica.

Tali società sono considerate attività ad alto rischio, ma anche con un potenziale di ritorni molto elevati in caso di successo. Di conseguenza, i metodi di valutazione specifici per le startup spesso si basano sull'analisi e sulla ponderazione di dati comparativi di altre società simili, cercando di quantificare alcune caratteristiche qualitative dell'idea di business e del suo potenziale sviluppo. Pur considerando questi nuovi approcci valutativi, i metodi tradizionali come il Discounted Cash Flow (DCF) e i metodi basati sui multipli finanziari non vengono completamente abbandonati, ma vengono utilizzati come strumenti integrativi in un contesto più ampio. Questo approccio olistico consente di cogliere le peculiarità delle start-up e di valutarle in modo accurato tenendo conto delle sfide e delle opportunità specifiche del loro contesto aziendale.

In sintesi, per giungere a una valutazione accurata delle aziende, indipendentemente che si tratti di aziende tradizionali o di startup fintech, è indispensabile adottare metodologie adeguate, adattate alle circostanze specifiche della società oggetto di valutazione.

La figura sottostante mostra i principali metodi di valutazione utilizzati a seconda della fase evolutiva in cui si trova l'impresa da valutare:



Fonte: Nimbo.net

3.3. Metodi di Valutazione Tradizionali: Caratteristiche e Differenze

Il processo di valutazione aziendale è una sfida complessa ma fondamentale nel campo economico. Esso consiste nella determinazione del valore, ovvero del capitale economico, di un'azienda in un dato momento. Sebbene le valutazioni non possano essere considerate oggettive in senso assoluto, è cruciale ottenere stime accurate e omogenee attraverso l'uso di metodi consolidati nel contesto aziendale. La teoria aziendale ha sviluppato vari approcci per la valutazione d'azienda, tra cui quello patrimoniale (semplice e complesso), reddituale, finanziario (basato sui flussi di cassa), misto ed empirici.

Indipendentemente dal metodo utilizzato, ci sono requisiti essenziali che il processo di valutazione deve rispettare.

Innanzitutto, deve essere razionale, ovvero basato su formule procedurali accettate dalla comunità accademica, in modo da ottenere risultati affidabili. La dimostrabilità è altrettanto importante, poiché i risultati devono essere supportati da fonti riconosciute e citate correttamente, compresi dati come tassi di interesse, moltiplicatori di mercato, e indici di settore.

La neutralità del valutatore è un altro elemento fondamentale. Essi devono essere imparziali nel processo di valutazione, evitando qualsiasi scelta arbitraria che potrebbe influenzare i risultati. Questo vale anche nei casi in cui l'azienda viene valutata per una possibile cessione, poiché la determinazione del capitale economico deve essere separata dalla fase di contrattazione del prezzo, che può essere influenzata da fattori personali e relazioni tra le parti coinvolte.

Infine, anche la stabilità dei dati e dei risultati è cruciale, in quanto dovrebbero essere evitate oscillazioni frequenti nei dati utilizzati e nei risultati ottenuti, al fine di garantire una valutazione affidabile nel tempo. Questo è particolarmente rilevante nell'applicazione degli IAS, che richiedono test di impairment per l'avviamento aziendale (che è una base per molte valutazioni).

Negli ultimi tempi, le valutazioni aziendali hanno privilegiato due metodi principali: il metodo finanziario e il metodo dei multipli di mercato. Nel metodo finanziario, si calcola il valore dell'azienda basandosi sulla stima dei flussi di cassa futuri scontati al costo del capitale medio ponderato (WACC). Nel metodo di mercato, invece, si utilizzano i moltiplicatori dell'EBITDA (MOL) di altre aziende simili per valutare quella in esame. Entrambi questi metodi conducono a una stima dell'*enterprise value*, cioè il valore totale dell'azienda, compresa dei debiti, che viene poi sommato alla posizione finanziaria netta per ottenere l'*equity value*.

Il metodo patrimoniale viene utilizzato meno frequentemente in casi specifici, ma come già accennato in precedenza, può essere applicato per stimare il costo di riproduzione o sostituzione di un'azienda simile alla startup oggetto di valutazione.

Nelle prossime sezioni, ci concentreremo principalmente sul metodo finanziario ed il metodo di mercato. Tuttavia, l'utilizzo di altri approcci valutativi (come il metodo patrimoniale, reddituale o misto patrimoniale/reddituale) non è da escludere a priori e può essere considerato come metodo di controllo, pur richiedendo un'attenta analisi per valutarne la fattibilità.



I metodi di valutazione aziendale (Fonte: Borsa Italiana)

3.3.1. Il Metodo Patrimoniale

Il **metodo patrimoniale semplice**, sebbene non ampiamente utilizzato, trova applicazione in casi specifici in cui i beni che costituiscono il patrimonio aziendale hanno un valore proprio rilevante ed autonomo. Esso rappresenta un indicatore significativo del valore aziendale, poiché riflette i risultati della gestione passata e costituisce una base per la gestione futura.

Il metodo patrimoniale è più comunemente utilizzato in società immobiliari, holding puramente detentrici di partecipazioni, e nei casi di rinvocatorie fallimentari. In generale, viene applicato a imprese prive di attività produttiva, che agiscono come contenitori di beni immobili o partecipazioni.

La filosofia di questo metodo può essere sintetizzata nella formula: $W = PN + R - I$

Dove:

Valore economico (W) = Patrimonio netto contabile (PN) + Rettifiche di valore dei beni (R) - Carico fiscale latente (I).

La valutazione patrimoniale è un metodo di valutazione che si basa sulla stima del valore dell'azienda attraverso l'analisi dei suoi beni materiali e immateriali. A differenza di altri metodi di valutazione, come quello finanziario o reddituale, che considerano principalmente i flussi di cassa e i risultati operativi dell'azienda, il metodo patrimoniale si concentra sulle risorse tangibili e intangibili che l'azienda possiede.

Quando si utilizza il metodo patrimoniale per valutare un'azienda, è necessario redigere una situazione patrimoniale al momento della valutazione. Questa situazione patrimoniale è di natura extracontabile e presuppone una conoscenza approfondita dell'azienda che si sta valutando. Essa indica il valore dei beni materiali e immateriali dell'azienda, ma include anche eventuali passività potenziali non inserite in bilancio. Inoltre, la situazione patrimoniale deve escludere i beni non necessari all'attività di impresa, come i fabbricati acquistati per investimenti immobiliari in momenti di forte liquidità, onde evitare distorsioni nella valutazione.

Una caratteristica importante del metodo patrimoniale è l'utilizzo di "scritture di assestamento". Queste scritture sono utilizzate per aggiornare i valori dei beni al momento della valutazione, portandoli a valori correnti. Questo significa che i beni vengono valutati secondo i prezzi e i valori di mercato attuali, anziché secondo i costi storici a cui sono stati acquisiti. Questo aggiornamento dei valori è fondamentale per riflettere in modo accurato il valore effettivo dei beni dell'azienda al momento della valutazione.

Un altro aspetto distintivo del metodo patrimoniale è che esso non segue i criteri di funzionamento tipici di altri metodi valutativi. Ciò significa che non si basa sulla previsione di flussi di cassa futuri

o sul calcolo di utili e profitti attesi, ma si concentra esclusivamente sul valore degli asset dell'azienda al momento della valutazione.

Per completare la valutazione, è essenziale considerare la cosiddetta "fiscalità latente". Questo termine si riferisce alla stima delle imposte che potrebbero derivare dalle eventuali plusvalenze che emergono quando i valori patrimoniali vengono rideterminati a valori correnti. È importante precisare fin da subito che tali imposte sono considerate differite e potenziali, poiché dipendono da circostanze future. Il calcolo dell'ammontare delle imposte latenti deve tenere conto di fattori contingenti, come le possibili variazioni delle aliquote fiscali annunciate dal governo e le deduzioni previste. Di conseguenza, la prassi aziendale suggerisce l'applicazione di aliquote ridotte rispetto a quelle attualmente in vigore.

Di seguito riportiamo i criteri di valutazione da utilizzare per valutare gli asset e le passività di un'impresa utilizzando l'approccio patrimoniale⁸⁷:

ELEMENTO	CRITERIO DI VALUTAZIONE
Liquidità	Valore nominale
Crediti	Valore di presunto realizzo, avendo cura di attualizzare i crediti a lunga scadenza
Titoli non immobilizzati	Valore di mercato (applicando la quotazione del giorno quando possibile)
Titoli immobilizzati: partecipazioni	Criterio del patrimonio netto
Titoli immobilizzati: a reddito fisso	Al costo, salvo quando il mercato abbia evidenziato forti variazioni del corso o dei tassi di interesse.
Rimanenze di magazzino	Valore di presunto realizzato, calcolato come differenza fra il valore corrente e gli oneri commerciali
Beni strumentali	Valore di mercato, di sostituzione o di riproduzione. In genere quest'ultimo è quello di più semplice applicazione ed esprime il costo che sarebbe necessario sostenere (alla data della valutazione) per costruire tale bene, viene quindi ridotto in base alla vita utile del cespite.
Passività	Valore di presunta estinzione
Fondi rischi e oneri	Devono esprimere una stima attendibile dell'evento per cui sono stati costituiti

Un metodo evoluto rispetto al tradizionale metodo patrimoniale è il cosiddetto "**metodo patrimoniale complesso**", che oltre a valutare gli asset fisici di un'azienda, prende in

⁸⁷ DE MEDICI, L. La valutazione di azienda con il metodo patrimoniale complesso. 2001.

considerazione anche gli *Intangibles*, ossia i beni immateriali. Questa categoria di beni, come ad esempio marchi, know-how, brevetti e idee pubblicitarie, sta guadagnando sempre più rilevanza nell'economia globale e nella determinazione del vantaggio competitivo di un'azienda, con un impatto significativo sui flussi finanziari futuri.

Per essere rilevanti nella valutazione aziendale, gli *Intangibles* devono possedere alcuni requisiti fondamentali:

- La loro utilità deve essere considerata duratura nel tempo, continuando a generare benefici significativi per l'azienda a lungo termine.
- Devono essere negoziabili o trasferibili, ovvero possono essere ceduti o trattati in modo commerciale con altre parti.
- Il loro valore deve essere determinabile utilizzando metodologie consolidate nella pratica aziendale.

Nella letteratura aziendale⁸⁸, gli *Intangibles* sono generalmente classificati in due categorie principali: *Intangibles di marketing*, che comprendono elementi come il marchio aziendale, le idee pubblicitarie, la grafica e le strategie promozionali vincenti; ed *Intangibles della tecnologia*, che includono segreti industriali, know-how, brevetti, software e risultati derivanti dagli investimenti in ricerca e sviluppo.

Gli *Intangibles* possono avere un ruolo significativo nella valutazione di un'azienda, poiché riflettono la sua capacità di differenziarsi sul mercato e generare flussi finanziari futuri. La loro presenza ed il loro valore possono avere un impatto rilevante sul valore complessivo dell'azienda nel processo di valutazione.

Dunque, per determinare il valore economico di un'azienda utilizzando il metodo patrimoniale complesso, è necessario considerare anche la componente degli *Intangibles* (Beni Immateriali), oltre al patrimonio netto contabile, le rettifiche di valore dei beni patrimoniali e il carico fiscale latente. Pertanto, la formula matematica diventa: $W = PN + R - I + BI$

Valore Economico (W) = Patrimonio Netto Contabile (PN) + Rettifiche (R) - Imposte Latenti (I) + *Intangibles* (BI)

La valutazione degli *Intangibles* può avvenire attraverso tre categorie di criteri:

⁸⁸ W. ANSON, (1996), Establishing Market Values for Brands, Trademarks and Marketing Intangibles, in Business Valuation Review, n. 2/1996; G. BRUGGER; R. FERRATA, A. GRANDO, Working Paper in "Progetto Intangibles".

- Criteri analitici basati sul costo: Questo approccio valuta gli Intangibles in base al costo sostenuto per svilupparli o acquisirli suddividendosi in “valore residuo dei costi sostenuti per ottenere i beni” ed “attualizzazione dei costi da sostenere per riprodurre i beni”. Ad esempio, si possono considerare i costi di ricerca e sviluppo, di registrazione di brevetti o di acquisto di licenze.
- Criteri analitici economici: Questo metodo si basa sulla valutazione in termini di benefici economici che possono generare nel tempo. Si considerano fattori come l'incremento di ricavi, la riduzione dei costi o l'aumento della quota di mercato ottenibili grazie all'utilizzo degli Intangibles.
- Criteri empirici: Questo approccio si basa sull'analisi di dati di mercato e transazioni simili per stabilire il valore degli Intangibles. Si utilizzano benchmark e comparazioni con aziende simili per determinare una valutazione coerente.

La scelta del criterio di valutazione degli Intangibles non è un'operazione meccanica, ma dipende dal contesto specifico dell'azienda e dalla necessità di ottenere un risultato significativo, credibile e coerente. La valutazione deve seguire procedure accettate dalla prassi aziendale e soddisfare i requisiti di verificabilità e accettazione da parte dei committenti della perizia di valutazione.

Di seguito si riporta uno schema dettagliato sulle caratteristiche principali del metodo patrimoniale:⁸⁹



Chiaramente, nell'ambito della valutazione di una startup fintech, la componente patrimoniale rappresenta una parte insignificante o addirittura inesistente ai fini della valutazione. Inoltre, il

⁸⁹ DE MEDICI, L. La valutazione di azienda con il metodo patrimoniale complesso. 2001.

valore dei beni immateriali presenti nell'azienda è ancora incerto, poiché è strettamente legato agli sviluppi futuri del progetto di business proposto, di cui tali beni immateriali sono una parte essenziale.

Nel contesto di una start-up fintech, la valutazione si concentra principalmente sulla proiezione dei flussi finanziari futuri e sull'analisi degli Intangibles, come il know-how tecnologico, i brevetti, le idee innovative, il brand, e così via. Questi elementi immateriali sono cruciali per il vantaggio competitivo dell'azienda e la sua capacità di generare valore nel tempo. Tuttavia, la loro valutazione è soggetta a una maggiore incertezza rispetto ai beni fisici, poiché dipende da come si svilupperà l'azienda e come si adatterà alle diverse dinamiche di mercato.

3.3.2. Il Metodo Reddituale

Tra i vari approcci utilizzati per valutare un'azienda, uno dei più significativi sia in termini di diffusione che di supporto teorico è il metodo di valutazione basato sui flussi di reddito.

Il metodo reddituale rappresenta un'importante tecnica di valutazione aziendale basata sull'analisi dei flussi di reddito futuri determinando il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare reddito. Viene spesso utilizzato in scenari in cui i dati storici possono essere incerti o in situazioni di imprese che hanno un patrimonio relativamente esiguo. Questo approccio può fornire una valutazione più accurata dell'azienda poiché considera il reddito atteso nei prossimi anni, considerando le strategie pianificate e gli scenari futuri.

Tale metodo rientra nella categoria dei "metodi dei flussi," i quali prevedono l'attualizzazione di flussi finanziari o reddituali. La filosofia alla base di questa metodologia può essere sintetizzata mediante la seguente formula generale:

$$W = \sum_i F_i \times v_i$$

Dove:

W = valore dell'azienda da valutare

F_i = flusso finanziario o reddituale

v_i = tasso di attualizzazione per ciascun flusso

Di conseguenza, in quest'approccio, il valore del capitale economico dell'azienda viene calcolato come la somma di tutti i flussi di reddito futuri, attualizzati al momento della valutazione. In seguito, esamineremo l'opportunità di utilizzare flussi reddituali anziché finanziari, lasciando per un futuro approfondimento il trattamento di quest'ultimo caso.

Ci sono numerose ragioni che giustificano la scelta di utilizzare i flussi di reddito in specifiche circostanze per valutare il capitale economico dell'azienda, e queste idee sono state presenti nella teoria aziendale per un lungo periodo. Già a metà del secolo scorso, l'economista Gino Zappa affermava che "il capitale è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione di redditi futuri." È chiaro, quindi, che il valore del capitale varia in base ai redditi futuri e al tasso di interesse scelto per l'attualizzazione. In altre parole, il reddito rappresenta il "valore originario," mentre il capitale ne è il "valore derivato."⁹⁰

Un'altra importante ragione a sostegno dell'uso del metodo reddituale è che il reddito è considerato un indicatore significativo delle prestazioni aziendali, soprattutto nel breve e medio termine,

⁹⁰ Gino Zappa, "Lezioni di Economia Aziendale", vol. 1, 1949, p. 245.

poiché è strettamente legato ai risultati della gestione. Al contrario, i flussi di cassa possono apparire come risultati solo apparenti e di difficile interpretazione. Anche il legislatore ha introdotto nel nostro ordinamento un principio di competenza economica piuttosto che di competenza di cassa (come evidenziato nell'art. 2423-bis C.c.)⁹¹, poiché il secondo è ritenuto poco significativo e ambiguo. Utilizzando un'espressione di Guatri⁹², si potrebbe affermare che i flussi di reddito esprimono il risultato prodotto, mentre i flussi di cassa esprimono la liquidità liberata. Premesso l'interesse nell'utilizzo del metodo reddituale, è necessario trasformare la formula generale dei flussi in una formula specifica per i flussi economici (il metodo reddituale).

La nuova formula sarà la seguente:

$$W = \sum_i^n R_i \times v^i$$

Dove:

W = Valore stimato dell'azienda da valutare

R = Reddito medio prospettico, ovvero il reddito atteso per i prossimi esercizi

n = Orizzonte temporale, ovvero il numero di anni futuri considerati per la valutazione

v^i = fattore di attualizzazione di ciascun flusso

Se volessimo considerare un orizzonte temporale illimitato, la formula sarebbe riscritta come segue:

$$W = R / i$$

In questo contesto, il capitale economico rappresenta il valore attuale di una rendita perpetua, con la rata rappresentata dal reddito medio prospettico.

Per un'applicazione corretta del metodo reddituale, è fondamentale:

- Quantificare il reddito medio prospettico, tenendo conto sia delle nuove strategie pianificate dall'azienda per il futuro, sia dei risultati storici riportati nei bilanci degli esercizi precedenti.
- Definire un adeguato orizzonte temporale.
- Selezionare un tasso di attualizzazione che rifletta sia la situazione economica generale, sia i rischi specifici affrontati dall'azienda.

⁹¹ Codice Civile Italiano, Articolo 2423-bis: "Il bilancio di esercizio deve essere redatto secondo il principio della competenza economica, in base al quale i componenti positivi e negativi di reddito sono iscritti in bilancio con riferimento al periodo dell'esercizio nel quale si verificano, a prescindere dal momento in cui si verificano i relativi movimenti di cassa."

⁹² L. GUATRI (1996), Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende, Milano, Ed. EGEA.

Prima di analizzare in dettaglio queste variabili cruciali per un'applicazione razionale del metodo reddituale, è opportuno menzionare le principali situazioni in cui questo approccio risulta particolarmente utile.

Essenzialmente, i casi che richiedono l'adozione di questa metodologia sono:

- Situazioni in cui sia possibile formulare previsioni affidabili sui flussi futuri.
- Aziende in cui gli elementi patrimoniali hanno un ruolo limitato nell'impresa.
- Conferimenti o cessioni di rami d'azienda focalizzati principalmente sulla cessione di elementi immateriali, come contratti, Know-how e risorse umane specializzate.
- Acquisizioni e joint venture.

La scelta dell'orizzonte temporale è essenziale per una valutazione accurata. Un orizzonte troppo breve potrebbe non riflettere completamente il potenziale a lungo termine dell'azienda, mentre un orizzonte troppo lungo potrebbe essere soggetto a maggiori incertezze. Pertanto, è importante selezionare un periodo che rifletta adeguatamente la situazione specifica dell'azienda.

Infine, anche il tasso di attualizzazione è un elemento cruciale nella formula del metodo reddituale. Esso tiene conto del valore del denaro nel tempo e dei rischi associati agli investimenti nell'impresa. Un tasso di attualizzazione appropriato deve considerare il contesto economico generale e gli specifici rischi dell'azienda stessa, consentendo di ottenere una valutazione più accurata e realistica.

Reddito medio prospettico:

La fase iniziale dell'applicazione del metodo reddituale è la determinazione del reddito medio prospettico, che può differire significativamente dall'utile di bilancio. Spesso, l'utile di bilancio riportato può essere influenzato da elementi straordinari o non legati alla gestione tipica dell'azienda, e quindi deve essere normalizzato per riflettere il vero reddito potenziale.

Il reddito deve essere quindi in primo luogo “normalizzato”, cioè depurato dalle componenti reddituali straordinarie, al netto degli oneri finanziari e delle imposte (approccio Equity Side-Levered);

Questa normalizzazione comprende l'integrazione di valori contabili non espressi e, se necessario, l'aggiustamento a valori correnti per eliminare gli effetti dell'inflazione. Il risultato di questa normalizzazione viene chiamato Risultato Economico Integrato (REI).

L'obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell'individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, eliminando elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza.

Per effettuare la normalizzazione del reddito, è necessario considerare vari elementi, come componenti straordinari di reddito non legati alla gestione caratteristica dell'azienda, costi latenti e qualsiasi altro elemento che potrebbe influenzare la significatività del REI.

Ad esempio, i contratti di leasing in corso potrebbero influenzare il reddito corrente ma potrebbero non essere rappresentativi del reddito futuro dell'azienda. Pertanto, è essenziale considerare tali elementi e apportare gli adeguamenti necessari per ottenere un Risultato Economico Integrato (REI) più accurato.

Al fine di fornire chiarezza sulla procedura da seguire, si illustra di seguito la procedura di calcolo per la normalizzazione del reddito:

Reddito lordo dell'esercizio
Normalizzazione dei componenti straordinari
+ oneri straordinari
+/- valor medio componenti straordinari
Inserimento costi latenti
- remunerazione manageriale
- fitti figurativi
- Interessi di computo
Altri correttivi per la normalizzazione
+/- normalizzazione di componenti di reddito estranei alla gestione
+/- per canoni di leasing
...
REDDITO LORDO NORMALIZZATO
Correttivi fiscali
REDDITO NETTO NORMALIZZATO

Il "Reddito prima delle imposte" è il punto di partenza del processo di normalizzazione. Si utilizza il reddito lordo anziché il reddito netto perché le imposte verranno ricalcolate dopo la normalizzazione.

I componenti straordinari di reddito sono quei valori che rientrano nella macrovoce E) del Conto Economico. Questi includono:

- Plusvalenze e minusvalenze straordinarie, come la vendita di beni non strumentali;
- Oneri straordinari, come le sanzioni imposte dal fisco;
- Sopravvenienze straordinarie, come i rimborsi da assicurazioni.

La normalizzazione non consiste nell'eliminare i componenti straordinari, ma nel sostituirli con valori medi basati sul trend storico. Questo avviene per evitare che alcuni esercizi abbiano risultati esagerati o depressi a causa di eventi straordinari.

È necessario stimare i costi latenti dell'azienda, come:

- Stipendio direzionale: riferendosi alla mancata o inadeguata retribuzione dell'imprenditore o manager.
- Fitti figurativi: in relazione ai ricavi che si sarebbero ottenuti se gli immobili fossero stati dati in locazione.
- Interessi di computo: dati dal guadagno che si sarebbe ottenuto investendo il capitale in un'altra attività.

Per quanto concerne gli altri correttivi per la normalizzazione, tra queste rientrano varie tipologie di valori che devono essere considerate nella normalizzazione del reddito. Limitandoci alle principali, possiamo citare:

- Eliminazione di componenti estranei alla gestione: riguarda i beni considerati "estranei" all'attività tipica dell'azienda e/o eventi che non sono riconducibili alla gestione caratteristica. In questo caso, la normalizzazione prevede la sostituzione di tali elementi con un valore medio, rappresentato dal flusso di reddito generato in condizioni normali di mercato.
- Gestione dei contratti di leasing: quando tali contratti vengono contabilizzati con il metodo patrimoniale, anziché con il metodo finanziario, si rende necessaria una rettifica in sede di normalizzazione del reddito.
- Elementi valutati o congetturati in bilancio: comprende ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti a fondi rischi-oneri futuri.

Dopo aver determinato tutte le precedenti rettifiche di normalizzazione, è necessario correggere il carico fiscale. Le imposte pagate in un esercizio non coincidono mai con le imposte effettivamente maturate, poiché le norme tributarie prevedono la possibilità di determinare imposte anticipate e/o differite. La rettifica finale riguarda, quindi, l'adeguamento del carico tributario effettivo dell'esercizio.

Orizzonte temporale:

Un ulteriore aspetto fondamentale da valutare quando si utilizza il metodo reddituale è se adottare un orizzonte temporale limitato o illimitato.

Ora, è opportuno esaminare quale delle due formule sia più appropriata da utilizzare e in quali circostanze.

La teoria aziendale e, in misura minore, la prassi professionale, tendono a preferire l'utilizzo della formula della rendita perpetua, e quindi a considerare un orizzonte temporale illimitato. Ciò è motivato da ragioni economiche e matematiche.

Le ragioni economiche derivano dalla considerazione che un'azienda è un'istituzione destinata a perdurare nel tempo. Il legislatore stesso, all'art. 2423-bis C.c., prevede il principio di continuità aziendale, sottolineando la necessità di considerare un orizzonte temporale illimitato.

Le ragioni di carattere matematico dimostrano che, per un numero sufficientemente elevato di anni "n" (ad esempio, 25-30 anni, a seconda del tasso applicato), la differenza tra i risultati delle due formule diventa trascurabile.

Tuttavia, in alcune circostanze, può essere necessario adottare un orizzonte temporale limitato (comunque non inferiore a cinque anni). Questo si verifica quando, considerando il ciclo di vita dei prodotti, le tecnologie disponibili e il settore di riferimento, sia ragionevole presumere che l'azienda cesserà di esistere entro un determinato numero di anni (il quale diventerebbe il valore di "n" da considerare). Un esempio di questa situazione potrebbe riguardare società create per svolgere un progetto specifico e destinate a sciogliersi una volta completato il progetto (ad esempio, società/cantiere costituite per la costruzione di una tratta ad alta velocità).

Le società Fintech, essendo attive in un settore caratterizzato da rapida evoluzione tecnologica e dinamiche di mercato mutevoli, hanno spesso piani strategici e obiettivi di crescita a lungo termine. Considerando un orizzonte temporale più esteso nella valutazione, è possibile riflettere meglio la visione a lungo termine dell'azienda, inclusi i potenziali benefici derivanti dalla crescita sostenuta nel tempo.

Inoltre, l'industria Fintech è spesso guidata dall'innovazione e dall'introduzione di nuove tecnologie. Di conseguenza, l'impatto di tali innovazioni può manifestarsi gradualmente nel tempo, rendendo un orizzonte temporale lungo più idoneo per catturare appieno gli effetti delle strategie aziendali a lungo termine e delle tendenze del settore.

L'orizzonte temporale lungo offre anche una maggiore stabilità nelle valutazioni e riduce l'impatto di fluttuazioni a breve termine o situazioni contingenti che potrebbero influenzare il valore aziendale.

Il Tasso di attualizzazione:

Il tasso di attualizzazione rappresenta l'ultimo elemento cruciale nell'applicazione del metodo reddituale e la sua determinazione è complessa, poiché coinvolge diverse variabili. Al riguardo, si possono fare le seguenti considerazioni:

- Il tasso di attualizzazione permette di attualizzare i flussi economici futuri stimati. Un tasso maggiore si tradurrà in un valore attuale dei flussi inferiore. In situazioni di incertezza sui redditi futuri, è opportuno utilizzare un tasso più elevato per ridurre l'incidenza dei flussi più lontani nel tempo e, quindi, più incerti.
- Il tasso di attualizzazione deve riflettere il rischio dell'impresa, ovvero la possibilità che i redditi futuri stimati non vengano effettivamente realizzati. Maggiore è il rischio, maggiore deve essere il tasso scelto.
- Esso deve sintetizzare l'andamento del mercato in cui l'azienda opera, includendo i principali indici di redditività settoriale.
- Per essere effettivamente reale e non solo monetario, il tasso deve essere corretto dell'effetto dell'inflazione. In periodi di forte aumento dei prezzi, sarà necessario aggiungere un maggiore spread per compensare tale fenomeno.

Il tasso di attualizzazione viene dunque utilizzato nella valutazione aziendale per convertire i flussi di cassa futuri in un valore attuale. Il suo scopo è quello di stimare il valore di un'azienda in base al suo potenziale di generare reddito.

Esistono due criteri principali per determinare il tasso di attualizzazione:

- Criterio del tasso opportunità: questo criterio assume il punto di vista dell'investitore. Il tasso di attualizzazione è determinato dal rendimento di investimenti alternativi con lo stesso grado di rischio dell'azienda in valutazione. In questo modo, l'investitore è disposto a investire in un'azienda solo se il suo rendimento potenziale è superiore al rendimento degli investimenti alternativi.
- Criterio del costo del capitale: questo criterio assume il punto di vista dell'azienda. Il tasso di attualizzazione è determinato dal costo del capitale proprio o dal costo medio ponderato dei capitali impiegati nell'azienda. In questo modo, l'azienda è disposta a investire in un progetto solo se il suo rendimento potenziale è superiore al costo del capitale.

Nel presente capitolo, ci concentreremo esclusivamente sul criterio del tasso opportunità, lasciando il secondo criterio per una trattazione successiva sul metodo finanziario, dove originariamente è stato sviluppato.

La teoria aziendale identifica generalmente tre componenti fondamentali del tasso opportunità (o tasso equivalente), come indicato nella formula seguente:

$$i = r_f + r + l$$

Dove:

i = tasso di attualizzazione del reddito medio prospettico

r_f = tasso di rendimento di investimenti alternativi con rischio nullo, ovvero la remunerazione del capitale ottenuto in prestito

r = premio di rischio legato all'azienda di non conseguire i redditi presunti futuri

l = correzione della minor liquidità dell'investimento nel capitale dell'azienda rispetto ad investimenti alternativi.

La componente " r_f " rappresenta il tasso di rendimento interno (TIR) di un investimento a rischio zero, ossia il tasso di remunerazione di un capitale prestatato con restituzione praticamente certa. Spesso, viene approssimato con il tasso di rendimento dei titoli di stato (ad esempio, BTP per un periodo medio-lungo o BOT per un periodo massimo di 12 mesi).

La componente " r " è di difficile determinazione oggettiva e suscettibile di critica per quanto riguarda la quantificazione. Essa esprime il premio di rischio legato all'azienda in valutazione, considerando tutte le variabili della gestione che possono influenzare il grado di rischio aziendale. La stima di questa componente richiede un'accurata giustificazione delle scelte fatte per la sua individuazione, avvalendosi di fonti autorevoli.

Infine, la componente " l " tiene conto del fatto che i titoli di stato, il cui rendimento è utilizzato nella componente " r_f ", hanno generalmente una maggiore liquidità rispetto al capitale investito nell'azienda. Pertanto, si deve ulteriormente aumentare il tasso di attualizzazione per considerare il periodo di tempo richiesto per la liquidità dell'investimento nel capitale dell'azienda.

Restando focalizzati sul settore Fintech, è intuibile come il problema cruciale riguarda ora la stima dei flussi reddituali futuri, che possono essere determinati tramite diverse metodologie.

Un primo approccio consiste nell'analizzare i risultati medi storici dell'azienda, calcolando la media dei flussi reddituali degli ultimi 3-5 anni e presumendo che tali risultati si ripeteranno anche in futuro. Tuttavia, questo metodo può risultare limitato per le start-up fintech, poiché spesso non dispongono di un sufficiente storico di risultati passati.

Un secondo approccio riguarda l'analisi dei risultati medi del mercato di riferimento, prendendo in considerazione i dati di competitor o di mercati in cui la start-up si propone di operare. Tuttavia, questa metodologia può essere applicabile solo a start-up che operano in settori consolidati e maturi, dove i dati di settore sono facilmente reperibili.

Un terzo approccio si basa sulla previsione dei risultati futuri programmati dall'azienda, utilizzando business plan e piani pluriennali. Questo metodo può essere applicato alle start-up che presentano una strategia ben definita e piani di sviluppo chiari.

Infine, è importante tenere presente che il metodo reddituale, con le sue diverse definizioni, considera i valori di bilancio, anche se rettificati e normalizzati, prescindendo dalla loro manifestazione finanziaria. Pertanto, è un metodo utilizzabile in situazioni di stato stazionario, dove è relativamente semplice prevedere l'andamento futuro del reddito sulla base di contratti predefiniti. È evidente come tale metodo può risultare difficile da applicare nel caso di start-up fintech, poiché queste si trovano spesso in una fase di avvio caratterizzata da incertezze e difficoltà nella previsione dei flussi futuri.

3.3.3. Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale:

I metodi misti cercano di conciliare gli aspetti patrimoniali e reddituali nella valutazione delle aziende. Introducendo elementi di oggettività e verificabilità, considerano sia il valore patrimoniale sia la capacità dell'azienda di generare profitti, fondamentali per la determinazione del capitale economico.

Nell'applicazione dei metodi misti, si apporta una "correzione reddituale" al valore ottenuto tramite i metodi patrimoniali. Questa correzione tiene conto della capacità dell'azienda oggetto di stima di generare profitti sufficienti a remunerare adeguatamente il capitale investito. Il confronto tra la redditività prospettica e una redditività giudicata "soddisfacente" per l'azienda consente di quantificare un goodwill (o badwill) da aggiungere (o sottrarre) dal patrimonio netto rettificato.

Questo metodo di valutazione è stato formulato e raccomandato dall'Union Europeenne des Expertes Comptables Economicques et Financiers (UEC) fin dal 1961, da cui deriva il nome "metodo UEC". Il metodo si concentra sulla stima autonoma del goodwill (o badwill) aziendale.

L'approccio fondamentale di questa metodologia si basa sulla capacità dell'azienda di generare un sovrarreddito rispetto al rendimento medio del settore di riferimento. Se l'azienda è in grado di remunerare il capitale investito meglio dei suoi concorrenti, il valore dell'avviamento aziendale e, di conseguenza, dell'azienda stessa, sarà maggiore.

Questo metodo di valutazione è comunemente utilizzato per valutare le piccole e medie imprese, poiché tiene conto sia degli aspetti patrimoniali che di quelli reddituali.

I metodi misti, sebbene creati per risolvere le limitazioni dei metodi patrimoniali e reddituali, presentano comunque alcune criticità. Essi possono risentire della soggettività e dell'incertezza proprie dei metodi reddituali, nonché della mancanza di razionalità e scientificità tipiche dei metodi patrimoniali. In particolare, la "correzione reddituale" introdotta da questi metodi potrebbe non essere sufficiente per valutare in modo completo la capacità dell'azienda di generare flussi di reddito stabili a disposizione degli azionisti.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale è stato ampiamente adottato nella pratica professionale dell'Europa continentale per molti anni. Questo approccio combina i vantaggi delle due metodologie di valutazione, compensando le loro rispettive limitazioni.

Nella valutazione dell'azienda, il metodo misto considera sia gli aspetti tangibili che intangibili dell'azienda, che spesso vengono trascurati dai metodi basati solo sul reddito, e la futura capacità dell'azienda di generare reddito, che viene ignorata dai metodi puramente patrimoniali.

Le principali applicazioni del metodo misto patrimoniale-reddituale sono:

1. Verifica delle stime effettuate con il metodo patrimoniale, utilizzando un approccio reddituale.
2. Rivalutazione controllata dei beni ammortizzabili per aziende industriali.
3. Valutazione di aziende in perdita.
4. Valutazione del badwill.

Nella prima applicazione, il metodo misto viene utilizzato per valutare aziende o rami di aziende che vengono incorporati in una società. In questa situazione, il valutatore calcola un reddito medio normale atteso e lo confronta con il capitale netto rettificato per calcolare il tasso prospettico di rendimento (R/K). Se il tasso di rendimento prospettico non coincide con il costo del capitale proprio (K_e), viene rilevata la presenza di un goodwill ($R/K > K_e$) o di un badwill ($R/K < K_e$), e il loro importo viene stimato utilizzando la formula del metodo misto.⁹³

Nella seconda applicazione, il metodo misto è utilizzato come modello di rivalutazione controllata dei beni ammortizzabili delle aziende industriali. Questo procedimento coinvolge il calcolo del costo di sostituzione o riproduzione del bene al netto del deterioramento e dell'obsolescenza. Successivamente, il valutatore verifica se l'azienda sarà in grado di affrontare i maggiori ammortamenti derivanti dalla rivalutazione del bene e remunerare adeguatamente il capitale investito con le sue future capacità di reddito. In base a questa verifica, il valutatore può procedere con l'intera rivalutazione, solo una parte o nessuna rivalutazione del bene.

⁹³ legacyshop.wiki.it/documenti/00202102_est.pdf

Per le ultime due modalità di applicazione, ovvero la valutazione di aziende in perdita e la stima del badwill, si fa riferimento al capitolo sul metodo patrimoniale.

Una versione rigorosa e ampiamente utilizzata del metodo misto prevede la stima autonoma del goodwill, che può essere effettuata utilizzando tre diverse formule: a) attualizzazione limitata del reddito differenziale medio, b) attualizzazione dei redditi differenziali analitici per n anni, c) capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio. La formula più nota, oggetto di ulteriori approfondimenti, è quella con attualizzazione limitata del reddito differenziale medio (o sovrareddito medio).

Secondo questa formula, il valore dell'azienda (W) è espresso come segue:

$$W = K + a_{n-i'}(R - i''K)$$

Dove:

K = capitale netto rettificato (a valori correnti)

$a_{n-i'}$ = simbolo finanziario per il valore attuale di una rendita con durata definita

i' = tasso di attualizzazione del reddito differenziale

R = reddito medio normale atteso

i'' = costo del capitale (Ke)

Il capitale netto rettificato (K) viene aumentato aggiungendo il valore del goodwill, che rappresenta il reddito differenziale medio atteso per un periodo di n anni attualizzato. Questo valore del goodwill è la differenza tra il reddito medio normale atteso e il costo del capitale proprio (Ke) sul capitale investito.

Il capitolo sul metodo patrimoniale fornisce ulteriori dettagli sulla determinazione del capitale netto rettificato (K) e le operazioni di normalizzazione e integrazione del reddito necessarie per calcolare il reddito medio normale atteso (R).

Per la stima del costo del capitale proprio (Ke), si utilizza il CAPM che verrà analizzato nel dettaglio successivamente.

Gli ultimi parametri della formula riguardano la durata (n) e il tasso di attualizzazione del reddito differenziale (i'). Solitamente, la pratica prevede un orizzonte temporale di 3-5 anni, ma può essere esteso fino a 10 anni per aziende altamente redditizie e stabili. Per il tasso di attualizzazione del reddito differenziale (i'), ci si riferisce tipicamente al tasso di rendimento di un investimento privo di rischio o alla somma del tasso senza rischio e del premio per il rischio azionario, moltiplicato per il coefficiente beta. La scelta tra le due alternative dipende dal segno del reddito differenziale:

per redditi differenziali negativi, si adotta solitamente il tasso di rendimento privo di rischio, mentre per redditi differenziali positivi, si preferisce il tasso composto.

Una versione alternativa della formula separa l'indicazione degli intangibili:

$$W = K + BI + a_{n-i'}(R - i''K)$$

Dove:

BI = valore degli intangibili

R = reddito medio normale atteso al netto del costo di privazione dell'intangibile

Questa versione può essere utilizzata quando gli intangibili hanno valori significativi, rendendo difficile stimare il reddito medio normale atteso, inclusivo di questa componente. Tuttavia, la difficoltà di questa formula consiste nel determinare il valore del costo di privazione dell'intangibile, che deve essere sottratto al reddito medio normale atteso. Per affrontare questa problematica, si suggerisce di fare riferimento a parametri di mercato.

Infine, il metodo misto patrimoniale-reddituale può essere applicato anche alle valutazioni asset side. In questo caso, i parametri della formula sono i seguenti:

$$W' = C_0 + a_{n-i'}(R(1 - t) - i''C_0) - D$$

Dove:

W' = valore dell'azienda secondo l'approccio asset side

C₀ = capitale operativo (capitale fisso + capitale circolante netto commerciale) espresso a valori correnti

R_o * (1 - t) = reddito operativo medio normale atteso al netto delle imposte (t = tasso di imposizione)

D = indebitamento finanziario netto stimato sulla base dei valori di mercato dei debiti

i' = tasso di attualizzazione del reddito differenziale

i'' = WACC

n = numero di anni dell'orizzonte temporale di analisi

a_n = simbolo finanziario per il valore attuale di una rendita con durata definita

L'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale nelle valutazioni asset side considera la componente operativa dell'azienda, il costo dell'indebitamento finanziario e il rendimento atteso attualizzato.

Tuttavia, anche il metodo misto patrimoniale-reddituale presenta alcune limitazioni quando applicato al settore fintech. Ecco alcune delle limitazioni da tenere in considerazione:

- Valutazione degli intangibili: Nel settore fintech, gli intangibili spesso svolgono un ruolo fondamentale nel creare valore per l'azienda. Questi possono includere la tecnologia, i brevetti, i diritti di proprietà intellettuale e la base di clienti. Tuttavia, la stima del valore di questi intangibili può essere complessa, poiché potrebbe essere difficile trovare parametri di mercato adeguati a calcolarli con precisione.
- Volatilità dei flussi di reddito: Le aziende fintech possono essere soggette a fluttuazioni significative nei flussi di reddito a causa dell'innovazione rapida e dei cambiamenti nelle normative e nelle tecnologie. Ciò rende la previsione dei futuri flussi di reddito più incerta, influenzando la precisione della valutazione basata sull'approccio reddituale.
- Rischio e incertezza: Il settore fintech è caratterizzato da un elevato livello di incertezza e rischio, specialmente per le aziende emergenti o innovative. Il metodo misto potrebbe non tener conto completamente di questi fattori e potrebbe sottostimare o sovrastimare il valore dell'azienda fintech.
- Aspetti regolatori: Le normative e i regolamenti nel settore fintech possono variare notevolmente a seconda del paese o della giurisdizione in cui opera l'azienda. Queste considerazioni regolatorie possono avere un impatto significativo sulla capacità dell'azienda di generare reddito e sulla valutazione complessiva.
- Innovazione e sviluppo tecnologico: Le aziende fintech spesso dipendono da innovazioni tecnologiche e possono essere soggette a un ambiente competitivo e in rapida evoluzione. Il metodo misto potrebbe non riflettere completamente il valore delle tecnologie emergenti e dei vantaggi competitivi dell'azienda fintech.
- Fonti di finanziamento: Le startup fintech possono dipendere fortemente da finanziamenti esterni per il loro sviluppo e la loro crescita. La valutazione potrebbe essere influenzata dalla disponibilità di finanziamenti e dalle relative condizioni di mercato.

Per superare queste limitazioni, nella valutazione delle startup fintech potrebbe essere necessario considerare metodi di valutazione alternativi o complementari, come l'approccio dei flussi di cassa scontati, che vedremo in dettaglio nel paragrafo successivo, che prende in considerazione in modo più specifico i flussi di cassa futuri e le peculiarità del settore.

3.3.4. Il Metodo Finanziario

Il metodo finanziario per la valutazione aziendale si basa sul principio che il valore di mercato di un'azienda sia rappresentato dal valore attuale dei flussi di cassa che si prevede possa generare nel tempo. Nell'applicazione di questo metodo, è fondamentale determinare con precisione l'entità di tali flussi e garantire la coerenza dei tassi di sconto utilizzati.

Secondo la dottrina, soprattutto di origine anglosassone, il metodo finanziario è considerato l'approccio "ideale" per la valutazione del valore di mercato, specialmente per periodi limitati.

Questo metodo è particolarmente rilevante in situazioni in cui è necessario valutare singoli investimenti o aziende con flussi di cassa significativi. Tuttavia, la stima affidabile dei flussi di cassa per periodi più lunghi risulta spesso difficile, soprattutto in caso di startup innovative e società fintech.

Il Discounted Cash Flow (DCF), conosciuto anche come metodo dei flussi di cassa scontati, è uno dei principali metodi utilizzati per valutare un'azienda e si adatta particolarmente alla valutazione delle singole aree di business all'interno dell'impresa, basandosi sulla valutazione dei flussi di cassa generati.⁹⁴ Esso fa parte dei cosiddetti “metodi assoluti” e viene spesso abbinato ad una seconda valutazione effettuata con un metodo basato sui multipli di mercato, che vedremo in seguito. Mediante il metodo DCF, viene determinato il valore attualizzato dei flussi di cassa previsti per una specifica attività, collegando il valore aziendale alla capacità di generare flussi di cassa in linea con le aspettative degli investitori.⁹⁵

Tale metodo offre una valutazione fondamentale dell'azienda, consentendo agli investitori di prendere decisioni informate in merito agli investimenti. Tuttavia, è essenziale effettuare un'attenta analisi dei flussi di cassa previsti e garantire l'adeguatezza dei tassi di sconto utilizzati per ottenere stime accurate e affidabili del valore aziendale. È importante notare che tale metodologia può essere applicata solo a società Fintech consolidate, con modelli di business definiti e basati sulla stabilità dei ricavi attesi.

Questo metodo si basa sull'attualizzazione delle previsioni di redditività dell'azienda, che nelle prime fasi di una start-up, soprattutto nella fase iniziale, risultano estremamente incerte e aleatorie. Inoltre, con l'applicazione del metodo DCF, il terminal value, che rappresenta l'attualizzazione a più lungo termine e quindi soggetta a maggiore incertezza, costituisce normalmente una quota significativa, compresa tra il 65% e il 80%, del valore complessivo risultante dal metodo DCF.

⁹⁴ Damodaran, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 4th ed. John Wiley & Sons, 2018.

⁹⁵<https://www.headvisor.it/dcfdiscountedcashflow>

Questi fattori devono essere necessariamente presi in considerazione quando si valuta una start-up utilizzando il metodo dei flussi di cassa scontati. Le previsioni finanziarie e le stime dei flussi di cassa devono essere effettuate con la massima accuratezza possibile, considerando tutte le variabili che possono influenzare il business. Inoltre, è necessario essere consapevoli dell'alta incertezza associata alle proiezioni future, soprattutto nelle fasi iniziali del percorso di sviluppo di una società. La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati dipende soprattutto da tre elementi fondamentali:

- l'entità del flusso di cassa, rappresentato dall'importo dei ricavi netti generati dall'azienda nel corso del tempo. Questo flusso di cassa può essere influenzato da vari fattori, come la crescita delle vendite, i costi operativi, gli investimenti in attività di sviluppo e il livello di indebitamento dell'azienda.
- la distribuzione nel tempo dei flussi di cassa, essenziale per comprendere quando tali flussi saranno effettivamente generati. La valutazione tiene conto del fatto che i flussi di cassa futuri potrebbero essere diversi da quelli attuali e, quindi, deve considerare la pianificazione e le previsioni per stimare la distribuzione temporale dei flussi.
- il tasso di attualizzazione, utilizzato per portare a valore presente i flussi di cassa futuri, considerando il valore del denaro nel tempo e i rischi associati agli investimenti. Il tasso di attualizzazione tiene conto del rendimento richiesto dagli investitori per compensare il rischio e l'opportunità di investire in alternative simili.

Il metodo DCF si basa sulla valutazione dei flussi di cassa futuri prevalentemente in un'ottica "asset side", stimando il valore dell'impresa (Enterprise Value) sulla base alle prospettive della sua attività operativa. Il valore dell'Equity, invece, si ottiene sottraendo dal valore dell'azienda il valore attuale del debito finanziario netto (posizione finanziaria netta, PFN). La formula per il calcolo dell'Enterprise Value (EV) è la seguente:

$$EV = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+i)^t} + \frac{TV_T}{(1+i)^t}$$

Dove:

EV = valore dell'attivo industriale della società (Enterprise Value)

FCF_t = flusso di cassa disponibile per azionisti e finanziatori (free cash flow)

i = tasso di attualizzazione dei flussi di cassa (es. WACC)

T= numero di anni di forecast esplicito dei flussi di cassa

TV = valore Residuo della Società (Terminal Value)

La formula precedente presenta due componenti separate e viene denominata "a due stadi", poiché il valore dell'Enterprise Value è così composto da due distinti elementi:

- il Valore attuale dei flussi di cassa prospettici relativi al periodo di sviluppo delle previsioni di cash flow, solitamente compreso tra 3 e 5 anni di budget o di business plan.
- il Terminal Value, che rappresenta il valore dell'impresa stimato dopo un certo orizzonte temporale, a partire dal quale ci si aspetta che la crescita dei cash flow generati si stabilizzi, oppure, convenzionalmente, dopo un periodo di 5,6 anni.

Entrambe le componenti della formula, sia quella relativa ai flussi di cassa nel periodo di sviluppo che quella del Terminal Value, scontano i flussi di cassa utilizzando un tasso di attualizzazione. Ora procediamo a esaminare separatamente i vari aspetti della valutazione, con particolare attenzione alle peculiarità esistenti per le startup fintech:⁹⁶

- 1) La scelta dell'approccio di valutazione: "asset side" o "equity side".
- 2) La determinazione dei flussi di cassa: "levered" o "unlevered", a seconda dell'uso dell'approccio "asset side" o "equity side".
- 3) Indicazioni e commenti riguardo al Terminal Value, ovvero il valore attuale dei flussi di cassa a lungo termine. Questo aspetto è di particolare rilevanza anche per le start-up, poiché le previsioni a lungo termine possono essere soggette a maggiori incertezze, soprattutto in fasi iniziali di sviluppo.
- 4) La definizione del tasso di attualizzazione utilizzato per scontare i flussi di cassa futuri.

1) Scelta dell'approccio Asset side o Equity side

La scelta principale da effettuare quando si utilizza il metodo DCF per valutare un'azienda riguarda l'adozione della prospettiva "Asset side" o "Equity side".

Prima di tutto è fondamentale effettuare una principale distinzione tra i flussi di cassa operativi (unlevered) e i flussi di cassa netti per gli azionisti (levered), confrontando gli ultimi due stati patrimoniali e il conto economico dell'ultimo anno.

- I flussi di cassa "*unlevered*" rappresentano i flussi di cassa generati da un'azienda senza tener conto del suo livello di indebitamento, ovvero considerando l'azienda come se fosse finanziata esclusivamente con capitale proprio. Questa misura è utile per confrontare le performance operative di diverse società o per valutare l'attrattiva di un investimento indipendentemente dalla struttura finanziaria.

⁹⁶ www.angelofiori.it/wp-content/uploads/2018/10/AF_Valutazione-start-up.pdf

- I flussi di cassa “*levered*”, invece, tengono conto del livello di indebitamento dell'azienda. Questi flussi di cassa rappresentano i flussi di cassa disponibili per gli azionisti dopo aver soddisfatto gli interessi sul debito e le spese di finanziamento. I flussi di cassa *levered* riflettono quindi l'effetto dell'indebitamento sulla società e possono essere utilizzati per valutare la capacità di un'azienda di generare flussi di cassa disponibili per i suoi azionisti, tenendo conto degli obblighi finanziari.

Nella prospettiva "Asset side", la valutazione stima indirettamente il valore dell'Equity, iniziando con la valutazione del capitale operativo dell'azienda (EV) e sottraendo da esso la posizione finanziaria netta. Questo approccio, noto anche come "Unlevered DCF", mira a stimare il capitale investito nell'impresa in modo indipendente dalle sue fonti di finanziamento. I flussi finanziari considerati in questa prospettiva sono rappresentati dai flussi di cassa *unlevered* disponibili per tutti i finanziatori dell'impresa. Questi flussi sono dunque noti come "Free Cash Flow" (FCF) o "Unlevered Cash Flow", e il tasso di attualizzazione dei flussi è il costo medio ponderato del capitale (WACC, Weighted Average Cost of Capital)⁹⁷.

Dall' *enterprise value* ottenuto deve essere dedotto il valore dell'indebitamento per giungere al valore ottenuto tramite i flussi di cassa netti per gli azionisti (*equity value*), tenendo conto del servizio del debito.

Dall'altra parte, con la prospettiva "Equity side", la valutazione stima direttamente il valore dell'Equity. Questo approccio, chiamato "Levered DCF", si concentra sui flussi finanziari che spettano unicamente agli azionisti, noti come "Free Cash Flow to Equity" o "Levered Cash Flow". L'attualizzazione dei flussi di cassa netti (*levered*) avviene invece utilizzando il costo del capitale proprio (K_e)⁹⁸, il quale è determinato attraverso il metodo CAPM (Capital Asset Pricing Model), che esamineremo dettagliatamente in seguito.

In teoria, i due approcci dovrebbero fornire risultati uguali, ma nella pratica possono differire a causa dei molteplici parametri utilizzati nei calcoli. Con una corretta selezione dei parametri e un'attenta analisi, la differenza tra i due metodi può essere mantenuta in termini ragionevoli.

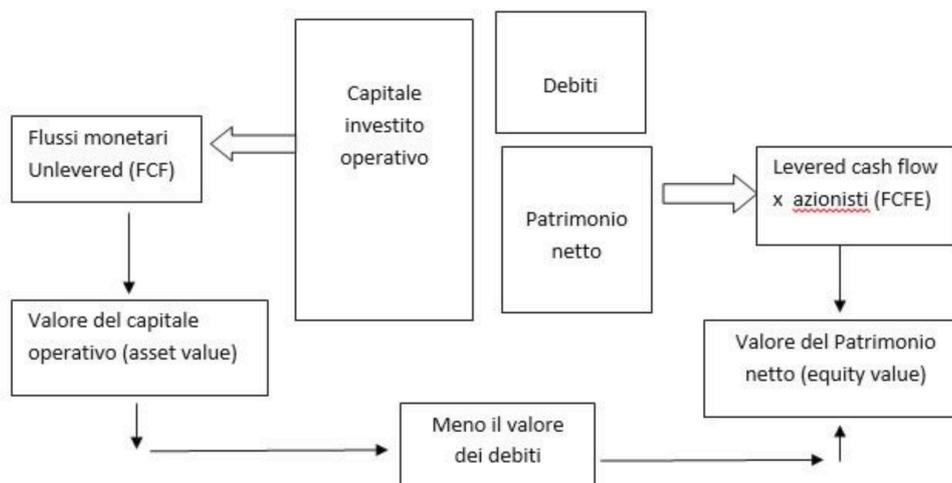
La scelta tra "Asset side" e "Equity side" dipende dall'obiettivo della valutazione e dalla disponibilità dei dati finanziari dell'azienda. Entrambi gli approcci hanno le loro specifiche

⁹⁷Il costo medio ponderato del capitale o Wacc (Weighted Average Cost of Capital) rappresenta il rendimento medio richiesto dai soggetti che intendono finanziare l'impresa (azionisti e terzi finanziatori). In formule, si ha:

$$Wacc = K_e \frac{E}{D + E} + K_d(1 - t) \frac{D}{D + E}$$

⁹⁸ Il costo del capitale proprio rappresenta il tasso di rendimento minimo che una società deve offrire ai propri azionisti al fine di remunerare i fondi da questi ricevuti, e in formule corrisponde, utilizzando il Capital Asset Pricing Model a: $K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$

applicazioni e possono fornire una visione completa della valutazione aziendale, a seconda delle esigenze e delle circostanze.



Fonte: La prospettiva di valutazione d'azienda. Approccio "asset side" o "equity side"?⁹⁹

In formule, una volta calcolato il valore attuale dei flussi di cassa, il valore economico W dell'azienda può essere determinato attraverso i seguenti metodi:

- "unlevered cash flow method": $W = \sum \frac{Cf_0}{Wacc} + TV - D$

- "levered cash flow method": $W = \sum \frac{Cf_0}{Ke} + TV$

dove:

- $\sum Cf/Wacc$ = valore attuale dei flussi di cassa operativi;
- $\sum Cf_0/Ke$ = valore attuale dei flussi di cassa netti;
- TV = valore attuale del valore residuo (terminal value);
- D = posizione finanziaria netta (debiti finanziari - liquidità - crediti finanziari a breve).

Ricapitolando, la differenza principali tra i due metodi "Unlevered DCF" e "Levered DCF" risiede dunque nella modalità di determinazione del valore del capitale operativo.

Nel metodo Unlevered DCF, il valore del capitale operativo viene calcolato direttamente, mentre il valore del capitale netto dell'azienda viene ottenuto sottraendo dall'importo del capitale operativo l'indebitamento finanziario e gli eventuali assets. D'altra parte, il metodo Levered DCF, basato sul flusso netto spettante agli azionisti, consente di determinare direttamente il valore del capitale netto. Tuttavia, entrambe le varianti del metodo porteranno allo stesso risultato se la dinamica del rapporto di indebitamento è correttamente riflessa nei tassi utilizzati per lo sconto dei flussi.¹⁰⁰

⁹⁹ <https://www.angelofiori.it/la-prospettiva-di-valutazione-dazienda-approccio-asset-side-o-equity-side/>

¹⁰⁰ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>

Nella valutazione di una startup fintech, la scelta tra i due approcci, Asset side ed Equity side, non presenta particolari differenze rispetto ad un'azienda già consolidata. In generale, per le aziende in fase di crescita, incluse le startup, l'approccio Asset side risulta spesso preferibile, in quanto riuscire a separare il valore dell'azienda dal valore dell'indebitamento può risultare estremamente utile e significativo.

2) Determinazione dei flussi di cassa

La determinazione dei flussi di cassa futuri avviene attraverso la stima di diverse grandezze, tra cui il tasso di crescita delle vendite, i margini reddituali, gli investimenti necessari per la crescita aziendale e le variazioni del capitale circolante. Questi elementi sono cruciali per prevedere i flussi di cassa che l'azienda genererà in futuro e, quindi, per valutarne il valore.

È importante sottolineare che la valutazione basata sul DCF richiede una solida analisi delle prospettive future dell'azienda, nonché una valutazione accurata dei flussi di cassa e dei tassi di sconto utilizzati. I dati e le proiezioni utilizzate per stimare i flussi futuri devono essere basati su una valutazione realistica delle prestazioni aziendali, considerando fattori interni ed esterni che potrebbero influenzare il business.

In questa sezione ci focalizziamo sulle sfide riguardanti la definizione e la determinazione dei flussi di cassa prospettici per la valutazione aziendale utilizzando il metodo DCF. Di solito, potremmo basarci su previsioni di flussi di cassa fornite dal management delle aziende da valutare, ma è essenziale comprendere il processo di formazione di tali previsioni e condurre un'attenta analisi critica, richiedendo la documentazione necessaria in caso di informazioni mancanti o incomplete. Il punto di partenza per la stima dei flussi di cassa futuri è generalmente l'analisi della performance storica al fine di identificare i driver chiave del valore e provare a prevedere come si evolveranno in futuro.¹⁰¹

Va considerato che le previsioni di Conto Economico e Cash flow vengono spesso realizzate con un certo grado di ottimismo da parte delle aziende. Le variabili chiave da osservare includono: ricavi, margine operativo lordo (EBITDA), margine operativo netto (EBIT), andamento del capitale circolante netto (CCN) e flussi di cassa (FCF).

È importante sottolineare nuovamente la sfida dell'assenza di dati storici significativi, che rende le previsioni future per le startup fintech estremamente incerte.

Dal punto di vista tecnico, la misura delle future performance è rappresentata dal Cash flow, meglio noto come Unlevered Free cash flow o semplicemente Free cash flow (FCF) nella terminologia

¹⁰¹ Guatri L., Bini M., "I moltiplicatori nella valutazione delle aziende", Università Bocconi Editore, 2022

anglosassone, che indica il flusso di cassa disponibile per azionisti e finanziatori (valutazione asset side). Questo valore rappresenta il flusso di cassa disponibile per tutti coloro che hanno investito capitale nell'azienda, sia azionisti che finanziatori.

Per calcolare il Free cash flow, si parte dall'EBITDA e si sottraggono le imposte previste. Successivamente, si correggono gli importi relativi a costi non monetari (ammortamenti e fondi) e si considera la variazione del capitale circolante netto (CCN). In seguito, si sottraggono gli investimenti necessari per supportare lo sviluppo dell'azienda (Capex). Il risultato finale rappresenta il Free cash flow.

Questo calcolo accurato del Free cash flow è cruciale per una valutazione affidabile e completa dell'azienda, soprattutto quando si tratta di start-up che presentano una maggiore incertezza riguardo alle future performance finanziarie.

Il processo di valutazione mediante attualizzazione dei flussi di cassa si basa sul principio fondamentale di determinare con precisione tali flussi e garantire la loro coerenza con i tassi di attualizzazione. Come già accennato in precedenza, esistono due opzioni possibili:¹⁰²

- Flussi di cassa disponibili per gli azionisti (*flussi levered*) attualizzati utilizzando il CAPM (Capital Asset Pricing Model).
- Flussi di cassa disponibili per azionisti e creditori (*flussi unlevered*) attualizzati utilizzando il WACC (Weighted Average Cost of Capital).

Nell'ambito della valutazione di un'azienda, quando l'obiettivo è determinare il valore dell'equity, ovvero una valutazione equity side, è necessario utilizzare il FCFE (Free Cash Flow to Equity) come input corretto nella formula, che rappresenta il flusso di cassa disponibile per gli azionisti dopo aver pagato gli interessi passivi sui debiti, ed è accompagnato da un tasso di sconto che riflette il costo dell'equity stesso.

Al contrario, per determinare l'Enterprise Value con una valutazione asset side, si utilizza l'UFCF (Unlevered Free Cash Flow), che rappresenta il flusso di cassa disponibile per tutti i finanziatori dell'azienda, compresi sia gli azionisti che i creditori, e viene scontato attraverso il WACC (Weighted Average Cost of Capital), ovvero il costo medio ponderato dell'equity e del debito, tenendo conto dei rispettivi pesi.

Tuttavia, è importante sottolineare che la valutazione Asset side offre un approccio indiretto per raggiungere lo stesso risultato, ovvero determinare il valore dell'equity. Questo si ottiene sottraendo dalla valutazione dell'Enterprise Value la posizione finanziaria netta dell'azienda, che rappresenta il totale dei debiti finanziari al netto della cassa e delle attività finanziarie facilmente

¹⁰² <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>

liquidabili (debiti finanziari – cassa – attività finanziarie a breve). La differenza tra l'Enterprise Value e la posizione finanziaria netta conduce nuovamente al valore dell'equity (equity value). Dunque, la scelta tra una valutazione equity side o asset side dipende dagli obiettivi specifici della valutazione e dalla disponibilità di dati rilevanti. Entrambi gli approcci forniscono una prospettiva importante nella determinazione del valore di un'azienda fintech e possono essere utilizzati in modo complementare per ottenere una valutazione completa e accurata.

Il flusso di cassa disponibile per gli azionisti e i finanziatori esterni (Unlevered FCF) si ottiene con i seguenti passaggi:¹⁰³

- Risultato operativo (**EBIT**)¹⁰⁴
- imposte sul reddito operativo
- = **NOPAT** (Net Operating Profit After Taxes)¹⁰⁵
- + ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni
- +/- variazione capitale circolante (+Asset, - Cash; + Liabilities, + Cash)¹⁰⁶
- Capex¹⁰⁷ (variazione capitale fisso)
-
- = **Unlevered Free Cash Flow**

Il flusso di cassa disponibile per gli azionisti si ottiene invece da:

- **Utile netto**
- + ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni
- +/- variazione capitale circolante
- Capex (variazione capitale fisso)
- +/- variazione TFR
- +/- versamenti/rimborsi di capitale (aumenti capitale, rimborsi, dividendi)
- +/- accensione/estinzione finanziamenti (finanziamenti, rimborsi, oneri finanziari)
-
- = **Free Cash Flow to Equity**

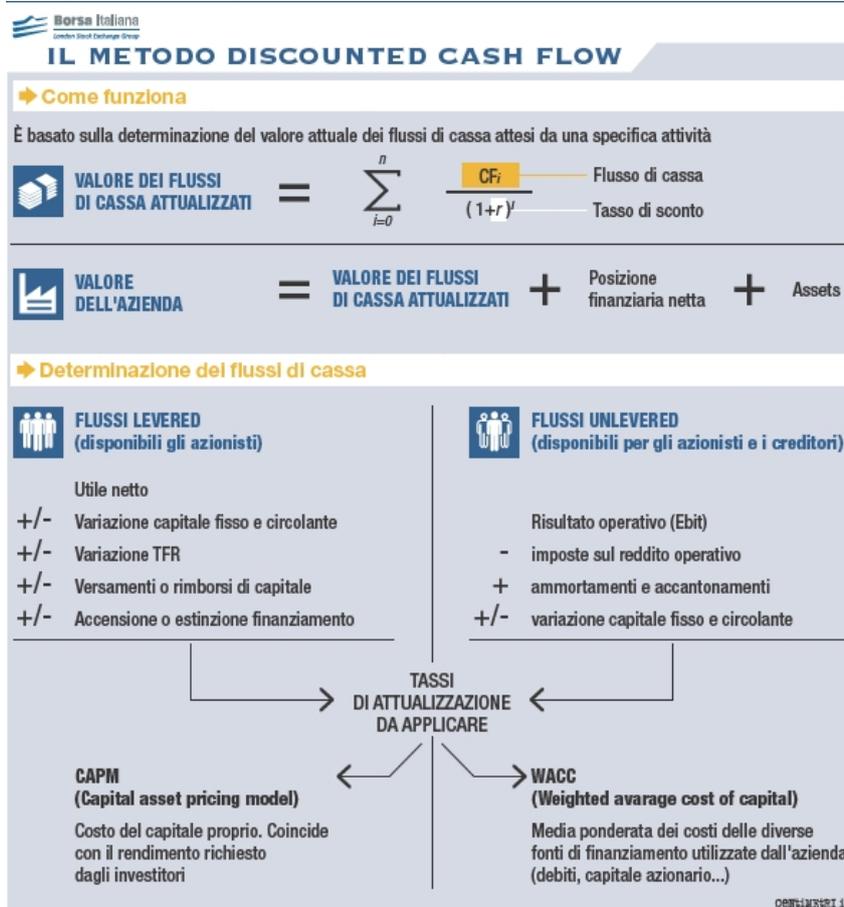
¹⁰³ Massari, M., Zanetti, L. (2008). Determinazione dei flussi monetari. In Valutazione: Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario (pg 59-60). McGraw-Hill Education

¹⁰⁴ Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) rappresenta una misura di risultato operativo prima della deduzione degli oneri finanziari e delle imposte. Esso è anche detto Operating Income Before Taxes.

¹⁰⁵ Il Net Operating Profit After Taxes (NOPAT) è una misura di risultato operativo al netto delle imposte.

¹⁰⁶ Se gli Asset aumentano, i flussi di cassa a disposizione diminuiscono a seguito di tali investimenti. Viceversa, se aumentano i debiti, i flussi di cassa aumentano poiché avremo maggiori disponibilità liquide.

¹⁰⁷ Capital Expenditures (CAPEX) rappresentano flussi di cassa in uscita per la realizzazione di investimenti in attività immobilizzate di natura operativa. Si tratta cioè di investimenti in beni intangibili o tangibili..



Fonte: AA.VV, “Il metodo DCF”, op. cit.

In definitiva, la definizione accurata dei flussi di cassa è fondamentale per una valutazione corretta di un'azienda utilizzando il metodo DCF, poichè rappresentano il motore che alimenta tale metodo e qualsiasi errore nella loro definizione può portare a una valutazione errata dell'azienda. Per definire con precisione i flussi di cassa occorre dunque:

- Utilizzare dati storici per sviluppare stime future: I dati storici sono un buon punto di partenza per sviluppare stime future dei flussi di cassa. Tuttavia, è importante considerare le tendenze e le modifiche previste che potrebbero influenzare i flussi di cassa futuri.
- Condurre un'analisi dettagliata delle attività dell'azienda: È importante comprendere le attività dell'azienda per sviluppare stime accurate dei flussi di cassa. Gli analisti finanziari devono esaminare i prodotti e servizi dell'azienda, i mercati in cui opera e le strategie competitive.
- Consultare esperti: Gli analisti finanziari possono consultare esperti di settore per ottenere informazioni e consigli sulla previsione corretta dei flussi di cassa.

3) Terminal Value

Il Terminal Value rappresenta la seconda componente fondamentale della formula del DCF:

$$EV = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+i)^t} + \frac{TV_T}{(1+i)^t}$$

È importante notare che, sebbene il peso relativo delle due componenti possa variare da caso a caso, il Terminal Value costituisce una parte significativa dell'Enterprise Value, rappresentando mediamente circa due terzi del valore complessivo. Tuttavia, il calcolo del Terminal Value è soggetto a una maggiore incertezza degli input, poiché coinvolge flussi di cassa previsti a un orizzonte temporale più lontano nel futuro.

Il calcolo del Terminal Value si basa generalmente sui flussi di cassa stimati per l'ultimo anno della previsione esplicita (solitamente 3-5 anni) e viene applicata una percentuale di sviluppo, indicata con "g" (*growth*), per ottenere un flusso di cassa perpetuo. L'assunzione tecnica e metodologica alla base del calcolo del Terminal Value è che l'azienda raggiunga, alla fine del periodo di previsione esplicita, una fase di crescita sostanzialmente stabile e credibile su un orizzonte temporale infinito. A livello pratico, infatti, sarebbe impossibile effettuare una previsione di tutti i flussi di cassa dell'impresa fino all'infinito e, proprio per questo, oltre un determinato periodo si ricorre ad una stima unica del valore finale, senza scindere i distinti flussi.

Il Terminal Value rappresenta quindi il risultato dell'attualizzazione del valore attribuito al capitale dell'impresa al momento "T" (periodo finale della stima analitica dei flussi di cassa).

Per stimare il terminal value si utilizza la formula ricavata dalle rendite perpetue, basata sul flusso di cassa normalizzato e sul relativo tasso di crescita perpetuo:¹⁰⁸

$$TV = \left[\frac{FCF_T(1+g)}{r-g} \right]$$

Dove:

- FCF_T : rappresenta il flusso medio previsto dalla società durante il periodo di pianificazione esplicita, spesso basato sul flusso relativo all'ultimo anno delle previsioni esplicite "T".
- r : indica il tasso di attualizzazione dei flussi (generalmente il WACC).
- g : è il tasso di crescita atteso nel periodo successivo a quello di pianificazione esplicita.

La capitalizzazione perpetua comporta il vantaggio di assorbire il Terminal Value (che tende a zero) ma deve essere coerente con modelli di business replicabili su un arco temporale

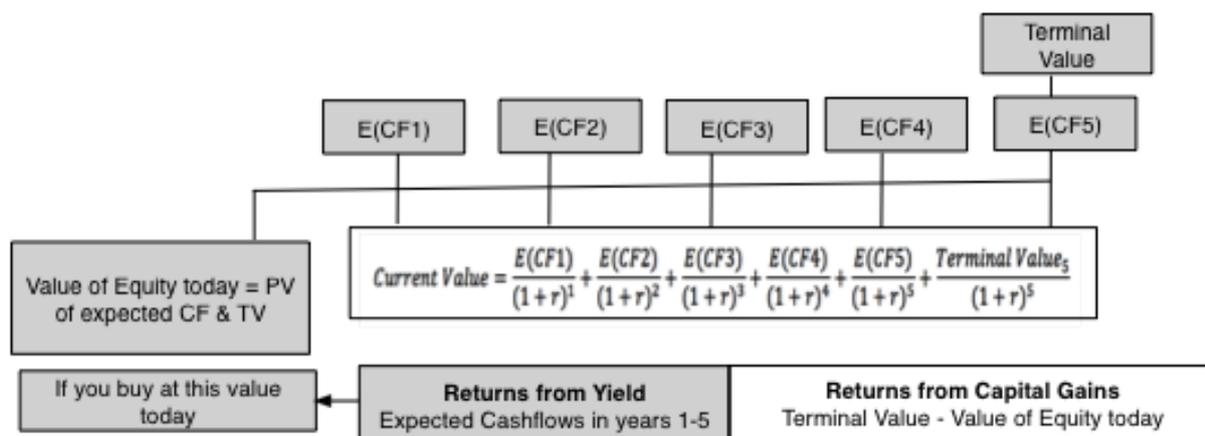
¹⁰⁸ Borsa Italiana (2014). Guida alla valutazione Listing Guides

particolarmente esteso, ipotesi non agevolmente configurabile per società caratterizzate da un business model in divenire e soggetto a forte discontinuità.

È importante notare che la scelta tra un orizzonte di capitalizzazione limitato e uno perpetuo è un aspetto cruciale nella valutazione aziendale e dipenderà dalle specifiche caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione. Le aziende più mature con modelli di business stabili e prevedibili possono trarre beneficio dall'utilizzo di un orizzonte perpetuo, mentre le startup e le aziende in rapida evoluzione potrebbero trarre maggiore vantaggio da un orizzonte limitato per la valutazione. La corretta selezione dell'orizzonte di capitalizzazione contribuirà a fornire una stima più accurata del valore dell'azienda.

Un altro aspetto cruciale da valutare, è la stima del terminal value per le startup fintech che può risultare molto più complessa rispetto alla stima per imprese mature, poiché è difficile determinare quando la crescita si normalizzerà e se la startup raggiungerà tale fase, considerando l'elevato tasso di fallimento tra le giovani imprese.

Tuttavia, è importante sottolineare che la stabilità nella crescita, necessaria per il calcolo del Terminal Value, è spesso inesistente nelle startup durante le prime fasi di sviluppo (Early business stage) e risulta critica durante la fase successiva (Second stage). Di conseguenza, l'applicabilità del Terminal Value è in pratica limitata o molto incerta per le startup in queste fasi di sviluppo. Le conclusioni riguardanti l'applicabilità del Terminal Value alle startup sono quindi simili a quelle tratte per l'uso dei flussi di cassa, con motivazioni simili ma specifiche per ciascuna fase di sviluppo.



Fonte: Seeking Alpha¹⁰⁹

¹⁰⁹ https://seekingalpha.com/article/4027535-myth-5_5-terminal-value-ate-dcf

4) Il Tasso di Attualizzazione

Una volta completata la proiezione dei flussi di cassa, è fondamentale stimare il tasso di sconto da applicare per la loro attualizzazione. Questo tasso di attualizzazione deve riflettere adeguatamente il livello di rischio dell'investimento, poiché la relazione tra rischio e rendimento è uno dei principi cardine della finanza aziendale.

La valutazione degli investimenti dipende in modo significativo dal tasso di sconto utilizzato, poiché questo rappresenta il rendimento richiesto dagli investitori per assumere il rischio associato all'investimento. Maggiore è il rischio associato all'attività, maggiore sarà il tasso di sconto, il quale abbasserà il valore attuale dei flussi di cassa futuri e, di conseguenza, il valore totale dell'investimento.

La valutazione *Equity side*, come già menzionato, si avvale di un tasso di sconto per attualizzare i flussi di cassa levered (FCFE) che riflette il costo del capitale fornito dagli azionisti. Questo tasso viene calcolato utilizzando la formula del Capital Asset Pricing Model (CAPM)¹¹⁰:

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Il CAPM è un modello teorico che determina il rendimento atteso di un'attività finanziaria in funzione di due componenti principali: il rendimento privo di rischio (r_f) e il premio per il rischio di mercato ($r_m - r_f$). Il rendimento privo di rischio r_f rappresenta il tasso di rendimento di asset privi di rischio, mentre il premio per il rischio di mercato indica il premio richiesto dagli investitori per assumere un investimento in attività rischiose rispetto a titoli privi di rischio, dato dalla differenza del rendimento del mercato e il rendimento privo di rischio.

La *best practice*¹¹¹ suggerisce di utilizzare i titoli di stato con rendimenti risk-free. Per calcolare il premio di rischio per le azioni di un Paese si utilizzano invece due metodi principali: uno basato sui rating obbligazionari e l'altro sui CDS. Questi premi possono essere ulteriormente aggiustati considerando la volatilità relativa del mercato azionario di quel Paese rispetto al mercato obbligazionario. Alla fine, il premio di rischio paese viene sommato al premio del mercato maturo per ottenere il premio di rischio azionario totale per quel Paese.

Il coefficiente beta (β) rappresenta un indicatore dell'esposizione al rischio sistematico, ovvero il rischio non diversificabile di un'impresa. Se il coefficiente beta è pari all'unità, significa che l'andamento dell'impresa è perfettamente correlato a quello del mercato. Un valore maggiore di

¹¹⁰ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/capm.htm>

¹¹¹ https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

uno indicherebbe titoli che amplificano le tendenze del mercato, mentre un valore inferiore a uno si riferirebbe a titoli difensivi, che attenuano l'andamento del mercato.¹¹²

Per stimare il coefficiente beta, si possono utilizzare approcci top-down o bottom-up. Nel primo caso (top-down), si effettua una regressione lineare dei rendimenti della società rispetto all'andamento del mercato. Nel secondo caso (bottom-up), si utilizza una media dei coefficienti beta di imprese simili.

Mentre il tasso privo di rischio e il premio per il rischio di mercato sono elementi comuni che si applicano a tutte le aziende, il coefficiente beta varia da impresa a impresa. La tipologia di attività, la leva operativa e finanziaria costituiscono le variabili che influenzano tale misura di rischio.¹¹³

Nello specifico, la struttura ciclica e rigida dei costi, unitamente alle attività caratterizzate da un alto livello di indebitamento, tende generalmente a determinare utili più volatili e, conseguentemente, un beta più elevato. Di conseguenza, l'adozione di un coefficiente beta uniforme per aziende stabili e aziende in difficoltà, spesso caratterizzate da un significativo grado di leva operativa e finanziaria, non risulta appropriata nella maggior parte delle situazioni. Come sottolineato da Meitner e Streitferdt (2014), "l'impiego di un beta uniforme implica modelli di rischio molto distorti per le aziende in difficoltà che - nella maggior parte dei casi - non trovano riscontro nella realtà".¹¹⁴

Il beta riflette quindi la sensibilità delle aziende alle variazioni del mercato e può variare in base alle loro caratteristiche specifiche. In generale, le aziende più mature (ad esempio nel settore del lusso) tendono ad avere un beta inferiore quasi vicino allo zero, poiché sono meno sensibili alle fluttuazioni del mercato. Le startup fintech innovative, invece, solitamente presentano un beta molto più elevato, a causa dell'incertezza e della volatilità associate alle loro operazioni emergenti, con rendimenti positivi o negativi molto più amplificati rispetto a quelli del mercato.

Inoltre, in ogni tipo di investimento si verificano due categorie di rischio: il rischio diversificabile, collegato alle caratteristiche specifiche dell'attività e mitigabile attraverso una diversificazione oculata di un portafoglio ben strutturato, e il rischio non diversificabile (sistematico o di mercato),

¹¹² Coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato. Esso è misurato dal rapporto tra la covarianza del rendimento di un'attività *i*-esima con il rendimento di mercato, e la varianza del rendimento di mercato: $\beta = \text{covarianza}(R_i, R_m) / \text{varianza}(R_m)$

dove: R_i = Rendimento dell'attività *i*-esima; R_m = rendimento del mercato.

¹¹³ DAMODARAN A., 1994. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, 1st ed. New York: John Wiley & Sons.

¹¹⁴ MEITNER M., STREITFERDT F. G., 2014. DCF-Valuations of Companies in Crisis: Distress-Related Leverage, Identification of Risk Positions, Discounting Techniques, and "Beta Flips". Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis, 9 (1)

il quale non può essere eliminato poiché è influenzato dal contesto generale di mercato e da fattori che impattano tutti gli asset in maniera generica (una recessione, una pandemia, ecc.).¹¹⁵

Dall'altro lato, per la valutazione *Asset side* si procede attualizzando i flussi di cassa *unlevered* utilizzando il WACC, che può essere ottenuto mediante la seguente formula:¹¹⁶

$$WACC = K_e \left(\frac{E}{D + E} \right) + K_d (1 - t) \left(\frac{D}{D + E} \right)$$

Dove:

- K_e rappresenta il costo del capitale proprio (equity) calcolato con il metodo CAPM,
- K_d rappresenta il costo del debito,
- $(1 - t)$ rappresenta il beneficio fiscale del debito, in quanto gli interessi passivi sono deducibili dal reddito imponibile e riducono, di conseguenza, il costo dell'indebitamento, rendendolo una forma di finanziamento conveniente dal punto di vista fiscale;
- D rappresenta il valore di mercato del debito,¹¹⁷
- E rappresenta il valore di mercato dell'equity,
- $(D + E)$ rappresenta il valore dell'azienda (enterprise value).

Nella valutazione del WACC, si considera la struttura del capitale dell'azienda al momento della valutazione. Idealmente, sarebbe più corretto calcolare WACC diversi per ciascun anno per riflettere le dinamiche aziendali previste, che possono influenzare la struttura del capitale. Ad esempio, un investimento finanziato con debito può modificare il rapporto debito/patrimonio negli anni e quindi influenzare il WACC. Tuttavia, nella pratica, spesso si utilizza un unico WACC calcolato in un anno specifica, e la scelta di tale anno dipende se si desidera considerare la struttura finanziaria attuale o quella ottimale prevista sulla base della strategia aziendale futura. La struttura finanziaria può variare notevolmente nel tempo a causa degli investimenti, dei finanziamenti e del flusso di cassa. Il consiglio principale è di valutare quale WACC meglio rispecchia la struttura aziendale in base alle strategie aziendali future e che sia coerente con i flussi di cassa oggetto di attualizzazione. È essenziale dunque sviluppare un piano industriale accurato che rappresenti fedelmente le previsioni future e considerare con prudenza le valutazioni dei flussi di cassa.

¹¹⁵ Damodaran, A. (2012). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Second Edition. John Wiley & Sons, Inc.

¹¹⁶ Borsa Italiana (2014). *Guida alla valutazione Listing Guides*

¹¹⁷ Vi è ancora incertezza nella letteratura sul tipo di debito da utilizzare: Debito lordo oppure Debito netto che include la PFN (Posizione finanziaria netta) tenendo conto dei debiti finanziari e le disponibilità liquide.

5) Fattori aggiuntivi

Per completare gli input necessari per l'applicazione del metodo DCF, l'ultimo elemento da stimare è il tasso di crescita previsto dei flussi di cassa futuri. Questo tasso può essere ottenuto in due modi: attraverso un'analisi storica che esamina lo sviluppo dell'azienda negli anni passati, oppure utilizzando stime fornite dalla direzione aziendale, basate sugli utili reinvestiti e sulla qualità degli investimenti. A seconda della valutazione, sia equity side che asset side, si utilizzerà il tasso di crescita appropriato, ovvero il tasso di crescita degli utili per gli azionisti o degli utili operativi.

Le previsioni di crescita dei flussi di cassa si basano su una serie di componenti chiave, di cui la più importante è il fatturato o i ricavi. Tuttavia, non ci si limita solo a stimare la crescita dei ricavi, ma si analizzano anche le altre voci che contribuiscono ai flussi di cassa dell'azienda, andando a stimare i valori dell'EBITDA, EBIT e NOPAT previsionali.

Queste voci possono includere:

- Costi operativi: Si stima come i costi operativi dell'azienda potrebbero variare nel tempo. Questi costi comprendono materiali, manodopera, costi fissi, costi variabili e altri. L'obiettivo è comprendere come tali costi possono influenzare la redditività dell'azienda.
- Investimenti in capitale fisso (CAPEX): Si prevedono gli investimenti futuri in attività come attrezzature, macchinari e infrastrutture. Questi investimenti possono influire sui flussi di cassa attraverso le uscite di denaro e i benefici attesi.
- Ammortamenti e deprezzamenti: Si considera come le spese per ammortamenti e deprezzamenti influiranno sui flussi di cassa. Queste spese rappresentano la perdita di valore degli asset aziendali nel tempo e possono avere un impatto significativo sulla redditività e sui flussi di cassa.
- Variazioni del capitale circolante: Si valutano le variazioni previste del capitale circolante netto, che comprende asset correnti e passività correnti. Queste variazioni influenzeranno il fabbisogno di liquidità dell'azienda.
- Tasse e altri oneri: Si stima come le tasse e altri oneri fiscali possono influire sui flussi di cassa dell'azienda.

Per stimare la crescita dei flussi di cassa, si considerano separatamente queste voci e si aggiungono o sottraggono analiticamente le variazioni previste. Inoltre, è importante considerare scenari diversi, includendo scenari pessimistici, realistici e ottimistici, per valutare la sensibilità delle previsioni ai cambiamenti nelle variabili chiave.

La storia dell'impresa, in genere, ha un impatto fondamentale sul bilancio alla data di valutazione, che rappresenta il punto di partenza per l'applicazione del metodo di valutazione Discounted Cash

Flow. Spesso si effettuano analisi di scenario, che richiedono la considerazione di diversi scenari possibili, riflettendo varie ipotesi, dalle più ottimistiche alle più pessimistiche, riguardo a fattori macroeconomici, reazioni dei concorrenti, strategie implementate e politiche finanziarie. A ciascuno scenario vengono assegnate probabilità. In questo modo, la valutazione DCF modificata, a differenza della valutazione DCF tradizionale che di solito considera raramente esiti potenziali diversi, tiene conto anche della possibilità che l'azienda possa affrontare difficoltà finanziarie e cessare l'attività. Tuttavia, nell'implementazione pratica, spesso viene utilizzata un'analisi di scenario semplificata, che può prevedere tre scenari principali: un caso ottimale, un caso probabile e un caso peggiore, oppure due scenari - uno per la continuità aziendale e l'altro per situazioni di crisi.¹¹⁸

Secondo Koller et al. (2015), il periodo di proiezione esplicita dovrebbe essere sufficientemente esteso da consentire all'azienda di raggiungere uno stato di equilibrio in cui possa reinvestire una percentuale costante dei suoi profitti operativi ogni anno, crescere a un tasso costante e ottenere un rendimento costante sia sul capitale investito esistente sia su quello nuovo. Il periodo di previsione esplicita dovrebbe incorporare "tutte le variazioni nei flussi di cassa che non possono essere ipotizzate come regolari, come spese in conto capitale significative, cessioni di attività, riduzioni delle spese operative, impatti di inversioni di tendenza o crescita atipica e l'effetto del ciclo economico".

Vi sono poi due versioni rielaborate del tradizionale modello DCF. Tali soluzioni, alternative alla valutazione DCF sono note come:

- Modello DCF con simulazione Monte Carlo
- DCF corretto per la probabilità di default (utilizzato soprattutto per le imprese in crisi)

Una possibile soluzione per fronteggiare l'incertezza sottesa ai principali input del modello DCF consiste nell'applicazione della simulazione Monte Carlo al metodo DCF. Mentre l'analisi di scenario considera generalmente un numero limitato di combinazioni di variabili a cui vengono assegnati valori predefiniti e, quindi, è più appropriata quando il rischio sottostante è discreto, le simulazioni rappresentano uno strumento utile quando si affronta il rischio continuo.

Sostituendo valori deterministici con valori probabilistici, le simulazioni esaminano gli effetti di tutte le possibili combinazioni di variabili e le loro realizzazioni, superando, in questo modo, i limiti dell'analisi di scenario.

L'utilizzo della distribuzione probabilistica per ciascun fattore che influenza i flussi di cassa consente alle tecniche di simulazione, e in particolare alla simulazione Monte Carlo, di riflettere

¹¹⁸ DAMODARAN A., 2006. *The Cost of Distress: Survival, Truncation Risk and Valuation*. New York University, Stern School of Business.

accuratamente l'incertezza sottostante alle previsioni dei flussi di cassa sull'impresa, per cui il valore dell'impresa stessa si tradurrà in una distribuzione di possibili risultati, piuttosto che in un singolo valore.¹¹⁹

La combinazione della simulazione Monte Carlo con il modello DCF per la valutazione dell'impresa in difficoltà prevede cinque fasi:

1. Analizzare la performance passata, nonché la situazione attuale e le prospettive future dell'azienda oggetto di valutazione e del settore in cui opera per identificare i fattori chiave del valore il cui valore atteso sarà sostituito da distribuzioni probabilistiche.
2. Selezionare una distribuzione di probabilità per ogni variabile critica. La distribuzione di probabilità selezionata dovrebbe riflettere adeguatamente l'incertezza associata al fattore considerato e meglio adattarsi alla dinamica della variabile critica che emerge dall'analisi dei dati storici.
3. Stimare i parametri di ciascuna distribuzione selezionata. Questo compito viene generalmente svolto partendo dal campione storico.
4. Eseguire le simulazioni. Dopo aver verificato la correlazione tra le variabili, è necessario scegliere un risultato casuale da ciascuna distribuzione, ovvero il valore che si presume assuma la variabile per quella particolare simulazione. I risultati scelti casualmente delle variabili critiche vengono quindi utilizzati per calcolare i flussi di cassa attesi.
5. Dopo ripetute simulazioni, dai valori risultanti dalle simulazioni effettuate, si ottiene una distribuzione del valore d'impresa dell'impresa. Viene quindi calcolata la media della distribuzione che rappresenta il valore atteso dell'output del modello DCF, ovvero il valore aziendale dell'impresa.¹²⁰

Sebbene la simulazione Monte Carlo consenta di affrontare l'incertezza nel modello DCF in modo più accurato e flessibile rispetto all'analisi di scenario, questa tecnica presenta diversi limiti. Innanzitutto, gli output delle simulazioni dipendono fortemente dal difficile compito di selezionare la distribuzione di probabilità che meglio si adatta alla dinamica degli input critici. Inoltre, la pratica comune di assegnare la distribuzione di probabilità solo a un numero ridotto di input e assumere l'indipendenza tra variabili critiche, nel tentativo di semplificare l'implementazione della tecnica, può portare a una sottovalutazione di aspetti importanti, originando conclusioni fuorvianti. Oltre a queste limitazioni informative, le simulazioni Monte Carlo sono anche caratterizzate da difficoltà computazionali, poiché richiedono molto tempo e risorse.

¹¹⁹ CLARK V., REED M., STEPHAN J., 2010. Using Monte Carlo Simulation for a Capital Budgeting Project. *Management Accounting Quarterly*, 12 (1),

¹²⁰ DAMODARAN A., 2006. *The Cost of Distress: Survival, Truncation Risk and Valuation*. New York University, Stern School of Business.

Dividend Discount Model (DDM)

Finora abbiamo analizzato solo uno dei due metodi finanziari esistenti per valutare un'impresa.

I metodi finanziari, infatti, si suddividono in due tipologie principali:

- Discounted Cash Flow (DCF): vengono attualizzati i flussi di cassa secondo due approcci differenti, Asset side ed Equity Side.
- Dividend Discount Model (DDM): in questo modello si attualizzano i dividendi futuri che verranno distribuiti agli azionisti, e non i flussi di cassa.

Il modello di valutazione fondamentale per determinare il valore intrinseco di un'azione è il "Dividend Discount Model" (DDM), che si basa sull'attualizzazione dei dividendi previsti per gli azionisti. Secondo tale modello, il valore di un'azione è il valore attuale dei futuri dividendi che ci si aspetta di ricevere. In un orizzonte di valutazione a tempo infinito, il valore dell'azione rappresenta una rendita perpetua dei dividendi, con il tasso di attualizzazione che riflette il costo del capitale proprio dell'azienda, calcolato utilizzando il "Capital Asset Pricing Model" (CAPM).

¹²¹Le formule più utilizzate per tale calcolo sono:

1) Modello generale: $W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+Ke)^t}$

Tale modello considera un flusso di dividendo infinito.

2) Durata limitata: $W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+Ke)^t} + \frac{P_n}{(1+Ke)^{n+1}}$

In questo caso i dividendi sono limitati a un arco temporale e si considera un valore di disinvestimento finale (Pn).

3) Modello di Gordon: $W = \frac{D_0(1+g)}{(Ke-g)}$,¹²²

In quest'ultimo caso, si assume un tasso di crescita costante nel tempo per i dividendi (g). Tuttavia, nella realtà aziendale, l'ipotesi di una crescita costante dei dividendi è molto semplificativa. Sarebbe più realistico supporre una crescita significativa nel breve periodo, seguita da una tendenza sempre più vicina a zero nel lungo termine. Per cautela, nella pratica si tende a preferire un tasso di crescita basso e costante. Inoltre, in questa formula si prevede anche una riduzione del rischio, il che comporta una diminuzione del tasso di attualizzazione.

Per stimare il tasso di crescita g nel DDM si può anche usare una semplice formula che considera il costo opportunità dell'autofinanziamento. Tale formula prevede l'utilizzo del ROE e rapporto di reinvestimento degli utili (b):

¹²¹ marcovezzoli.com/metodo-finanziario/

¹²² W = valore aziendale; D = Dividendo; Ke = costo del capitale; g = tasso di crescita; t = tempo di previsione; Pn = Valore del disinvestimento

$$g = ROE \times b$$

Dove:

g = tasso di crescita;

ROE = Return on Equity, dato dal rapporto Utile/Capitale Sociale

$$b = \frac{\text{Riserva}}{\text{Utile}} = 1 - \frac{\text{Dividendi}}{\text{Utile}} \text{ (Retention Rate)}$$

A causa del suo approccio, il principale difetto del DDM risiede nella sua sensibilità alla soggettività legata alle decisioni di distribuzione dei dividendi, le quali sono basate su scelte strategiche della gestione aziendale e possono distogliere la rappresentazione della realtà aziendale. In teoria, la decisione di reinvestire o di distribuire i profitti dovrebbe essere basata sul tasso di rendimento marginale del capitale investito, ovvero se il Return on Equity (ROE) supera il costo del capitale proprio (K_e), sarebbe conveniente reinvestire i profitti, altrimenti distribuirli potrebbe comportare una distruzione del valore. Questo principio generalmente porta le aziende ad alta crescita a trattenere una quota elevata dei loro profitti (alto Retention Rate), mentre le aziende stabili, al contrario, tendono a distribuire una parte significativa dei loro profitti.

Tuttavia, il DDM presenta numerose limitazioni poiché i dividendi da soli potrebbero non riflettere la creazione di valore nel breve termine, dato che un'azienda potrebbe indebitarsi per distribuire dividendi o potrebbe scegliere di non distribuire dividendi per poterli reinvestire nella propria crescita.

A causa delle limitazioni del metodo DDM, si predilige l'utilizzo del "Discounted Cash Flow Method" (DCF), che tiene conto dei flussi di cassa futuri invece di basarsi esclusivamente sui dividendi.

Conclusioni applicative

Il metodo finanziario è emerso in Europa a partire dagli anni '90, parallelamente all'espansione delle società statunitensi, all'adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS e all'aumento dell'attenzione dedicata alla gestione e alla preservazione della liquidità.

Tra i due metodi finanziari descritti, in teoria il Discounted Cash Flow (DCF) dovrebbe fornire risultati più accurati rispetto al Dividend Discount Model (DDM). Questa affermazione si basa sull'uso dei flussi di cassa, che sono meno influenzabili dalle decisioni della gestione aziendale e quindi consentono una valutazione più oggettiva. Di conseguenza, il DCF è ampiamente considerato uno dei principali metodi di valutazione aziendale ed è spesso utilizzato insieme al metodo comparativo per scopi di verifica.¹²³

D'altra parte, il DDM è molto più semplice da calcolare ed è quindi preferito nella valutazione di società quotate, che spesso fanno della distribuzione di dividendi un elemento chiave della loro operatività.

Quando si utilizza il metodo finanziario, è importante prestare molta attenzione alla scelta dell'orizzonte temporale. Questa scelta dipenderà anche dal settore di riferimento: in settori volatili, potrebbe essere opportuno ridurre l'orizzonte temporale, mentre in settori stabili si potrebbe considerare un orizzonte più lungo. La scelta deve bilanciare il rischio di perdere flussi finanziari futuri con l'incertezza associata a un periodo prolungato. È importante ricordare che un orizzonte temporale più lungo tende a aumentare il valore dell'azienda.

Nonostante la preferenza per l'uso del metodo DCF, è importante notare che anche questo approccio presenta delle limitazioni. Il limite principale del modello è che richiede un complesso modello economico-finanziario prospettico, basandosi su numerose variabili la cui determinazione è soggetta ad un elevato grado di discrezionalità.

In relazione alle startup Fintech, le previsioni dei flussi di cassa sono spesso caratterizzate da un periodo di perdite operative, fabbisogno di capitale e payoff atteso con il miglioramento della redditività o con il verificarsi di alcuni eventi di uscita, come nel caso di un'IPO.¹²⁴

Questo non è assolutamente semplice ed anzi è un aspetto molto delicato per la valutazione, poiché sono solitamente caratterizzate, in misura maggiore rispetto ad altre aziende, da piani aziendali instabili alle quali è associata una maggiore volatilità.

Inoltre, la stima del WACC rappresenta una grande sfida nella maggior parte dei casi, in particolare per il costo del capitale proprio. In effetti, il CAPM è altamente inadeguato per essere applicato sia alle società di nuova costituzione come startup fintech sia alle società con un livello di rischio

¹²³<https://marcovezzoli.com/metodofinanziario>

¹²⁴ Mercer Capital (2018), How to Value an Early-Stage FinTech Company

elevato.¹²⁵ Questo aspetto potrebbe portare ad una sovrastima del costo del capitale e ad una insignificanza del WACC. Sebbene il modello di valutazione DCF possa teoricamente essere visto come il metodo principale, sono emersi limiti rilevanti e irrisolti che ne rendono difficile l'applicazione alle startup fintech almeno nelle prime fasi di sviluppo.

Risulta dunque fondamentale analizzare i limiti che il metodo DCF potrebbe presentare nell'ambito del mercato fintech, specialmente nelle imprese in fase di early stage. Le prospettive di crescita e le incertezze associate a tali aziende potrebbero rendere la stima dei flussi di cassa e la scelta dei tassi di sconto più complesse e soggette a maggiori variazioni rispetto a imprese consolidate. Pertanto, è essenziale considerare attentamente i fattori specifici del settore e della fase di sviluppo dell'azienda per una valutazione accurata e informata.

Le giovani imprese affrontano diverse sfide nella valutazione attraverso il metodo del Discounted cash flow, tra cui in primis la determinazione dei flussi di cassa futuri a causa della mancanza di dati storici significativi e con frequenti periodi di flussi negativi e volatili. Inoltre, i costi degli investimenti necessari per la gestione operativa sono elevati nei primi anni e assorbono una parte considerevole dei fondi disponibili.

Un altro aspetto critico riguarda la valutazione del tasso di crescita atteso dei flussi di cassa futuri, poiché le giovani imprese possono mancare di dati storici affidabili sull'andamento passato. Per quanto riguarda il tasso di sconto, che riflette il livello di rischio dell'impresa, i modelli tradizionali spesso si basano su dati di mercato, come la regressione lineare per determinare il beta. Tuttavia, per le startup, non è sempre possibile attribuire un beta specifico e si ricorre a una media dei beta di imprese comparabili in base a settore, dimensione o collocazione geografica. Inoltre, il tasso risk-free rimane un punto di partenza valido, ma si aggiungono premi per il rischio legati all'età dell'impresa e all'illiquidità dell'investimento per ottenere una valutazione più accurata. Un'altra sfida deriva dalla minore presenza di obblighi informativi a cui le startup sono soggette, rispetto alle imprese quotate. Questo comporta un minor set di informazioni disponibili e un maggior rischio, aumentando il tasso richiesto dagli investitori. Infine, la minore bancabilità delle giovani startup porta a una struttura finanziaria prevalentemente basata sull'equity, con un'eventuale riduzione della distinzione tra valutazione asset side ed equity side, e dei rispettivi flussi di cassa e tassi di sconto.

¹²⁵ Truijens T. (2018), Enterprise Valuation/Value Based Management, Institute of Management, University of St. Galle

3.3.5. Metodo dei Multipli di Mercato

Il metodo dei multipli di mercato rientra nella categoria dei metodi "diretti" utilizzati per la valutazione aziendale. Questi metodi si basano su dati di mercato relativi all'azienda stessa e ad altre aziende comparabili. Tale approccio risulta particolarmente utile nel caso delle startup fintech, poiché spesso queste aziende non hanno ancora titoli scambiati sul mercato secondario dai quali ottenere informazioni.

Nel metodo dei multipli di mercato, la valutazione avviene attraverso la raccolta di informazioni provenienti dal mercato riguardanti società considerate abbastanza simili all'azienda in analisi, ma il cui valore è noto. Successivamente, utilizzando i dati selezionati e le variabili derivanti dai documenti contabili, si prosegue calcolando appositi coefficienti che verranno moltiplicati per le corrispondenti variabili dell'azienda in esame, ottenendo così il valore stimato di quest'ultima. In sostanza, il metodo dei multipli si basa sull'assunzione che aziende sufficientemente simili abbiano valori medi simili.

In questo modo si cerca di ottenere una stima della valutazione aziendale basata sull'analisi delle performance di aziende comparabili sul mercato. Tuttavia, è importante considerare che le aziende comparabili devono essere scelte con attenzione, tenendo conto di variabili come dimensione, settore di attività e altre caratteristiche significative che possano influenzare il valore dell'azienda in esame.¹²⁶ Inoltre, per l'applicazione di tale metodo si richiede l'accesso a dati accurati e affidabili provenienti dal mercato, al fine di ottenere risultati precisi e coerenti.

Per utilizzare il metodo dei multipli di mercato, è necessario seguire i seguenti passaggi:

- 1) Identificazione del campione di imprese comparabili, comunemente noto come "*comparables*";
- 2) Selezione e calcolo dei multipli;
- 3) Applicazione dei multipli all'impresa in esame.

La prima fase del metodo consiste nell'identificare le imprese analoghe da considerare per calcolare i *ratio* utili nell'approssimare il valore di interesse. Tuttavia, determinare se un'azienda possa essere considerata "comparabile" o meno non è un compito semplice ed immediato. Le imprese possono differire in molteplici aspetti, e non è possibile trovare un campione di entità completamente sovrapponibili sotto ogni punto di vista. Due imprese che sembrano omogenee per un determinato aspetto, come le dimensioni, potrebbero essere differenti considerando altre variabili come il fatturato, il ROE o il rapporto di indebitamento. Di conseguenza, è fondamentale

¹²⁶ G. Zanda (2013), M. Lacchini, T. Onesti, Valutazione delle aziende

individuare le variabili rilevanti per il processo di selezione dei comparables, poiché queste hanno un impatto significativo sulla creazione di valore. In questa fase, la raccolta accurata dei dati è critica per evitare di includere aziende che non sono del tutto comparabili, il che potrebbe portare a valutazioni non realistiche.

Il campione di aziende comparabili può comprendere soggetti del medesimo settore e paese di riferimento, oppure aziende operanti in settori analoghi ma in paesi differenti, e persino soggetti appartenenti a settori differenti.¹²⁷ Nel primo caso, il legame tra le aziende è più stretto, e la costruzione del campione si basa su dati quantitativi come le dimensioni, il fatturato e il capitale circolante, oltre che su dati qualitativi come il modello di business, la leadership del team o la quota di mercato detenuta. Questi fattori assumono un'importanza particolare nelle valutazioni di startup, poiché le variabili quantitative possono essere limitate e meno indicative rispetto a quelle qualitative. Successivamente, un confronto internazionale può risultare utile se il mercato domestico non offre un numero sufficiente di aziende simili a quella in analisi; tuttavia, i paesi presi in considerazione devono avere un livello di sviluppo economico e condizioni di mercato non troppo divergenti per favorire un'analisi accurata. Infine, il confronto tra imprese di settori diversi potrebbe essere valido nel caso in cui i fattori determinanti del valore siano indipendenti dal settore di riferimento.

Una volta completata la fase preliminare, si procede con la selezione dei multipli che meglio si adattano agli obiettivi specifici, per poi calcolarli ed utilizzarli come determinanti del valore aziendale. I multipli sono essenzialmente coefficienti ottenuti dal rapporto tra due parametri relativi a un'impresa, ovvero il prezzo di mercato delle azioni e una specifica grandezza finanziaria. L'obiettivo principale è stimare il prezzo che il mercato riconosce ad aziende comparabili per ogni unità di misura a cui il prezzo è riferito¹²⁸.

Esiste un'ampia varietà di multipli disponibili, e la sfida sta nel selezionare quello che meglio approssima il valore della società presa in esame. In alcuni casi, invece di utilizzare multipli standard, è possibile costruire coefficienti ad hoc, per analizzare società in settori specifici. Tuttavia, nonostante la precisione nella scelta del multiplo appropriato per il caso specifico, bisogna considerare che si tratta di indicatori statici, calcolati in un determinato momento e legati a tale istante. Comunque, i multipli possono variare nel tempo a causa delle fluttuazioni delle grandezze su cui si basano: i prezzi sono soggetti a cambiamenti causati da variazioni nei tassi di interesse o nella domanda di titoli, e le condizioni economiche influenzano la percezione del rischio, delle aspettative di inflazione e di liquidità.

¹²⁷ Borsa Italiana (2014). Guida alla valutazione Listing Guides

¹²⁸ Borsa Italiana. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/multiplo-di-mercato.html>

I multipli possono essere suddivisi in quattro macrocategorie, in base alle grandezze a cui fanno riferimento:

- Multipli sugli utili, che stimano il prezzo che gli investitori sarebbero disposti a pagare per ciascuna unità di misura degli utili generati dall'azienda (es. P/E);
- Multipli sui ricavi, ottenuti dal rapporto tra prezzo e ricavi generati dalle vendite delle aziende (es. P/S);
- Multipli sul valore contabile, basati sull'ipotesi che ci sia una discrepanza tra i valori contabili registrati, influenzati dai principi contabili, e i valori che emergono sul mercato in base alle aspettative e alle performance aziendali, portando a una sovrastima o sottostima dei titoli (es. EV/EBITDA);
- Multipli basati su parametri caratteristici del settore di appartenenza, adatti soprattutto alle aziende di settori emergenti e in fase di sviluppo, le quali potrebbero essere sottovalutate utilizzando i parametri tradizionali menzionati in precedenza, mentre i parametri specifici del loro settore fornirebbero valori più pertinenti, come nel caso delle società internet.

All'interno di queste famiglie di multipli, quando al numeratore viene utilizzato il valore di mercato del capitale proprio (P), si parla di indicatori "equity side", mentre se include l'enterprise value (EV), che comprende la posizione finanziaria netta, si definiscono "asset side".

I multipli più comunemente utilizzati sono i seguenti:

- **P/E** (*Prezzo / Utili*), ovvero il rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione e l'utile netto per azione (Earnings per Share, EPS), ottenuto mediante una media delle aziende comparabili e poi moltiplicato per l'utile netto dell'azienda in valutazione. Tale indice rappresenta il periodo di tempo in anni entro cui l'azienda potrebbe ripagare l'investitore per le risorse investite, tramite i profitti realizzati.

- **P/S** (*Prezzo / Fatturato*), che indica il rapporto medio tra il prezzo di mercato e il fatturato generato dalle vendite delle aziende comparabili, successivamente moltiplicato per il fatturato dell'azienda valutata. Questo multiplo è spesso utilizzato dai venture capitalist poiché in fase di *early stage*, le startup tendono a generare più fatturato rispetto agli utili, ed è scomponibile come segue: $P/E \times E/S$;

- **EV/EBITDA**, che rapporta l'enterprise value all'EBITDA (o margine operativo lordo), calcolato sugli utili prima del pagamento di interessi, imposte, svalutazioni e ammortamenti, fornendo un'indicazione di quanto valore la gestione aziendale è in grado di generare. Questo rapporto è particolarmente utile per le aziende che si trovano in una fase di maturità del loro business. Tale multiplo è facilmente ricavabile dai valori fondamentali dell'impresa, visto che l'EV è ottenibile

con l'attualizzazione dei flussi della gestione operativa, ad un tasso che sia rappresentativo del costo medio ponderato del capitale (WACC).

- **EV/EBIT**, che rapporta l'enterprise value agli utili al lordo delle imposte e al netto degli oneri finanziari;

- **EV/FCFO**, che rappresenta il rapporto tra l'enterprise value e il flusso di cassa generato dalla gestione operativa;

- **Equity Value/Book value**, ottenuto dal rapporto tra il valore di mercato e il valore contabile, entrambi riferiti al capitale di rischio. Questo valore è utilizzato particolarmente per le imprese che operano in settori ad alto contenuto patrimoniale (Banche, assicurazioni e altri intermediari finanziari).¹²⁹

Dopo aver ottenuto una media dei multipli calcolati per le varie aziende comparabili, questo valore può essere applicato alle corrispondenti grandezze economiche, patrimoniali, finanziarie o qualitative dell'azienda oggetto di valutazione, permettendo così di ottenere il suo valore finale.

È opportuno sottolineare che i multipli di valutazione trovano applicazione sia nell'approccio Asset side che in quello Equity side. Inoltre, va tenuto presente che l'utilizzo della prospettiva Asset side comporta una valutazione indiretta dell'Equity, mediante la stima del capitale operativo aziendale al quale viene sottratta la posizione finanziaria netta, comunemente conosciuta come leva finanziaria. I multipli asset side trovano la loro base nell'enterprise value (capitalizzazione di Borsa + valutazione dell'indebitamento finanziario), dato che rappresenta il valore complessivo dell'impresa. D'altro canto, con l'approccio Equity side, si valuta direttamente il valore dell'Equity, in maniera indipendente dalla posizione finanziaria netta.

La distinzione dipende esclusivamente dal valore indicato a numeratore del multiplo (P o EV).

Dal punto di vista matematico abbiamo evidenziato come un multiplo rappresenta il rapporto determinato in una o più aziende comparabili a quella da valutare, fra:¹³⁰

- Numeratore, rappresentato dal valore dell'azienda, dato da:
 - Enterprise value (EV), quando si utilizza l'approccio Asset side ovvero *unlevered*;
 - Valore corrente del capitale (Price o Equity value), quando si utilizza l'approccio Equity side ovvero *levered*;
- Denominatore, rappresentato da una variabile in grado di riassumere in sé la capacità dell'azienda di produrre ricchezza dato da:

¹²⁹ Bellucci A., "I metodi di valutazione del capitale economico", Università degli Studi di Perugia

¹³⁰ <https://www.angelifiori.it/valutazioni-dazienda-con-metodi-dei-multipli/>

- Grandezze contabili (opzione usata più spesso): Sales, EBITDA, EBIT, Utile netto, Patrimonio netto contabile, etc.;
- Grandezze fisiche (opzione usata meno spesso e in casi particolari), quali: numero abbonati, utenti, etc.

Nel dettaglio, tale metodo consiste quindi nell'individuare il valore di un'impresa applicando dei moltiplicatori ad alcune sue grandezze di bilancio, quali in genere:

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

L'utilizzo dell'EBITDA, ovvero degli utili prima di interessi, imposte, deprezzamento e ammortamento, fornisce una valutazione della redditività operativa di un'azienda. Concentrandosi esclusivamente sugli utili derivati dalle attività commerciali e isolando l'impatto delle decisioni finanziarie e contabili, l'EBITDA offre un quadro più nitido delle prestazioni operative di un'azienda.

Nel caso delle startup fintech che hanno superato la fase iniziale di crescita e stanno generando profitti costanti, l'EBITDA può costituire un approccio di valutazione appropriato. Tuttavia, tale metodo non è applicabile alle imprese che non hanno ancora conseguito profitti, poiché l'EBITDA è una misura di redditività. È pertanto cruciale valutare fattori come il tasso di crescita della startup, il profilo di rischio e i multipli impiegati nella valutazione di aziende simili, che consentono di compiere una valutazione completa e accurata.

Il multiplo presenta il vantaggio di non essere influenzato dalle varie metodologie di ammortamento, poiché i differenti metodi di ammortamento possono incidere sugli utili netti e sugli utili operativi, ma non impattano l'EBITDA. Questo lo rende particolarmente adatto per la comparazione tra imprese con differenti intensità di capitale, dove l'EBIT e l'EBITDA possono differire significativamente. È anche un indicatore cruciale per valutare il recupero finanziario (payback) degli investimenti effettuati nell'ambito delle acquisizioni. Inoltre, si rivela molto utile per mettere a confronto imprese che presentano alti livelli di indebitamento.

Nell'ambito pratico, il multiplo rappresenta l'indicatore maggiormente utilizzato in quanto è basato sull'entità reddituale dell'EBITDA, che rende più efficacemente di altri indicatori la capacità di generare valore di un'azienda attraverso la sua attività caratteristica.

È particolarmente applicabile a imprese con attività stabili e mature, e viene inserito all'interno di un insieme di multipli utilizzati per la valutazione.

L'EBIT è utilizzato alternativamente all'EBITDA, soprattutto quando l'attivo dell'impresa si caratterizza per la forte presenza di immobilizzazioni materiali.

In questo contesto, il multiplo è suscettibile di essere influenzato dalle politiche di ammortamento e può subire l'impatto delle normative contabili adottate dall'azienda (di conseguenza, in termini di neutralità, presenta una minore coerenza rispetto al multiplo EV/Ebitda). È utilizzato principalmente per valutare imprese con attività consolidate e mature, caratterizzate da consistenti investimenti in capitale. Tuttavia, non è particolarmente adatto al confronto tra società situate in diversi paesi, a causa delle discrepanze nelle politiche di ammortamento applicate.

Analizzando alcune riflessioni sull'applicazione del metodo dei Multipli possiamo riepilogare una serie di vantaggi e svantaggi, tra cui:

Vantaggi:

- Semplicità: tale metodo è di semplice applicazione in quanto si fonda su analogie e comparazioni con altre imprese simili, consentendo un'applicazione immediata e intuitiva.
- Rapidità: Una volta selezionate le aziende con le quali si intende effettuare il confronto, l'utilizzo dei multipli consente di ottenere in modo agevole il risultato finale, evitando calcoli particolarmente complessi, considerazioni di variabili o scenari elaborati.
- Stabilità: Capacità di assumere valori rientranti in un range di valori limitato, soprattutto se viene scelto adeguatamente il campione di aziende da prendere in considerazione.¹³¹

Sfide nell'Utilizzo:

- Difficoltà nel trovare confronti affidabili: Trovare aziende simili per un confronto attendibile può essere problematico, specialmente nel caso delle startup fintech. Le startup, in particolare, presentano un elevato grado di unicità e trovare punti di paragone tra di esse può risultare un'operazione casuale.
- Soggettività Elevata: L'uso dei multipli richiede una scelta soggettiva sia dei parametri da considerare nel confronto che delle imprese da comparare, introducendo un elemento di discrezionalità nel processo di valutazione.

È evidente che l'applicazione dei multipli presenta vantaggi innegabili, come la facilità e la rapidità nell'ottenere stime di valore. Tuttavia, è altrettanto chiaro che l'accuratezza e l'affidabilità delle valutazioni basate su multipli dipendono fortemente dalla disponibilità di dati comparabili e dalla capacità di mitigare la soggettività nella scelta dei parametri e delle aziende di riferimento. Questo approccio risulta particolarmente idoneo all'applicazione per le startup che generano entrate

¹³¹ Damodaran A, "Valutazione delle aziende", Maggioli Editore, 2014

costanti ma che devono ancora raggiungere profitti consistenti. Questa situazione si manifesta frequentemente in diverse aree, sebbene sia particolarmente diffusa nell'ambito tecnologico, dove le aziende spesso accumulano significative entrate prima di conseguire la redditività.

Nel caso delle start-up fintech, in particolare in fase di *early stage*, l'utilizzo dei multipli di mercato per la valutazione può presentare non poche criticità, rendendolo meno idoneo per risolvere le problematiche tipiche degli approcci valutativi tradizionali. In primo luogo, i multipli spesso si riferiscono a società quotate, per le quali i titoli sono negoziati su mercati secondari: ciò comporta una maggiore trasparenza che riduce il rischio, una maggiore disponibilità di informazioni e una serie di caratteristiche strutturali differenti rispetto alle società in fase di *early stage*, ancora private e caratterizzate da maggiori incertezze.

In questo contesto, l'uso di coefficienti basati su società pubbliche per valutare aziende private può risultare poco coerente: una possibile soluzione potrebbe essere quella di utilizzare tali multipli dopo averli adeguati e applicati con uno sconto leggero alle startup nel settore fintech.¹³² Tuttavia, un adeguamento che consideri l'orizzonte temporale di valutazione, la probabilità di fallimento e la liquidità dell'investimento potrebbe portare a una valutazione più bassa delle giovani imprese, senza tenere conto delle loro potenziali opportunità di crescita.

Infine, l'uso di indicatori derivati da società pubbliche potrebbe essere più adatto alle società che prevedono una IPO a breve termine o un'acquisizione in corso da parte di società quotate.

Un altro problema riguarda i multipli basati sugli utili, che sono meno efficaci quando questi ultimi sono ancora negativi, come nel caso di startup che necessitano di un periodo di sviluppo per espandere la propria attività, superare le fasi iniziali con maggior rischio di fallimento e raggiungere la redditività. In modo analogo, l'utilizzo di multipli calcolati sulla base dei ricavi o dei valori contabili potrebbe fornire valutazioni insignificanti per le startup, le quali traggono gran parte del loro valore da asset intangibili, innovazione e prospettive di crescita.

Tuttavia, è possibile superare questo problema calcolando il rapporto *forward P/E*, basato su utili prospettici invece di quelli attuali, consentendo alle startup che attualmente non sono redditizie di utilizzare comunque il metodo, moltiplicando questo rapporto per le loro aspettative di redditività futura.

In alternativa, i fondi di venture capital, focalizzati su aziende rischiose ma con notevoli opportunità di crescita, possono considerare l'utilizzo del PEG (P/E to growth)¹³³:

¹³² CB Insights. (2021), How To Value A Company: An In-Depth Guide To The Business Valuation Process

¹³³ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/price-earnings-to-growth.html>

Rapporto tra l'indicatore price/earnings (P/E) e il tasso di sviluppo annuale previsto per gli utili di una società.

$$PEG = \frac{P/E}{\text{crescita attesa degli utili}}$$

Il PEG è uno strumento utile per valutare se il rapporto prezzo-utile di un'azione è giustificato dalla sua crescita dei guadagni prevista. Un PEG inferiore a 1 generalmente indica che l'azione potrebbe essere sottovalutata rispetto alla sua crescita dei guadagni prevista. Un PEG superiore a 1 potrebbe suggerire, invece, che l'azione è sopravvalutata rispetto alla sua crescita prevista.

Infine, un'ulteriore soluzione alle limitazioni del metodo dei multipli consiste nel calcolare i multipli direttamente da società private: questa alternativa è ostacolata dalla scarsità di informazioni sulle aziende non quotate, come la mancanza di un prezzo di mercato e il numero insufficiente di startup comparabili in fasi ancora iniziali. Tuttavia, una tecnica più accurata rispetto all'uso di rapporti derivati da società quotate, prevede l'utilizzo di un multiplo basato su transazioni private analoghe: ovvero, il prezzo pagato in transazioni relativamente a startup che operano in settori analoghi a quello dell'azienda in valutazione, in un orizzonte temporale non troppo distante. Si presume che gli investitori valutino in modo equivalente comparables privati, investendo i loro fondi in modo simile.

Dopo aver identificato il valore della transazione relativo a startup comparabili, si rapporta tale misura a una variabile economica o patrimoniale del campione analizzato per ottenere il multiplo effettivo. Quest'ultimo, moltiplicato per la stessa variabile dell'azienda valutata, come nel tradizionale metodo dei multipli di mercato adottato per le aziende quotate, consentirà di ottenere il valore dell'azienda stessa.¹³⁴

Sebbene le limitazioni del metodo basato sull'utilizzo dei multipli delle aziende comparabili abbiano generato alcune possibili soluzioni, il modello in questione, così come i metodi tradizionali presentati in precedenza, confermano la tesi iniziale: gli approcci tradizionali alla valutazione, sebbene applicabili con le opportune modifiche alle startup fintech in fase di early stage, restano parzialmente idonei, aprendo la strada allo sviluppo di metodi alternativi, oggetto del prossimo capitolo.

¹³⁴ Damodaran, A. (2009). Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418687>

3.4. Limiti dei principali Metodi di Valutazione

Le metodologie di valutazione aziendale finora esaminate hanno spesso mostrato limiti nell'effettuare una valutazione precisa del valore potenziale di un'azienda innovativa, come nel caso delle fintech.

Abbiamo già menzionato in precedenza che valutare le startup fintech mediante metodi di valutazione convenzionali, sia diretti che indiretti, si rivela problematico a causa delle loro caratteristiche peculiari. Queste giovani imprese si distinguono per la loro innovazione, sia in termini di prodotti o servizi offerti, sia per l'adozione di modelli organizzativi innovativi.

Emerge chiaramente che investire in startup fintech comporta l'esplorazione di territori ancora inesplorati, caratterizzati da notevoli rischi, ma anche da notevoli opportunità economiche. Tuttavia, la sfida sta nel valutare accuratamente queste opportunità di investimento con appropriati metodi valutativi.

L'approccio finanziario tradizionale, ad esempio, rischia di sottovalutare in modo evidente il potenziale di una startup, poiché mancano i fattori tipici delle imprese consolidate con un passato storico ben definito. Come già evidenziato, la previsione dei flussi di cassa risulta alquanto incerta per le startup, dato che gli investimenti iniziali ingenti si accompagnano a difficoltà nell'ottenere dati affidabili per stimare i futuri ricavi e costi gestionali.

Inoltre, i metodi di valutazione convenzionali sono troppo rigidi e poco adattabili, risultando inadeguati per valutare imprese come le start-up, che fanno della flessibilità un elemento chiave, soprattutto nei primi anni di attività.

Va considerato anche che i massicci investimenti iniziali determinano decisioni operative future, ma l'assenza di un passato aziendale pregresso rende difficile prevedere le scelte che la direzione aziendale potrà effettuare in seguito. La mancanza di dati storici rende problematica l'applicazione di metodi basati sulla valutazione del rischio, come il CAPM, che deriva dal modello di Markowitz e si concentra sulla gestione del rischio. Anche i metodi basati sui redditi non offrono risultati migliori: le startup, soprattutto all'inizio, tendono a registrare redditi fortemente negativi, anche se espressi in termini di reddito prospettico normalizzato.

Inoltre, anche l'uso del metodo dei multipli presenta problemi evidenti, poiché la mancanza di parametri standardizzati rende difficile (o addirittura impossibile) l'applicazione dei multipli tradizionali alle startup fintech. Spesso, le startup sono così uniche nel panorama economico che è impossibile trovare aziende comparabili.

Sebbene il metodo finanziario sia generalmente preferito rispetto agli altri, la sua applicazione può presentare sfide significative, in quanto richiede fattori che spesso mancano in tali imprese.

In particolare, emergono nel dettaglio i seguenti punti:

1. **Alta Incertezza:** le fintech spesso operano in settori ad alto contenuto tecnologico, il che rende difficile stimare costi, ricavi e investimenti futuri. La natura altamente incerta di queste iniziative può compromettere la fiducia nei flussi di cassa derivati.
2. **Inadeguata Flessibilità:** le metodologie tradizionali potrebbero mancare della flessibilità necessaria per valutare imprese intrinsecamente dinamiche come le fintech.
3. **Limitata Considerazione delle Opzioni Future:** l'analisi dei flussi di cassa spesso non riesce a incorporare le opzioni future che una startup fintech potrebbe dover valutare in base agli investimenti effettuati.
4. **Flussi di Cassa Negativi:** il metodo dei flussi di cassa scontati può incontrare difficoltà nell'applicazione quando si trattano flussi di cassa negativi, comuni nelle prime fasi di sviluppo delle startup.
5. **Sfide nel Calcolo dei Tassi di Attualizzazione:** la determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi di cassa, utilizzando approcci tradizionali, può risultare problematica in scenari di elevata incertezza.
6. **Mancanza di Dati Storici:** la mancanza di dati storici rilevanti rende difficile la stima dei parametri di rischio, come ad esempio il Beta azionario del CAPM, e limita la possibilità di calcolare medie di lungo periodo per il confronto.
7. **Difficoltà con Metodi "Diretti":** metodi diretti come quelli basati sui multipli possono incontrare ostacoli nell'assenza di parametri normalizzati o nella mancanza di aziende comparabili, come già discusso in precedenza.
8. **Mancanza di Comparabilità:** L'assenza di aziende comparabili o la loro difficile individuazione ostacola l'utilizzo di metodi di valutazione "diretti".

Dalla prospettiva di queste considerazioni, è chiaro che l'applicazione delle metodologie tradizionali richiede un'approfondita coscienza delle specificità delle startup fintech. L'applicazione di metodi di valutazione tradizionali, sia diretti che indiretti, alle startup rappresenta una sfida particolarmente complessa al giorno d'oggi soprattutto a causa delle loro caratteristiche uniche e innovative. Questi modelli potrebbero non cogliere appieno gli aspetti qualitativi e intangibili che influenzano il valore complessivo del capitale economico di una società in rapido sviluppo e cambiamento. È fondamentale, dunque, adattare tali metodologie alle peculiarità delle società fintech, integrandole con approcci alternativi maggiormente adatti a catturare la natura dinamica e innovativa di tali imprese in fase iniziale, che analizzeremo in dettaglio nel capitolo successivo.

CAPITOLO 4:

METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ALTERNATIVE

4.1. Un processo complesso e sfidante

Le startup fintech e le istituzioni finanziarie tradizionali sono due sfaccettature contrastanti del settore finanziario, ciascuna delle quali richiede strategie di valutazione uniche.

Da un lato, le startup fintech sono agili, incentrate sul cliente e spesso rivoluzionarie nel loro approccio ai servizi finanziari. In qualità di giovani aziende private, impiegano tecnologie innovative per sfidare e ridefinire il panorama finanziario, attraverso la creazione di offerte di servizi uniche, la riduzione dei costi operativi o la ricerca di tassi di crescita più elevati rispetto alle società finanziarie tradizionali. Una strategia chiave per molte startup fintech è il continuo perfezionamento dei loro prodotti e servizi attraverso soprattutto l'analisi dei dati.

Gli investitori sono attratti da queste startup per il loro potenziale dirompente e per la loro capacità di creare nuovi mercati, promettendo una crescita rilevante.

Inoltre, il loro funzionamento in mercati con elevate barriere all'ingresso implica che spesso vi sia il potenziale giusto per poter ottenere dei rendimenti più elevati.

Per effettuare una valutazione accurata delle startup fintech, è essenziale adottare un approccio prospettico che si focalizzi sulla loro proiezione di sviluppo, redditività e presenza nel mercato. Al fine di compiere scelte d'investimento illuminate, gli investitori necessitano di acquisire una conoscenza approfondita delle peculiarità distintive e del posizionamento della startup nell'ambito di mercato. Questo processo richiede un quadro informativo completo, abbracciante l'azienda stessa, il mercato di riferimento e le opportunità di crescita potenziali. Solo attraverso tale analisi è possibile valutare concretamente le prospettive di espansione e il vantaggio competitivo della società in questione.

Come accennato già nel capitolo precedente, le valutazioni economiche e finanziarie delle istituzioni finanziarie tradizionali, essendo queste entità consolidate con un'ampia base di clienti e un portafoglio di prodotti diversificato, sono fondate soprattutto sulla loro performance storica. La loro valutazione si basa spesso su metriche finanziarie fondamentali come entrate, profitti conseguiti, attività e passività. Inoltre, il complesso contesto normativo in cui operano queste istituzioni introduce ulteriori fattori da considerare nelle fasi valutative.¹³⁵

¹³⁵ G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, La valutazione delle aziende, 2013

In sostanza, mentre le startup fintech richiedono un approccio di valutazione lungimirante e incentrato sulla crescita, le istituzioni finanziarie tradizionali richiedono un approccio storico e retrospettivo che enfatizzi le loro prestazioni finanziarie e la conformità normativa.

In questo capitolo verrà approfondito il processo di valutazione delle startup fintech, con la valutazione di come gli investitori, individuali o istituzionali, possano navigare nel mondo dinamico e frenetico del fintech per identificare opportunità promettenti e prendere decisioni di investimento informate.

L'ascesa della tecnologia finanziaria ha dato vita a una nuova generazione di startup che hanno rivoluzionato i servizi finanziari tradizionali. Sebbene queste aziende innovative introducano nuove soluzioni nei pagamenti, nei prestiti, nella gestione patrimoniale e nelle assicurazioni, la loro valutazione pone sfide uniche per gli investitori (formati principalmente da Venture Capital). A differenza di altre startup, le aziende fintech operano in ambienti altamente regolamentati, che richiedono una comprensione dei vincoli normativi specifici e dei costi da sostenere per conformare le strutture aziendali alle disposizioni di Legge. Inoltre, la loro crescita potenziale è legata non solo ai tassi di adozione della tecnologia, ma anche ai cambiamenti nel comportamento dei clienti all'interno del settore finanziario conservatore.

L'analisi delle start-up, particolarmente durante le fasi iniziali del loro sviluppo (Early business stage) e in misura minore nella fase successiva (Second stage), segue un approccio altamente specializzato con regole specifiche. Questo è dovuto al fatto che queste imprese:

- Operano senza disporre di dati storici pregressi, rendendo la valutazione un compito particolarmente complesso.
- Sono caratterizzate da un elevato livello di rischio imprenditoriale, dato che molto spesso l'idea di business iniziale deve ancora essere completamente realizzata e testata sul campo.
- Spesso richiedono tempi di ritorno sugli investimenti che tendono ad essere più lunghi rispetto ad altre tipologie di aziende.
- Possono vedere la figura del valutatore e dell'investitore sovrapporsi, soprattutto nelle prime fasi di sviluppo.
- Richiedono una valutazione iniziale dell'ammontare dell'investimento necessario, seguita dalla determinazione della quota di capitale a cui tale investimento si riferisce.
- Necessitano non solo di competenze tecniche, ma anche di un forte intuito e di una vasta esperienza specialistica da parte dell'investitore/valutatore.

In sintesi, valutare le start-up è un processo molto complesso che richiede una conoscenza approfondita del settore, una comprensione dei rischi specifici associati a queste imprese emergenti e la capacità di prendere decisioni informate basate su dati limitati. È un'attività che richiede una combinazione di competenze tecniche e capacità intuitive, poiché il successo di una start-up può dipendere da molteplici fattori, alcuni dei quali difficili da quantificare numericamente.

Quando si tratta di valutare le società fintech, le principali differenze rispetto alle imprese tradizionali sono in termini di:

- Natura del problema che risolve: le fintech spesso risolvono problemi che prima non erano possibili da risolvere grazie ai progressi ed all'innovazione tecnologica.
- Capacità di scalare rapidamente su vaste geografie senza la necessità di stabilire una presenza fisica e infrastrutture. Ciò è possibile perché le fintech non devono stabilire una presenza fisica e infrastrutture in ogni mercato.
- Costo inferiore di gestione per le fintech, dovuto alle loro strutture snelle e al fatto che non devono mantenere grandi infrastrutture IT fisiche o manodopera.

Arrington (2015) sostiene inoltre che il successo di un'azienda è determinato dalla natura del problema che l'azienda sta risolvendo. Se l'azienda risolve un problema importante in modo disruptive, è più probabile che sia di successo. Un esempio è la società Transferwise, che ha cambiato i paradigmi dei trasferimenti di denaro, rendendoli più economici e convenienti, con un grande impatto sugli incumbent del settore.¹³⁶

Un altro elemento fondamentale è la natura di tali società, che le rende facilmente scalabili su vaste aree geografiche. Ciò avviene in primis perché la loro attività non richiede una grande infrastruttura fisica, come uffici, filiali o distributori. Le fintech sono quindi facilmente scalabili perché operano molto online e possono raggiungere in questo modo clienti in ogni parte del mondo. Revolut è un esempio di fintech che ha scalato rapidamente la sua attività. È stata lanciata nel 2015 e ha già oltre 3 milioni di clienti in oltre 120 paesi, con un numero molto più grande dei paesi serviti dalla maggior parte delle grandi banche internazionali.¹³⁷

La scalabilità risulta essere un vantaggio determinante per le aziende poiché consente loro di crescere rapidamente e raggiungere un mercato più ampio portando ad una maggiore profittabilità e competitività. Le startup fintech sono caratterizzate dunque da modelli di business che sfruttano la tecnologia per ridurre i costi e offrire servizi più convenienti ai clienti, beneficiando anche di economie di scala.

¹³⁶ Arrington, M. (2015). TransferWise è la prossima grande impresa tecnologica. Forbes.

¹³⁷ Revolut. (2023). Revolut raggiunge i 30 milioni di clienti in tutto il mondo.

Ad esempio, società come Revolut, Transferwise e PayPal hanno una vasta presenza in tutto il mondo senza la necessità di aprire fisicamente uffici in ogni località.

Tuttavia, sulla base di tali novità e complessità, la valutazione delle startup fintech comporta un processo molto complesso suddiviso in più fasi:

1. Comprendere l'unicità della startup fintech

Il primo passo nella valutazione di una startup fintech consiste nell'acquisire una chiara comprensione delle sue caratteristiche distintive. Questo implica l'analisi della tecnologia peculiare adottata dalla startup, come algoritmi o piattaforme proprietarie, nonché la disamina del suo modello di business e del pubblico di riferimento. Date le dinamiche altamente competitive del settore fintech, è di cruciale importanza cogliere questi aspetti unici per garantire una valutazione equa ed efficiente.

2. Valutazione della posizione di mercato

Valutare accuratamente la collocazione della startup all'interno del vasto panorama fintech costituisce un passo fondamentale. Ciò comporta l'individuazione dei principali concorrenti e la comprensione della quota di mercato, della visibilità del marchio e della sua reputazione. Gli investitori devono altresì considerare il grado di saturazione del mercato e l'eventuale potenziale di crescita dell'azienda.

3. Stima delle dimensioni del mercato e del potenziale di crescita

Il valore di una startup fintech è strettamente legato alle dimensioni del mercato di riferimento e alla sua prospettiva di crescita. Questo implica non solo la comprensione delle attuali dimensioni del mercato, ma anche una valutazione delle possibilità di sviluppo nei prossimi anni. È altresì cruciale valutare se i prodotti o i servizi offerti dalla startup sono suscettibili di scalabilità e se possono adattarsi alle mutevoli condizioni del mercato.

4. Analisi della performance finanziaria

Sebbene molte startup fintech possano non presentare ancora redditività, è essenziale procedere con un'analisi accurata della loro performance finanziaria. Questo processo implica l'esame dei ricavi, delle spese e dei flussi di cassa, unitamente a una comprensione approfondita dei loro modelli di business.

Dato l'approccio unico dei modelli di business delle startup fintech, le metriche finanziarie convenzionali potrebbero non essere sempre applicabili, rendendo cruciale una comprensione delle sottigliezze in gioco.

5. Valutazione del team

Un team solido ed esperto può costituire un elemento di rilievo per il successo di una startup fintech. Gli investitori sono tenuti ad analizzare l'esperienza, le competenze e il curriculum del

team dirigenziale nell'ambito fintech. Inoltre, è opportuno valutare anche la visione e l'entusiasmo del team nei confronti della startup.

6. Valutazione dei rischi associati

L'identificazione dei rischi potenziali costituisce un elemento vitale nel processo di valutazione. Questi rischi potrebbero comprendere aspetti normativi (date le intricate regolamentazioni nel settore finanziario), sfide legate alla tecnologia (considerando l'impulso tecnologico del fintech), fattori di rischio di mercato e competizione. Un'approfondita comprensione di tali rischi risulta indispensabile per compiere una decisione d'investimento informata.

7. Determinazione finale del valore

Dopo aver ponderato tutti gli elementi precedentemente menzionati, gli investitori possono stabilire una valutazione per la startup fintech. Questo processo solitamente si avvale di metodi di valutazione adeguati alle startup, come il discounted cash flow, l'analisi delle società comparabili o l'utilizzo del metodo del capitale di rischio. Tuttavia, date le peculiarità uniche delle startup fintech, potrebbe essere necessario adattare o coniugare tali modelli ad altri alternativi al fine di giungere a una valutazione equa ed efficiente.

In linea generale, i tradizionali metodi di valutazione impiegati per le imprese (approccio patrimoniale, reddituale, finanziario ed i multipli di mercato) risultano complessi da applicare alle startup. Il principale ostacolo che limita l'applicabilità dei metodi di valutazione tradizionali risiede nella mancanza delle tipiche informazioni di base di cui essi dipendono per operare con precisione. Solitamente, non sono disponibili dati relativi ai ricavi storici o ai flussi di cassa (dovuto alla recente fondazione dell'azienda), frequentemente mancano dati di mercato (in assenza di imprese o transazioni comparabili) e gli attivi dell'azienda sono di natura immateriale e complessi da valutare in modo oggettivo.¹³⁸

L'approccio patrimoniale si fonda sulla valutazione analitica del valore presente di attività e passività, caratterizzandosi per la sua staticità in quanto non considera l'evoluzione futura dell'azienda. In generale, tale approccio risulta essere il meno idoneo per valutare il capitale economico delle startup. Infatti, il valore delle startup risiede nell'idea concepita dai fondatori e nel suo successivo sviluppo, e non tanto negli asset, dato che le aziende appena avviate di solito presentano pochissime attività tangibili e spesso dispongono di limitate risorse finanziarie.

L'approccio reddituale si basa sul valore dell'azienda e sulla capacità di generare ricavi/flussi di cassa prospettici utilizzando tre passaggi logici:

¹³⁸ Visconti Moro R., "La valutazione delle Fintech", disponibile su <https://www.morovisconti.com/>

- impostare il periodo di tempo per l'analisi dei flussi;
- valutare i flussi di reddito "normali attesi";
- impostare il tasso di sconto corretto.

Un ulteriore ostacolo rilevante è rappresentato dalla determinazione del tasso di sconto per le giovani imprese. Come già evidenziato, i modelli convenzionali risultano inadeguati in quanto calcolano il tasso di sconto considerando le peculiarità del settore e il background storico dell'azienda. Tuttavia, per le startup, è impossibile estrarre rendimenti passati per ottenere il beta dell'azienda (per calcolare il costo dell'equity con il CAPM), e spesso le startup presentano caratteristiche notevolmente diverse dalle altre imprese del settore. Inoltre, i modelli tradizionali si basano sull'assunzione di una costante uniformità del rischio di mercato nel tempo, mentre questo tende a variare nel tempo, soprattutto per le società di nuova costituzione.

Generalmente, gli approcci tradizionali per valutazione del tasso di sconto si concentrano sul rischio di mercato, mentre per le startup, il principale fattore di rischio deriva prettamente dal rischio specifico dell'impresa.¹³⁹

Avendo stabilito che la valutazione di una startup fintech costituisce un processo complesso che abbraccia un'ampia gamma di fattori e considerazioni, possiamo affermare che, in generale, tali metodi di valutazione possono essere categorizzati in due gruppi distinti: da un lato, vi sono i metodi generali, applicabili a tutte le società già sviluppate, inclusi quelli operanti nel settore fintech; dall'altro, si trovano i metodi specifici legati alle startup emergenti, i quali sono progettati in modo unico per adattarsi alle caratteristiche peculiari di queste aziende, sia a causa dei loro modelli di business sia in virtù del contesto di mercato in cui operano.

Tra le diverse metodologie alternative utilizzate per valutare le startup nel settore fintech, ci sono approcci che consentono di considerare anche gli aspetti di natura qualitativa e intangibile che influenzano il valore complessivo del capitale economico dell'azienda. In questo contesto, vogliamo presentare alcuni dei vari modelli di valutazione alternativi:

1. **Metodo Scorecard**
2. **Metodo Berkus**
3. **Approccio Cost-to-Duplicate**
4. **Metodo Venture Capital**
5. **Metodo First Chicago**
6. **Metodo Risk Factor Summation**

¹³⁹ Damodaran A, "Valutazione delle aziende", Maggioli Editore, 2014

In queste metodologie, spesso utilizzate dai nuovi investitori a titolo di capitale di rischio, l'approccio comune è quello di selezionare come punto di riferimento non il momento attuale, ma una data futura in cui ci si aspetta che l'azienda raggiunga un equilibrio economico e finanziario specifico, dimostrando flussi finanziari e redditi stabili e positivi. Questo calcolo può essere basato su un unico scenario o su scenari alternativi, ciascuno con probabilità specifiche di successo. Successivamente, il risultato ottenuto viene riportato al valore attuale utilizzando specifiche tecniche di attualizzazione.

Oltre alle variabili strettamente quantitative necessarie per l'applicazione di queste metodologie, esse tengono conto anche di una componente derivante dall'analisi qualitativa della gestione dell'azienda. Questo elemento può comportare sia un premio aggiuntivo al valore stimato che una riduzione dello stesso, a seconda delle considerazioni sull'efficacia e la competenza della leadership aziendale.

4.1.1. Metodo Scorecard

Il Metodo Scorecard, noto anche come Metodo Payn, è basato sull'estensione dell'analisi a diverse startup già finanziate che operano nello stesso settore. Si inizia con una valutazione media del settore ponderata poi per un fattore specifico derivante dalla combinazione di fattori qualitativi e quantitativi caratteristici della startup in esame.

Elaborato da Bill Payn, un business angel, questo metodo si fonda sul confronto dell'azienda oggetto di analisi con altre startup attive nello stesso settore e nella medesima area geografica. Questo confronto considera diverse variabili, tra cui le caratteristiche del team, il prodotto/servizio offerto, la tecnologia sfruttata dall'azienda, le dimensioni e la competizione del mercato di riferimento e le necessità di investimenti futuri.

Inizialmente, si effettua una valutazione media del settore, che può essere ottenuta attraverso ricerche di mercato o potrebbe già essere disponibile a disposizione di alcuni investitori e operatori. Successivamente si determina un moltiplicatore (da 0 a 1,5) ottenuto dall'aggregazione di diversi fattori qualitativi, ponderati con un peso percentuale che deve rimanere entro un range massimo predeterminato:

- Forza del team di lavoro (0-30%), in cui si valuta il capitale umano della startup
- Mercato di riferimento (0-25%), in cui si valuta l'opportunità di business nel settore
- Prodotti e Tecnologia (0-15%), in cui si valutano i prodotti ed il livello di tecnologia utilizzato
- Competizione nel settore (0-10%), in cui si valuta l'ambiente competitivo della startup
- Partnership / Marketing / Canali di vendita (0-10%), valutando tali componenti esterne

- Necessità di investimenti aggiuntivi (0-5%), valutando investimenti e scenari aggiuntivi
- Altri elementi (0-5%), dove vengono valutati fattori possibili di disturbo o vantaggio.

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

La valutazione di tali fattori avverrà attribuendo un valore a ciascun elemento in base alla sua presenza o assenza nella startup. Per ogni fattore, ci saranno una serie di caratteristiche specifiche il cui impatto avrà valori che variano da --- a +++, dove 0 indica un sotto fattore considerato irrilevante per l'analisi. Il "Peso" rappresenta il contributo di ciascuna categoria di fattori comparativi alla startup.

Il peso più significativo (30% del totale) è assegnato alla forza e alle capacità dell'imprenditore e del team manageriale, se presente. Questo significa che il 30% del valore dell'azienda dipenderà dalla valutazione dei fattori in questa categoria, che potrà essere assoluta o relativa, a seconda della presenza o meno di aziende comparabili. Il peso dell'opportunità di mercato che la startup può sfruttare rappresenterà massimo il 25% della valutazione. La ponderazione per il prodotto/servizio sarà del 15%, mentre scenderà al 10% per l'ambiente competitivo e la capacità di marketing, vendite e partnership. Il peso più basso, ovvero il 5%, è assegnato alla necessità di ulteriori finanziamenti o ad altre categorie residue. Di solito, ogni + o - corrisponderà a una percentuale di aumento o diminuzione che contribuirà a formare il fattore comparativo indicato nella sezione "Confronto". La somma di questi valori + e - verrà ponderata in modo da ottenere un valore compreso tra lo 0% e il 150%. Questo processo sarà eseguito per ciascuna categoria di fattori. Alla fine, sarà sufficiente moltiplicare il valore del peso (W) per il valore del fattore comparativo (C). La somma di questi prodotti porterà a un valore moltiplicativo finale compreso tra 0 e 1.5. Questo valore sarà poi moltiplicato per il valore derivato dalla valutazione pre-money media del settore, ottenendo così la valutazione pre-money della nostra startup. La valutazione di questi fattori avverrà secondo lo schema seguente (B. Payne, 2011)¹⁴⁰:

¹⁴⁰ Bill Payne, Scorecard valuation methodology, Establishing the Valuation of Pre-revenue, Start-up Companies, 2011.

VALUATION WORKSHEET

Weighting	Factors and Issues	
	IMPACT ON THE VALUATION OF PRE-REVENUE, STARTUP COMPANIES	
0-30%	Strength of the Entrepreneur and the Management Team	
	Impact	Experience
	+	Many years of business experience
	++	Experience in this business sector
	+++	Experience as a CEO
	++	Experience as a COO, CFO, CTO
	+	Experience as a product manager
	-	Experience in sales or technology
	---	No business experience
	Impact	Willingness to step aside, if necessary, for an experienced CEO
	---	Unwilling
	0	neutral
	+++	Willing
	Impact	Is the founder coachable
	+++	yes
	---	No
	Impact	How complete is the management team?
	-	Entrepreneur only
	0	One competent player in place
	+	Team identified and on the sidelines
	+++	Competent team in place
0-25%	Size of the Opportunity	
	Impact	Size of the target market (total sales)
	--	< \$50 million
	+	\$100 million
	++	> \$100 million
	Impact	Potential for revenues of target company in five years
	--	< \$20 million
	++	\$20 to \$50 million
	-	> \$100 million (and will require significant additional funding)
0-15%	Strength of the Product and Intellectual Property	
	Impact	How well is the product defined and developed?
	---	Not well define, still looking a prototypes
	0	Well defined, prototype looks interesting
	++	Good customer feedback from potential customers
	+++	Purchase orders and early sales from customers
	Impact	Is the product compelling to customers?
	---	This product is a vitamin pill
	++	This product is a pain killer
	+++	This product is a pain killer with no side effects
	Impact	Can this product be easily duplicated by the competition?
	---	Easily copied, no intellectual property
	0	Duplication difficult
	++	Product unique and protected by trade secrets
	+++	Solid patent protections
0-10%	Competitive Environment	
	Impact	Strength of competitors in this marketplace
	--	Dominated by a single large player
	-	Dominated by several players
	++	Fractured, many small players
	Impact	Strength of competitive products
	--	Competitive products are excellent
	+++	Competitive products are weak
0-10%	Marketing/Sales/Partners	
	Impact	Sales channels and sales and marketing partners
	---	Haven't even discussed sales channels
	++	Key beta testers identified and contacted
	+++	Channels secure, customers have placed trial orders
	--	No partners identified
	++	Key partners in place
0-5%	Need for additional rounds of funding	
	+++	None
	0	Another angel round
	--	Need venture capital
0-5%	Other	
	++	Positive other factors
	--	Negative other factors

Il Metodo Scorecard è efficace quando si dispone di un ampio mercato di riferimento da cui trarre dati relativi ad altre startup e quando è possibile assegnare parametri di valutazione alle componenti specifiche dell'azienda oggetto di valutazione.¹⁴¹

Questo approccio consente una valutazione semplice e rapida. Sia i fondatori che gli investitori nelle prime fasi possono utilizzare il Metodo Scorecard per valutare startup o aziende pre-revenue. La valutazione pre-money di una startup è il fondamento del valore di un'azienda.

Tuttavia, se già di per sé è difficile valutare una società con indicatori finanziari stabili, immaginiamo quanto sia complicato farlo per le startup in fase di pre-redditività con un forte potenziale di crescita.

La metodologia Scorecard introduce percentuali ponderate individuali basate su un numero dettagliato di fattori quantitativi e qualitativi per categorie, che contribuiscono realmente a comprendere il valore concreto della startup all'inizio.

Supponiamo di valutare una startup vincente i cui “Pesi” siano tutti al loro valore massimo. In tal caso avrà un'importanza cruciale il fattore comparativo, che analizza in che modo la startup si differenzia in quelle specifiche categorie rispetto al settore.

Se ad esempio valutiamo una società che appartiene ad un settore con un forte background di team, ma che superi il settore in termini di tecnologia di prodotto, in questo caso assegneremo il 100% di confronto al forte background del team ed il 150% alla tecnologia del prodotto. Procedendo allo stesso modo per tutti i fattori, valuteremo se la startup sarà superiore o inferiore al settore di riferimento calcolando la valutazione pre-money sulla base di un moltiplicatore che va da 0 a 1,5. Dobbiamo dunque sottolineare che tale metodo calcolerà la valutazione pre-money di una startup, indipendentemente dall'investimento che si desidera effettuare.

Le domande necessarie in fase di valutazione portano l'attenzione su questioni cruciali spesso presenti nelle startup e nelle PMI. Tuttavia, il metodo presenta alcune debolezze: ottenere le valutazioni pre-money dei concorrenti, che costituiscono il punto di partenza della valutazione scorecard, può risultare difficile poiché le informazioni non sono sempre pubbliche. Inoltre, il metodo è molto soggettivo in quanto sia il peso attribuito ai fattori che il moltiplicatore dell'impatto dell'azienda valutata sono entrambi input soggettivi.¹⁴²

Questo approccio di valutazione non elimina la necessità di avere proiezioni finanziarie, che rimangono essenziali per qualsiasi startup che miri a ottenere successo a lungo termine.¹⁴³

¹⁴¹ B. Payne, *Definitive Guide to Raising Money from Angels*, 2006.

¹⁴² Bill Payne, *Scorecard valuation methodology, Establishing the Valuation of Pre-revenue, Start-up Companies*, 2011.

¹⁴³ B. Payne, *Definitive Guide to Raising Money from Angels*, 2006.

4.1.2. Metodo Berkus

Il Metodo Berkus è un noto e rapido approccio molto utilizzato per valutare le startup, con il nome derivante dal venture capitalist Dave Berkus che lo ha introdotto nei primi anni 2000.

Il Metodo Berkus assegna un valore finanziario che varia da 0 a 500.000\$ a ciascuno dei cinque elementi principali di rischio che tutte le giovani startup devono affrontare, riconoscendo all'imprenditore un valore di base per la qualità e il potenziale dell'idea stessa. Sulla base di tali stime si ipotizza un valore "ideale" di una startup pari a 2.500.000\$.

Per determinare il valore di una startup utilizzando tale metodo, si procede innanzitutto stimando il costo del suo sviluppo, analizzando il totale delle spese associate alla manodopera, ai materiali e alle spese generali impiegate nello sviluppo del prodotto o servizio. Successivamente, si stima il valore della proprietà intellettuale, che comprende brevetti, diritti d'autore e marchi registrati.

Nel caso in cui una startup soddisfi tutti i criteri, si avrà una valutazione pre-money di 2,5 milioni di dollari, considerando che l'investitore ha cercato di ridurre al minimo tutti i rischi associati all'investimento. Tuttavia, nonostante l'efficacia di questo metodo, il risultato ottenuto dovrebbe essere verificato e supportato da almeno un'altra metodologia. Una volta che il valore della startup è stato determinato, è possibile calcolare la percentuale di capitale da concedere agli investitori in base all'importo di capitale da essi investito:

$$\text{Quota di capitale} = \text{Investimento} / (\text{Valutazione Pre-Money} + \text{Investimento})$$

Questo metodo si basa sulla premessa che il valore di una startup sia fondato sul suo potenziale, piuttosto che sulle sue performance effettive. I cinque fattori con i rispettivi rischi analizzati per determinare una valutazione aziendale sono i seguenti:

- **Idea di business** (Rischio prodotto): Una proposta di valore credibile è collegata alla mitigazione del rischio legato al prodotto o servizio.
- **Qualità Manageriali del team** (Rischio di esecuzione): Le competenze manageriali del team influenzano il rischio di esecuzione, ossia la capacità dell'imprenditore di portare a termine il suo piano aziendale.
- **Prototipo Funzionante** (Rischio tecnologico): La presenza di un prototipo funzionante riduce il rischio tecnologico, cioè la probabilità che il prodotto, così come concepito, non funzioni.
- **Relazioni strategiche** (Rischio mercato e rischio competitivo): La presenza di partnership strategiche riduce il rischio di mercato e il rischio competitivo dell'attività.

- **Prodotto già lanciato e/o venduto** (Rischio finanziario o di produzione): Il fatto che il prodotto sia già stato lanciato e/o venduto contribuisce a mitigare il rischio finanziario e di produzione.

Ecco un esempio di valutazione utilizzando il Metodo Berkus, supponendo di valutare una startup innovativa con un'idea di business robusta, sebbene non rivoluzionaria. Ipotizziamo una startup gestita da un team di fondatori competenti, ma con alcune lacune in un'area specifica, come quella finanziaria. Infine, ipotizziamo poche relazioni strategiche e un prototipo funzionante garantito da un test condotto, ma non ancora lanciato sul mercato.

La valutazione per ogni fattore sarà calcolata moltiplicando \$500.000 per la percentuale stabilita. La somma di tali valori rappresenta la valutazione pre-money della società.

Parametro	Valutazione del parametro	Valutazione
Idea di business	80%	\$ 400.000
Qualità manageriali	70%	\$ 350.000
Prototipo funzionante	100%	\$ 500.000
Relazioni strategiche	20%	\$ 100.000
Prodotto lanciato	0%	\$ 0
	Totale	\$ 1.350.000

Si noti come in questo caso, il metodo Berkus effettua una valutazione pre-money della startup senza considerare alcun investimento realizzato. Per cui, ipotizzando ad esempio che un investitore decida di investire 1 milione in questa startup, la sua valutazione sarebbe di \$2.350.000, ottenendo una quota della società pari al 42,5% (1M / 2,35M).

Uno delle principali vantaggi del metodo Berkus è la sua applicabilità alle startup soprattutto nelle fasi iniziali, quando non presentano ancora sufficienti entrate o clienti. Di conseguenza, è spesso scelto dagli investitori che cercano opportunità di investire in startup innovative ad alto potenziale di crescita. Un altro vantaggio è la sua relativa semplicità sia nell'uso che nella comprensione, rendendolo un'opzione adatta anche per investitori meno esperti nell'ambito delle valutazioni delle startup. Può tuttavia essere applicato alle aziende in qualsiasi fase di sviluppo, in contrasto con altri metodi di valutazione, che in genere vengono utilizzati solo per le società che sono in fasi di sviluppo più avanzate. Un altro vantaggio del metodo Berkus è che può essere utilizzato per valutare le aziende in una varietà di settori, visto che non si basa su specifici dati di settore o rapporti finanziari. Tuttavia, il metodo presenta anche alcune limitazioni. Una delle critiche più comuni è che si basa fortemente su valutazioni soggettive dei parametri oggetto di analisi. Questa soggettività può causare notevoli variazioni nelle valutazioni a seconda dell'individuo che lo applica. Un'altra critica mossa al metodo di Berkus è la sua mancanza di considerazione per il grado di rischio associato al modello di business delle startup, poiché si basa su soli cinque parametri generici. Ciò può portare a sovrastimare il valore delle aziende che presentano modelli

di business non ancora validati. Inoltre, non vengono applicate correzioni in base a diverse caratteristiche, tra cui fattori geografici e settoriali, delle startup prese in considerazione. L'ipotesi di un valore massimo per la startup perfetta manca di una base scientifica solida, e le affermazioni di supporto empirico sono state molto spesso criticate. In definitiva, nonostante il metodo Berkus offra un approccio interessante e semplificato per valutare le startup, è importante riconoscere le sue limitazioni e considerare attentamente tutte le variabili e i fattori coinvolti nella valutazione di un'azienda emergente. Nonostante queste limitazioni, il metodo di Berkus è ampiamente utilizzato e gode di rispetto nell'ambito delle valutazioni delle startup.¹⁴⁴ Tale metodo è relativamente semplice da usare e non richiede molti dati o analisi finanziarie, rendendolo un'opzione interessante per gli imprenditori che stanno cercando di stimare rapidamente il valore della loro startup.¹⁴⁵ Il metodo Berkus è stato anche utilizzato da alcune delle startup di maggior successo nel recente passato, tra cui principalmente Airbnb, Dropbox, Pinterest e SpaceX.

4.1.3. Metodo Cost to Duplicate

Il Metodo Cost to Duplicate è un approccio che esamina i costi e le spese di una startup, nonché lo sviluppo dei suoi prodotti, per calcolare quanto costerebbe replicare l'attività stessa. Utilizzando questo metodo per determinare il valore di una startup, si somma il giusto valore di mercato dei beni tangibili dell'azienda (es. costi R&S di una società simile nel settore del software).

Gli investitori che adottano questo metodo di solito non sono disposti a investire più del valore di mercato calcolato. Tuttavia, va notato che questo approccio non tiene in considerazione le potenziali vendite future e la crescita dell'azienda, né le risorse immateriali come il valore del marchio, l'avviamento e la proprietà intellettuale. Questo metodo è focalizzato principalmente sugli aspetti concreti e materiali dell'attività e si concentra su quanto costerebbe creare una replica identica della startup. Un investitore esperto e ben informato difficilmente pagherebbe una cifra superiore al costo di duplicazione dell'attività. Con l'applicazione di questa metodologia si giunge a delle valutazioni mediamente più basse, per due motivi principali:

- non viene considerato il potenziale di sviluppo futuro dell'azienda;
- non viene preso in esame il valore agli asset intangibili (come le risorse umane e le competenze di cui dispongono).

Escludendo dalla valutazione tutto ciò che non è “fisicamente tangibile” e misurabile, si rischia di perdere di vista gran parte del potenziale dell'azienda stessa.¹⁴⁶

¹⁴⁴ www.startupsventurecapital.com

¹⁴⁵ www.startupsventurecapital.com

¹⁴⁶ Mauro Bini, Luigi Guatri – La valutazione delle aziende – Egea editore

4.1.4. Venture Capital Method

Il Venture Capital Method realizzato nel 1987 da Bill Sahlman¹⁴⁷, professore universitario della Harvard Business School, rappresenta uno dei modelli di valutazione preponderanti per valutare aziende altamente innovative, di recente costituzione e con limitato o nullo record storico di risultati, ma con elevate aspettative in termini di rendimento e rischio.¹⁴⁸

Pertanto, è essenziale considerare l'orizzonte temporale in modo accurato per una valutazione corretta, considerando che il metodo si orienta verso il medio-lungo termine. Periodi troppo limitati potrebbero non riuscire a catturare appieno le potenzialità previste, perdendo una parte sostanziale del valore intrinseco nel futuro, specialmente data la limitata redditività e il livello di asset nei primi stadi di sviluppo.¹⁴⁹

Nell'analisi dei metodi di valutazione prevalenti tra gli investitori di venture capital, è importante considerare vari aspetti legati alla natura e al rischio specifici di questo tipo di investimento. Per tale motivo, i tassi di sconto utilizzati per l'attualizzazione di flussi di cassa futuri sono spesso notevolmente elevati. Infatti, nelle pratiche comuni, i tassi di rendimento minimi richiesti nelle operazioni di venture capital si collocano generalmente nell'intervallo tra il 25% e il 70% annuo.¹⁵⁰

Un tasso di rendimento così elevato è dovuto dal differente livello di rischio che è intrinseco in ciascuna startup, influenzato da vari fattori quali il settore in cui decide la startup di operare, la competenza del team manageriale e il livello del "burn-rate"¹⁵¹ richiesto per avviare l'attività (ossia la velocità con cui l'azienda consuma liquidità prima di arrivare al punto di pareggio).

Infine, un ulteriore aspetto rilevante da considerare è il "discount for illiquidity" (sconto per l'illiquidità) applicato dai venture capitalist al momento dell'investimento, poiché tali titoli acquistati non sono ancora negoziabili su nessun mercato e dunque non potranno essere venduti almeno inizialmente. Mentre per i promotori del progetto l'idea aziendale rappresenta un'impresa, per i venture capitalist costituisce un investimento che deve essere successivamente recuperato attraverso la quotazione in borsa o la vendita a terzi. Di conseguenza, il prezzo pagato dai venture capitalist per l'acquisizione di quote incorpora uno sconto per l'illiquidità.¹⁵²

¹⁴⁷ CB Insights. (2021), How To Value A Company: An In-Depth Guide To The Business Valuation Process

¹⁴⁸ <https://www.impresaprogetto.it/sites/impresaprogetto.it>

¹⁴⁹ Technische Universität München (2002). An introduction to the venture capital method.

¹⁵⁰ S. Caselli, S. Gatti, Venture capital: a euro-system approach, 2004.

¹⁵¹ Il "burn rate" indica il lasso di tempo di sopravvivenza di una società prima che essa necessiti di ulteriori immissioni di liquidità, costituendo l'indicatore chiave per le situazioni di Start-up. Il burn rate è il rapporto tra la differenza delle spese operative monetarie e il gross profit (dato dalla differenza tra i ricavi e il costo del venduto) da un lato e la posizione finanziaria netta dall'altro

¹⁵² A. Damodaran, nella traduzione di C. Consolandi, Valutazione delle aziende, 2010.

Inoltre, dobbiamo anche considerare il “rischio di diluizione” causato da potenziali aumenti di capitale con round di finanziamenti successivi all'ingresso del venture capitalist. Ciò richiede regolari rettifiche al fine di determinare correttamente la quota di capitale corrispondente all'investimento pianificato. Le operazioni giuridiche coinvolte spesso includono clausole anti-diluizione, atte a proteggere gli investitori, spesso titolari di azioni privilegiate, nel caso in cui ulteriori fasi di finanziamento siano necessarie.

Ricapitolando, tale approccio di valutazione viene tipicamente impiegato per imprese altamente innovative, con scarsa o nulla esperienza, e con aspettative di rendimento e rischio significativamente elevati. Si pone particolare enfasi sul valore finale che l'azienda raggiungerà al momento della dismissione e sul rendimento atteso dell'investitore.

Questa metodologia parte dalla considerazione della specificità degli investimenti in aziende appena costituite, le quali solitamente presentano risultati finanziari e flussi di cassa negativi, un elevato grado di rischio e forti prospettive di guadagno. In base a questo principio, si determina il flusso di cassa previsto in una data futura, solitamente coincidente con il momento in cui il venture capitalist effettuerà l'*exit*, cioè l'orizzonte temporale in cui si presume che il progetto inizi a generare flussi di cassa positivi in modo ragionevole. Successivamente, si calcola il valore futuro (Terminal value) dell'azienda utilizzando multipli di mercato appropriati, ampiamente impiegati nelle tecniche di valutazione aziendale. Il valore calcolato viene quindi scontato a un tasso generalmente compreso tra il 25% e il 70%, in base al livello di rischio associato all'investimento. Questa valutazione finale scontata (post-money valuation) consente agli investitori di calcolare la quota di partecipazione che possono acquisire in base ai rendimenti attesi:

L'obiettivo principale di questo modello consiste dunque nell'individuare la percentuale di partecipazione nell'equity associata all'investimento:

Quota richiesta: $\text{Investimento effettuato} / \text{post-money valuation}$

Analizzando in dettaglio le diverse fasi, il metodo Venture Capital si suddivide in:

- a) Determinazione del valore finale, o Terminal value (rappresenta il valore dell'*exit* in un futuro prevedibile di 5/7 anni);
- b) Determinazione del valore finale scontato (post-money valuation);
- c) Calcolo della quota di partecipazione nel capitale di rischio;

Inizialmente, si stima il valore finale attribuito all'impresa ad una certa data futura, tipicamente al momento in cui si prevede di cedere la partecipazione in fase di *exit*. Questo valore si basa sui redditi stimati che l'azienda genererà dopo un certo numero di anni, attraverso il calcolo del Valore

finale (Terminal value). Tuttavia, se nel metodo finanziario in cui veniva calcolato tramite la formula della rendita perpetua ipotizzando una normalizzazione dei flussi di cassa oltre un determinato numero di anni, in questo caso il calcolo del Terminal Value si avvale del metodo dei multipli, calcolati in base ai ricavi di vendita o agli utili di imprese comparabili (ad esempio, il rapporto Price/Earnings alla data di uscita dall'investimento o ad una data ancora successiva).

Per quanto concerne la formula del Terminal Value le opzioni sono le seguenti:

$$1) \text{ Terminal Value} = \frac{P}{E} * E \text{ oppure } \frac{P}{S} * S$$

Dove:

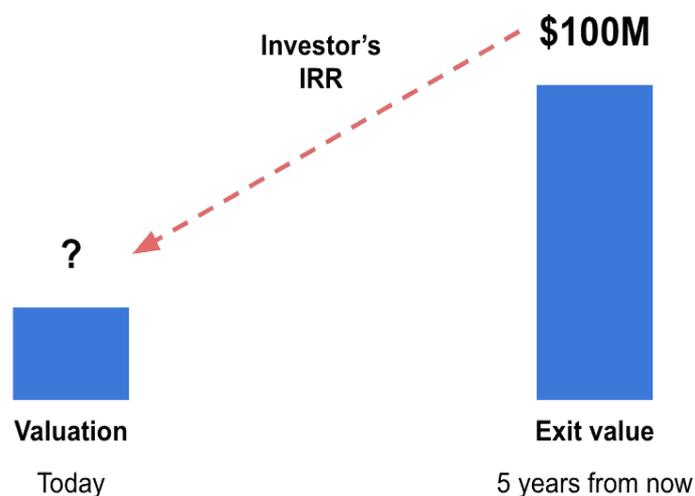
P/E e P/S rappresentano i multipli di imprese comparabili

E ed S sono rispettivamente l'utile netto ed i ricavi di vendita attesi in futuro.

Successivamente, si procede all'attualizzazione del Terminal value, utilizzando un tasso di sconto che rappresenti il rendimento target che il venture capitalist si aspetta di ottenere, tenendo conto del rischio e delle risorse investite. I tassi di rendimento utilizzati in questo campo variano generalmente tra il 25% e il 70% annuo.¹⁵³

Dalla suddetta relazione, si ricava che il valore della società al momento dell'ingresso dell'investitore tenendo conto dell'investimento effettuato (*post-money valuation*), determinato attualizzando il Terminal Value con la seguente formula:

$$2) \text{ post - money valuation} = \frac{\text{Terminal Value}}{(1 + \text{Rendimento Target})^n}$$



¹⁵³ Mauro Bini, Luigi Guatri – La valutazione delle aziende – Egea editore

Durante questa seconda fase, dobbiamo dunque considerare la distinzione tra due concetti fondamentali del metodo Venture Capital: *pre-money valuation* e *post-money valuation*.

L'attualizzazione del Terminal Value restituisce un valore in cui l'investimento è già incluso, per cui la valutazione avviene dopo l'investimento effettuato (*post-money valuation*).

Per ottenere una valutazione *ex ante*, prima dell'investimento, è necessario sottrarre l'ammontare investito: $post\text{-}money\ valuation - Amount\ invested = pre\text{-}money\ valuation$

In questo caso, l'investitore procede tipicamente a ritroso, guardando ai rendimenti che si aspetta dal suo investimento, sulla base della stima del valore di uscita di una startup interessante.

Completata la seconda fase e ottenuto i dati relativi al valore terminale, all'importo dell'investimento e al valore attuale, si procede con gli ultimi due passaggi. Innanzitutto, è necessario determinare la quota di partecipazione azionaria che il venture capitalist ha acquisito sottoscrivendo una porzione delle azioni che costituiscono il capitale proprio in seguito all'investimento effettuato:

$$3) \text{ Quota finale} = \frac{\text{Investimento programmato}}{\text{post - money valuation}}$$

Supponiamo che la società determina una *post-money valuation* di 1 Milione e che l'investimento effettuato è di 250.000 dollari. In tal caso la quota che spetterà all'investitore sarà del 25% (250k/1M). Viceversa, conoscendo solamente l'investimento effettuato e la quota di partecipazione acquisita, potremmo determinare la *post-money valuation* utilizzando la formula inversa ($post\text{-}money\ valuation = investimento / quota\ finale$).

Tuttavia, il modello appena descritto presenta una semplificazione eccessiva rispetto alla complessità del reale funzionamento degli investimenti nel capitale di rischio.

Si tenga anche presente che in molti casi non siamo in presenza di un unico finanziamento in equity, ma di diversi *round* di finanziamenti che si succedono temporalmente mano mano che la start up prosegue nel suo percorso, spesso come forma di protezione e di maggiore controllo, riducendo il rischio morale che potrebbe derivare dalle startup finanziate. In ognuna di queste tornate il capitale viene diluito, con l'ingresso di nuovi soci; per cui normalmente le valutazioni corrispondenti a finanziamenti successivi sono superiori alle valutazioni corrispondenti a finanziamenti precedenti.

Questo meccanismo comporta continue diluizioni per i primi investitori e richiede un adeguamento delle procedure di calcolo menzionate in precedenza. Ad esempio, l'individuazione del tasso di ritenzione (RET)¹⁵⁴, che rappresenta la percentuale di equity mantenuta rispetto a quella posseduta

¹⁵⁴ Technische Universität München (2002). An introduction to the venture capital method.

inizialmente dopo il nuovo investimento, consente di aggiornare costantemente la quota di capitale detenuta dal fondo.

Per calcolare l'effetto della diluizione sulla partecipazione azionaria, è possibile utilizzare la seguente formula:

$$Quota\ Corrente = Quota\ finale * Tasso\ di\ ritenzione$$

Un esempio illustrativo di effetto diluizione potrebbe chiarire questo concetto: supponiamo che un'azienda abbia pianificato di effettuare ulteriori aumenti di capitale. In primo luogo, c'è l'intenzione di emettere nuove azioni che rappresentano il 25% della proprietà complessiva dell'azienda, seguito da un secondo aumento di capitale che porterà alla cessione del 30% di equity. Supponiamo che un venture capitalist detenga attualmente il 10% delle azioni dell'azienda. Se il venture capitalist sceglie di non sottoscrivere proporzionalmente al suo possesso preesistente, la sua quota subirà una riduzione percentuale. Questo fenomeno è noto come "effetto diluizione". Nel caso di un'azienda che effettua prima un aumento di capitale del 25% e poi un aumento del 30%, il venture capitalist che detiene il 10% vedrà la sua quota ridursi al 6,15%. Questo calcolo si

basa sulla formula: $\frac{10}{100(1,25)(1,30)} = \frac{0,10}{(1,25)(1,30)} = 6,15\%$

Pertanto, il tasso di ritenzione per il venture capitalist sarà del 61,5% (6,15 / 10).

Secondo la formula, avremo: Quota corrente = 10% * 61,5% = 6,15%

L'effetto diluizione si verifica quando nuove azioni vengono emesse e vendute, diluendo così la percentuale di partecipazione dei vecchi azionisti. Per mitigare questo effetto, i vecchi azionisti potrebbero scegliere di sottoscrivere nuove azioni in proporzione alla loro quota preesistente, al fine di mantenere la loro partecipazione percentuale invariata. Per evitare questa diluizione, si calcola il rapporto di ritenzione, che misura la riduzione percentuale della partecipazione dell'investitore istituzionale.

"Upround" e "downround" sono concetti legati alle valutazioni pre-money e post-money nel contesto dei finanziamenti per le start-up. Di solito, si parla di "upround" quando la valutazione pre-money nel round successivo supera la valutazione post-money della fase precedente, mentre si verifica un "downround" quando la valutazione pre-money è inferiore alla valutazione post-money precedente. Questi termini sono spesso utilizzati per descrivere le dinamiche di finanziamento delle start-up e riflettono variazioni nel valore e nell'equity dell'azienda tra un round di finanziamento e l'altro. In un certo senso, nel caso di upround, il valore della società aumenta da un round all'altro indipendentemente dall'investimento successivo, generando di base valore per gli azionisti esistenti.

Una critica comune al metodo Venture Capital, nonostante la semplicità del modello, riguarda l'uso di tassi di attualizzazione molto elevati giustificati dall'analisi di diversi fattori rilevanti, tra cui la necessità di compensare la mancanza di liquidità dell'investimento (sconto di illiquidità), il valore aggiunto fornito alla gestione aziendale e la probabilità che l'azienda non sopravviva. Questi tassi di sconto sono spesso considerati necessari per coprire il rischio di fallimento aziendale nel periodo di investimento dei venture capitalist, che è maggiore rispetto ad altre tipologie di rischio aziendale.

Le caratteristiche distintive del Venture Capital Method che abbiamo esaminato finora mettono in luce un aspetto cruciale di questo approccio: è un modello profondamente orientato dalla prospettiva dell'investitore. Mentre i metodi tradizionali che abbiamo analizzato precedentemente si basano su dati legati all'azienda oggetto di valutazione, come flussi di cassa o patrimonio, con un'enfasi predominante sui dati delle aziende comparabili, il Venture Capital Method considera anche la quota di partecipazione acquisita dall'investitore, le azioni sottoscritte e l'obiettivo di uscita che l'investitore intende raggiungere, basato sul rendimento desiderato.

Tuttavia, nonostante le sue peculiarità specifiche nel contesto del venture capital, questo modello non è privo di limitazioni. Innanzitutto, la scelta di un orizzonte temporale potrebbe comportare l'ignoranza di eventi che si verificano successivamente. In secondo luogo, il punto di partenza di questo metodo, indipendentemente dall'approccio utilizzato, consiste nella determinazione del terminal value attraverso l'utilizzo di multipli dei ricavi o degli utili. L'importante peso attribuito a questi valori potrebbe portare le imprese e i fondi a manipolarli a proprio vantaggio, aumentandoli per ottenere maggiori risorse o diminuendoli per pagare un prezzo inferiore per una quota di equity uguale.¹⁵⁵

Quanto al tasso di sconto utilizzato, è essenziale mantenerne la coerenza con il multiplo utilizzato per calcolare il terminal value. Ad esempio, se il multiplo appartiene alla categoria del lato dell'attivo e quindi il valore dell'azienda è nel numeratore, utilizzare il costo del capitale proprio come tasso di sconto sarebbe inappropriato. Inoltre, i tassi di rendimento richiesti sono spesso elevati a causa del rischio coinvolto. Mantenere un unico tasso di interesse per l'intera durata dell'investimento potrebbe essere scorretto, poiché il rischio diminuisce man mano che la startup procede nel suo ciclo di vita. La richiesta di un rendimento elevato è spesso superiore a quanto sarebbe giustificato considerando solo il rischio sistematico, che deve essere remunerato poiché non è diversificabile. Questo è dovuto all'ampio coinvolgimento dei venture capitalist nello sviluppo delle startup, non solo finanziariamente, ma anche attraverso la loro esperienza e le loro

¹⁵⁵ Damodaran, A.(2009). Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418687>

reti di contatti nel settore (partecipano alla gestione economica e forniscono un network di conoscenze per implementare l'attività della start up).

Infine, l'uso di multipli di aziende comparabili quotate comporta il rischio che, nel caso in cui il mercato sovrapprezzi le azioni, portandole a un valore eccessivo, anche le startup finanziate dai venture capitalist possano subire lo stesso errore di valutazione.

Nonostante queste limitazioni, il Venture Capital Method rimane il modello di valutazione alternativo più ampiamente utilizzato nelle prime fasi di sviluppo delle startup fintech.

4.1.5. First Chicago Method

Il nome di questo metodo deriva dal primo fondo che lo ha utilizzato, la First Chicago Corporation. È un modello che combina elementi dell'approccio ai risultati attesi e dell'approccio orientato al mercato.

Rappresenta un'evoluzione del Venture Capital Method, dal quale si differenzia utilizzando un tasso di attualizzazione inferiore e sostituendo al Terminal Value il Valore atteso dell'investimento, dato dalla media del valore terminale della startup in diversi scenari possibili.

La particolarità del FCM consiste nel considerare tre possibili scenari alternativi:¹⁵⁶

- uno scenario più probabile e realistico, caratterizzato da uno sviluppo contenuto dell'impresa
- uno scenario più ottimistico, con previsioni future più favorevoli
- uno scenario pessimista, che include fasi di declino e fallimenti dell'iniziativa

In seguito, per ogni scenario soggettivo si stima il valore attuale netto dei flussi di cassa attesi ponderati per probabilità che tale scenario si verifichi, utilizzando un tasso di attualizzazione inferiore rispetto a quello utilizzato dal VCM. Se in quest'ultimo metodo esaminato il tasso di attualizzazione appariva notevolmente elevato (25-70%), poiché conteneva l'intero livello di rischio dell'operazione, nel First Chicago Method questa critica viene in parte mitigata: mentre una parte del premio per il rischio continuerà a essere riflessa in un tasso di rendimento più elevato richiesto, un'altra parte viene allocata nei due scenari aggiuntivi introdotti da questo modello. Questo approccio consente una riduzione del carico sul tasso di attualizzazione.

Il valore atteso complessivo della startup deriva dunque dalla media ponderata delle tre alternative, ottenendo così un risultato molto più realistico e prudentiale.

Il metodo può essere analizzato in dettaglio in tre fasi distinte:

¹⁵⁶ Hashemi S. (2015). Venture Valuation – First Chicago Method. Venionaire Capital. Disponibile su <https://www.venionaire.com/first-chicago-method-valuation/>

- All'inizio è necessario definire i tre scenari possibili, predisponendo per ognuno di essi una previsione finanziaria dei flussi di cassa. In generale, lo scenario ottimistico prevede un'elevata crescita delle vendite, lo scenario intermedio include una situazione attesa più realistica e lo scenario peggiore considera il caso di declino e fallimento della società.

- Nella seconda fase, il terminal value in ciascuno scenario viene calcolato utilizzando i multipli di mercato di altre società nello stesso settore (tipologia di business, localizzazione geografica e fase del ciclo di vita dell'azienda). Per ogni scenario si stimeranno i ricavi o gli utili che verranno poi rapportati al multiplo di mercato (es: P/E o P/S) alla data di dismissione identificando diversi Terminal value per ogni scenario.

- Alla fine, si conclude con la determinazione del valore della startup, dato dalla somma del valore attuale netto di ogni scenario (il valore terminale più i flussi di cassa attesi fino al momento del disinvestimento pianificato) ponderato per la probabilità che ogni scenario si verifichi.

Un ulteriore vantaggio di questo metodo è l'identificazione di alcuni rischi specifici associati alle singole startup innovative. Tuttavia, nonostante l'aggiunta di prospettive alternative che conferiscono maggiore precisione, particolarmente importante nelle prime fasi di early stage a causa dell'incertezza sui risultati, il First Chicago Method si differenzia da altri approcci di valutazione per l'accento posto sulla soggettività dell'investitore. Infatti, si basa su stime che dipendono principalmente dalla percezione dell'investitore stesso, come ad esempio la probabilità di realizzazione di uno scenario specifico.¹⁵⁷

¹⁵⁷ Hashemi S. (2015). Venture Valuation – First Chicago Method. Venionaire Capital. Disponibile su <https://www.venionaire.com/first-chicago-method-valuation/>

4.1.6. Risk Factor Summation Method

Tale metodo è stato creato da Ohio TechAngels. Rispetto ai metodi Scorecard e Berkus, il metodo della sommatoria dei fattori di rischio (RFSM) considera un elenco più ampio di fattori importanti per valutare il valore di una startup in una fase pre-revenue.

L'RFSM include diversi fattori di rischio esogeni che un'azienda dovrebbe gestire per ottenere una proficua uscita dall'investimento.

Il primo passo è dato dalla valutazione pre-money media delle giovani imprese operanti nello stesso settore e area geografica a cui vanno aggiunti una serie di aggiustamenti sulla base dei rischi presenti.

Quindi, l'RFSM presenta un elenco di possibili rischi associati alle startup e ai loro settori, tra cui:¹⁵⁸

- rischio di gestione,
- rischio legislativo/politico,
- rischio di produzione,
- rischio di vendita e marketing,
- rischio di finanziamento/raccolta di capitale,
- rischio di concorrenza,
- rischio tecnologico,
- rischio di contenzioso,
- rischio internazionale,
- rischio di reputazione.

Il peso di ciascun rischio deve variare in base all'importanza di questo fattore specifico per la startup. Ad ogni fattore di rischio viene assegnato un diverso rating in base al quale sarà determinata la “corretta” valutazione pre-money media per società comparabili. La tabella seguente riassume questi parametri di stima,

Tabella 3. Somma dei fattori di rischio: correzione della valutazione pre-money media per il settore

Rating	Valuation	Aggiustamento di valutazione pre-money medio
2	Molto positivo per far crescere il business	+ \$ 500.000
1	Positivo	+ \$ 250.000
0	Neutro	Nessuna correzione
-1	Negativo	- \$ 250.000
-2	Molto negativo per far crescere il business e ottenere un'uscita ideale	- \$ 500.000

¹⁵⁸ Payne, B. (2011). Valuations 101: The Risk Factor Summation Method. Disponibile su <http://blog.gust.com/valuations-101-the-risk-factor-summation-method/>

Il RFSM esprime il valore della startup secondo questa formula:

$$\text{valutazione pre-money} = \text{valutazione pre-money media del settore} \pm \text{aggiustamento}$$

Il metodo di somma dei fattori di rischio consiste quindi nel classificare e riassumere i rischi che contribuiscono al progetto sulla base dei seguenti passaggi:

- 1) Raccogliere i dati storici degli anni precedenti o di altre fonti, come esperti del settore o agenzie governative di settori simili, per calcolare il valore medio di ciascun rischio.
- 2) Considerare la propria startup e assegnare un valore per ciascun rischio in base alla probabilità che si verifichi. Il valore può essere molto basso, basso, neutro, positivo o molto positivo. Per un rischio basso (+1) l'importo considerato è di +\$250.000 per un rischio molto basso (+2) di +\$500.000, per un rischio neutrale (0) di \$0, per un rischio alto (-1) di -\$250.000 e per un rischio molto alto (-2) di -\$500.000.
- 3) Quantificare e sommare i rischi utilizzando una matematica semplice per arrivare a un valore totale. Più alta è la potenziale perdita futura, più alto sarà il rischio di quell'azienda.

Prendiamo un esempio:

PRE-MONEY VALUATION DEL SETTORE				\$ 3.000.000
	RISK FACTORS	LEVEL OF RISKS	RATING	ADDITIONS
1	Rischio di gestione	Molto Basso	2	\$ 500.000
2	Rischio legislativo/politico	Normale	0	\$ -
3	Rischio di produzione	Normale	0	\$ -
4	Rischio di vendita e marketing	Alto	1	\$ 250.000
5	Rischio di finanziamento / Raccolta di capitale	Normale	0	\$ -
6	Rischio di concorrenza	Molto Alto	2	\$ 500.000
7	Rischio tecnologico	Basso	-1	\$ -250.000
8	Rischio di contenzioso	Molto Basso	-2	\$ -500.000
9	Rischio internazionale	Normale	0	\$ -
10	Rischio di reputazione	Basso	-1	\$ -250.000
VALUTAZIONE TOTALE				\$ 3.250.000

Fonte: Excel

In questo caso assegniamo un valore numerico associato ad una valutazione ed un rating per ogni livello di rischio, sommando ciascun valore alla valutazione pre-money del settore iniziale, ottenendo così la valutazione pre-money della startup in questione.

Simile al metodo Berkus, tale metodo è caratterizzato da una valutazione soggettiva pur possedendo una percezione dei rischi molto più precisa e dettagliata.

Questo metodo può essere molto utile in diversi contesti, soprattutto quando il tradizionale metodo dei flussi di cassa scontati non può essere utilizzato perché i flussi di cassa sono incerti. Nel calcolare la valutazione di una startup, oltre a questo metodo si devono prendere in considerazione altri metodi di valutazione. Il suo principale svantaggio, invece, è il fatto che il metodo è orientato al mercato ed a un valore medio del settore. La determinazione della valutazione pre-money media di una startup rispecchia la situazione del settore e della stessa area geografica. Inoltre, un altro problema può essere la carenza di informazioni per derivare questo valore.

Negli ultimi anni sono stati creati diversi siti web che consentono valutazioni di startup gratuite (o parzialmente gratuite).

Nella maggior parte dei casi è sufficiente rispondere alle domande per avere una valutazione approssimativa del valore della startup. Questi valutatori web automatici considerano principalmente informazioni qualitative e offrono una valutazione pre-money. I limiti principali sono l'eccessiva semplificazione e standardizzazione del processo valutativo. Infatti, soprattutto nella valutazione delle startup, è molto importante prestare attenzione alle caratteristiche specifiche dell'impresa. Pertanto, i valutatori web automatici possono essere considerati più che altro come uno strumento di controllo per supportare altre metodologie di stima.¹⁵⁹

Tra i vari valutatori web automatici si segnalano il calcolatore Cayenne, il calcolatore Equidam, il calcolatore Equitynet e il calcolatore Startuplawtalk.

¹⁵⁹ Payne, B. (2011). Valuations 101: The Cayenne Calculator. Disponibile su <http://blog.gust.com/startup-valuations-101-the-cayenne-calculator/>

4.2. Principali limiti delle metodologie alternative

Come abbiamo visto, la valutazione di una startup fintech è un processo complesso che coinvolge una serie di fattori, tra cui la visione, le dimensioni del mercato, le promesse, l'invenzione ed il giudizio soggettivo. Tuttavia, man mano che la startup cresce e diventa più affermata, la valutazione diventa sempre più scientifica e basata sui dati relativi alla quota di mercato, ai ricavi e ai flussi di cassa. In definitiva, è il potenziale flusso di cassa che determina il valore di una startup, per cui tutti i metodi di valutazione analizzati non sono altro che tentativi di stima del potenziale flusso di cassa della startup nel lungo termine.

Le diverse prospettive offerte dai vari modelli di valutazione alternativi mettono in luce una serie di limitazioni e problematiche che analizzeremo dettagliatamente in questa sezione. Queste sfide riguardano la raccolta di dati pertinenti, la proiezione dei risultati futuri e l'interpretazione altamente soggettiva di alcune variabili. La difficoltà nel trovare imprese comparabili alla startup in questione può portare a errori significativi nella valutazione, poiché un cambiamento nel gruppo di aziende di riferimento può influenzare notevolmente il risultato della valutazione. Sebbene tali approcci possano evitare di fare ipotesi sulla futura performance finanziaria e sulla generazione di flussi di cassa, rimane comunque una questione di soggettività. In particolare, la comparabilità delle imprese può essere limitata dalla diversità delle attività, dai profili di rischio associati alla leva finanziaria e operativa, e soprattutto dallo stadio di sviluppo differente delle aziende coinvolte.

Queste riflessioni ci portano a considerare che una valutazione accurata del valore di un'azienda richiede una comprensione approfondita del suo modello di business, del suo team manageriale e delle possibili opportunità di crescita. È essenziale dunque integrare sia elementi quantitativi che qualitativi al fine di ottenere una valutazione completa e ben fondata.

Nonostante i metodi tradizionali presentino numerose problematiche di valutazione per le startup fintech, i metodi di valutazione alternativi non sono del tutto esenti da limiti applicativi.

Ciascun metodo analizzato presenta dunque alcune criticità, in seguito analizzate:

- Il metodo Scorecard è un metodo qualitativo che valuta la startup fintech in base a una serie di criteri, come la crescita del mercato, la leadership tecnologica, il team di management e la posizione competitiva. Tuttavia, tale metodo può rivelarsi molto soggettivo in quanto sia il peso attribuito ai fattori che il moltiplicatore dell'impatto dell'azienda valutata sono entrambi input soggettivi. Inoltre, la difficoltà di recepire informazioni pubbliche rende difficile individuare una valutazione pre-money del settore come punto di partenza.

- Il metodo Berkus è un metodo basato sul concetto di "maturità" della startup fintech, in quanto classifica le startup fintech in base a cinque livelli di maturità, da "idea" a "azienda operativa". Tuttavia, il metodo Berkus è basato su ipotesi arbitrarie e può portare spesso a valutazioni imprecise, condizionate anche dalla mancata considerazione del grado di rischio derivante da soli cinque parametri generici.
- L'approccio Cost-to-Duplicate è un metodo che valuta il costo necessario per replicare la tecnologia e il modello di business della startup fintech. Uno dei limiti principali è che tale metodo si basa sull'assunto che sia possibile replicare con successo la tecnologia e il modello di business della startup fintech. Questo assunto non è sempre realistico, soprattutto per le startup fintech innovative.
- Il metodo Venture Capital è un metodo basato sul concetto di "valore di uscita" della startup fintech. Il valore dell'exit viene stimato in base a una serie di fattori, come il mercato di riferimento, la tecnologia, il team e la posizione competitiva. Tra i limiti principali vi è l'assunto che la startup fintech sarà in grado di raggiungere il valore di uscita stimato entro un determinato periodo di tempo, il che non sempre è realistico, soprattutto per le startup in fase iniziale di sviluppo. Inoltre, bisogna considerare anche il tasso di sconto utilizzato che può risultare molto elevato nella maggior parte dei casi. Tuttavia, tale metodo è consigliato solo nelle prime fasi di startup, poiché nelle fasi successive non è sufficiente il solo calcolo del rendimento atteso dall'investimento.
- Il metodo First Chicago è un metodo che combina elementi del metodo Discounted Cash Flow e del metodo Venture Capital, andando a stimare il valore atteso della startup fintech in base a tre scenari possibili: base, ottimistico e pessimistico. Poiché tale metodo si basa prettamente su stime soggettive, può risultare difficile stimare correttamente la probabilità di realizzazione di ciascun scenario.
- Il metodo Risk Factor Summation è un metodo che stima il valore della startup fintech in base ad una serie di fattori di rischio delle startup. La difficoltà di tale metodo è che si basa soprattutto su ipotesi arbitrarie, come il costo del capitale proprio e il premio per il rischio specifico, affidandosi principalmente sull'analisi della valutazione pre-money media del settore.

Nonostante tali metodi di valutazione possano risultare molto utili per fornire una visione più completa del valore di queste aziende, come già visto, ognuno di questi ha i suoi limiti applicativi. La scelta del metodo di valutazione più adatto dipende quindi da una serie di fattori, come la fase di sviluppo della startup fintech, il mercato di riferimento e gli obiettivi dell'investitore.

In generale, è consigliabile utilizzare un approccio “multimetodo”, che combina i punti di forza di diversi metodi per produrre una valutazione più attendibile ed efficace.

Un approccio multimetodo può essere implementato in diversi modi. Una possibilità è utilizzare un modello che attribuisce un peso a ciascun metodo in base alla sua pertinenza.

Il peso di ciascun metodo può essere determinato in base diverse caratteristiche qualitative e quantitative della startup oggetto d’esame.

Un altro modo per implementare un approccio multimetodo è utilizzare un modello che combina i risultati di diversi metodi. Ad esempio, si potrebbe utilizzare il metodo Scorecard per determinare la classe di rischio della startup fintech, il metodo Berkus per stimare la capitalizzazione di mercato della startup fintech, e il metodo Venture Capital per stimare il valore di uscita dopo un determinato periodo di tempo.

Quantificare il valore di una startup fintech risulta essere un concetto molto complesso dipendente da una serie di fattori, per cui l'utilizzo di un approccio multimetodo può aiutare gli investitori a ottenere una visione più completa del valore di queste aziende e superare i limiti dei metodi di valutazione alternativi riducendo il rischio di valutazioni imprecise.

In conclusione, tali metodi di valutazione alternativi per le startup fintech possono essere utili per fornire una visione più completa, ma è importante essere consapevoli dei loro limiti applicativi cercando di ridurli con approcci ibridi di valutazione.

4.3. Come vengono realmente valutate le startup Fintech?

Nella nostra analisi sui metodi di valutazione abbiamo elencato tutti i metodi disponibili per valutare una startup fintech, senza però tener conto di due fattori importanti: i metodi di valutazione delle startup sono solo l'inizio di una fase di negoziazione, e non funzionano necessariamente per tutte le tipologie di startup fintech.

In questa sezione spiegheremo quali sono i metodi utilizzati dalle società di venture capital e dagli investitori per valutare nella realtà le startup fintech. Esamineremo inoltre i loro pro e contro e quale conviene utilizzare a seconda dei vari casi.

Tra i motivi principali che ci sono dietro la valutazione di una startup, vi è in primis la necessità da parte di quest'ultima di raccogliere capitali dagli investitori. Risulta pertanto fondamentale individuare la quota di proprietà che sarà venduta dagli investitori esistenti in cambio dell'importo di capitale raccolto.

Ad esempio, se la startup raccoglie \$ 1 milione dagli investitori per la sua attività, i soci esistenti dovranno vendere allo stesso tempo una parte della loro proprietà. Raccogliendo \$ 1 milione e accettando una valutazione post-money di \$ 10 milioni, dovranno vendere il 10% della partecipazione ai nuovi investitori (\$ 1 milione / \$ 10 milioni).

Ecco perché fondatori e investitori sono particolarmente attratti dal tema della valutazione di startup, al fine di ottenere il miglior affare dalla transazione.

Gli investitori esistenti tendono a spingere per avere una valutazione più alta e ridurre la percentuale di capitale che dovrebbero vendere. Al contrario, i nuovi investitori ed i fondi di VC tendono ad avere in mente una valutazione più bassa per massimizzare la quota di proprietà che otterranno.

Tutte le metodologie, sebbene diverse nel modo in cui valutano una startup, sono il risultato di fattori qualitativi e quantitativi. Questi fattori influenzano verso l'alto o verso il basso la valutazione in base al posizionamento dei fattori propri della startup.

Tali fattori qualitativi sono rappresentati da:

- Competenze del team: una valutazione di una startup è più alta se il team fondatore ha un track record di successo. Ad esempio, se il CEO ha già fondato e venduto un'azienda in passato, gli investitori saranno più fiduciosi concedendogli maggior credito. In effetti, anche le migliori idee possono fallire senza una grande esecuzione e dimostrare agli investitori una certa esperienza può aiutare a fare molta strada.

- Prodotto minimo realizzabile (MVP): una startup sarà più preziosa se ha già costruito un MVP¹⁶⁰, ossia un prodotto/servizio pronto per essere testato dai clienti.
- Adattamento del prodotto al mercato: gli investitori vedranno favorevolmente una startup che può dimostrare loro di aver già trovato i primi clienti per il proprio prodotto, o ancora meglio, se è già capace di generare entrate e ricavi sufficienti.
- Mercato: più il mercato è ampio, altamente frammentato e/o in crescita, più la startup sarà di valore.
- Potere di negoziazione degli investitori: se si ha disperatamente bisogno di contanti e gli investitori sono difficili da attirare, la valutazione ne risentirà di conseguenza. Al contrario, le startup che possono mettere in competizione le offerte di diversi investitori otterranno il miglior affare, con una valutazione più elevata e una percentuale di diluizione del capitale inferiore.

Le società mature, a differenza delle startup, vengono valutate utilizzando metodologie comuni a tutti i tipi di investitori. Tuttavia, grazie alla loro stabilità, le metodologie che si utilizzano per valutare le società mature sono molto più affidabili rispetto a quelle alternative per le startup. Ecco perché tutte le metodologie di valutazione per le imprese mature sono puramente matematiche, poiché non sono altro che una funzione di parametri finanziari.

La metodologia più comune è il metodo dei multipli, in cui si calcola la valutazione in base a un parametro finanziario annuale dell'azienda (ad esempio Revenues o EBITDA) moltiplicato per un multiplo medio del settore.

Purtroppo, la maggior parte delle metodologie comuni non funziona per le startup fintech a causa di tre motivi fondamentali:

- Le startup fintech sono società con un elevato tasso di crescita, per cui i loro parametri finanziari cambiano rapidamente nel tempo. Se una startup avesse un fatturato di 500.000 dollari nel suo secondo anno di attività, potrebbe anche raggiungere un fatturato di 2 milioni di dollari già al suo terzo anno.
- Le startup raramente producono redditi nel loro primo anno di attività, e ciò rende impossibile la valutazione utilizzando un EBITDA o un utile netto negativo. Ecco perché

¹⁶⁰ Un MVP, o Minimum Viable Product, è una versione di un prodotto o servizio con le funzionalità essenziali sufficienti per essere testato dai primi clienti. L'obiettivo di un MVP è quello di validare l'idea del prodotto e trovare il product-market fit, ovvero la combinazione tra prodotto e mercato che ha il maggior potenziale di successo.

quasi sempre utilizziamo il fatturato come parametro di riferimento quando valutiamo le startup utilizzando l'approccio del multiplo.

- Le startup molto spesso non hanno alcun parametro finanziario, rendendo impossibile la valutazione senza alcun tipo di dato finanziario.

La metodologia migliore per una startup fintech dipenderà quindi da una serie di fattori, tra cui il suo stadio di sviluppo, il suo settore e le sue caratteristiche specifiche.

In generale, le startup in fase pre-seed o seed hanno spesso performance finanziarie limitate e una quantità significativa di rischi. Ciò rende molto difficile concordare una valutazione per queste startup in fase iniziale. Spesso non hanno ricavi e talvolta non hanno nemmeno un prodotto avviato o un team completo. Per le startup pre-seed e seed, gli investitori utilizzano due metodologie già analizzate nei capitoli precedenti: la metodologia Venture Capital e la metodologia Berkus.

Con il Venture Capital method gli investitori valutano la startup sulla base del ritorno finanziario previsto dall'exit. Infatti, gli *angel investor* e le società di *seed VC* (che tipicamente investono in startup in fase iniziale), come tutti gli altri investitori, mirano a ottenere un profitto vendendo le loro quote in futuro a un prezzo maggiorato.

Per determinare la valutazione pre e post-money, gli investitori utilizzano la seguente formula: valutazione post-money = valutazione pre-money + capitale investito.

Sebbene sia facile da usare, il principale difetto del metodo Venture Capital è che risolve la valutazione attuale della startup ipotizzando una valutazione futura. Tuttavia, nonostante l'esperienza da parte delle società di venture capital, il valore finale in sé è solamente un'ipotesi e non può essere definito con certezza. Ecco perché gli investitori tendono a bilanciare il metodo del Venture Capital con il metodo Berkus.

Quest'ultimo metodo, come precedentemente descritto, assegna un valore da 0 a 500.0000 dollari a ogni principale elemento di rischio affrontato da tutte le giovani imprese, dopo aver accreditato all'imprenditore un valore di base per la qualità e il potenziale dell'idea stessa.

Pertanto, la valutazione massima ottenibile con tale metodologia è di 2,5 milioni di dollari.

Per quanto riguarda invece le startup Series A+, ossia startup che hanno già trovato il product-market fit e stanno investendo aggressivamente per acquisire clienti, con team di gestione completi ed un livello di rischio molto più basso rispetto alle startup in fase iniziale, gli investitori le valutano utilizzando il metodo dei multipli, che consiste nel confrontare la startup con aziende comparabili (o con la media del settore) e applicare un multiplo ai ricavi o al numero di clienti della startup.

Nonostante siano in genere attività ad alta crescita, le startup Series A hanno già molte metriche, sia operative (ad es. utenti) che finanziarie (ad es. ricavi, ecc.), il che consente dunque di utilizzare tale metodologia dei multipli. Tali società comparabili possono essere sia private che pubbliche. Se si utilizzano aziende quotate come comparabili, è importante ricordare che la loro scala è diversa e quindi i dati devono essere utilizzati con cautela. Le società di venture capital e gli angel investors utilizzano i ricavi o il numero di clienti come multiplo principale quando si comparano con società private proprio a causa delle scarse informazioni disponibili.

Il DCF, invece, viene utilizzato in genere per valutare startup Series B o superiori, poiché i loro flussi di cassa futuri sono più stabili e prevedibili e ciò permette di sommare tutti i flussi di cassa futuri previsti e scontarli utilizzando un tasso di sconto per determinare il loro valore presente

In definitiva, ogni startup deve porsi due domande importanti prima di effettuare una valutazione:

- Quanto si vuole raccogliere?
- Quale percentuale del capitale della società si vuole vendere?

Per valutare l'importo di capitale da chiedere agli investitori come parte del round di finanziamento fondi, bisogna creare un solido piano finanziario.

Ci si ritrova dunque di fronte ad un bivio in cui chiedere troppo poco metterà in una posizione difficile in futuro, una volta che si esaurirà la liquidità disponibile. Al contrario, chiedere troppo creerà ulteriori problemi con i propri investitori. Come buona regola generale, si seleziona in primis l'importo di capitale che darà un'autonomia dai 12 a 18 mesi, in quanto è abbastanza comune tra le società di venture capital per finanziare round che offrono tale lasso di tempo. Questa finestra di 12-18 mesi è una situazione efficiente, che da ai propri fondatori ampio spazio per realizzare i loro obiettivi. Allo stesso tempo, non si tratta nemmeno di una tempistica troppo lunga per un investitore mentre attende che si realizzano tali profitti.

La maggior parte delle startup in fase iniziale (pre-seed e seed) raccoglie capitali con una percentuale di diluizione del 20%, o leggermente meno. Ciò significa che sono disposte a raccogliere un determinato importo di capitale in cambio del 20% della loro partecipazione.

Logicamente, maggiore è il rischio per un investitore, maggiore sarà la percentuale di partecipazione richiesta. Ad esempio, le startup in fase pre-revenue che non hanno ancora lanciato il proprio prodotto, hanno rischi significativi di product-market fit e di esecuzione. Per aumentare le possibilità di ottenere un accordo equo, è necessario quindi presentarsi alle

trattative con caratteristiche ben definite come un MVP, una trazione iniziale, un team fondatore completo, ecc.

Una volta calcolato l'importo che si desidera raccogliere e la percentuale di diluizione cui si è disposti ad accettare, si procede con la valutazione utilizzando la seguente formula:

Valutazione post-money = importo raccolto / percentuale di diluizione

Ad esempio, supponendo che una startup voglia raccogliere 2 milioni di dollari per un'autonomia di 18 mesi e che stia vendendo il 20% agli investitori. La valutazione post-money sarà di 10 milioni di dollari (2 M / 20%).

Nella realtà ci sono però una serie di fattori che influenzano tali valutazioni.

La scarsità è il primo fattore che influisce sul multiplo di valutazione. Per definizione, un'azienda che fornisce un prodotto e/o un servizio raro significa che sta fornendo ai propri clienti un qualcosa che nessun altro è in grado di replicare.

La scarsità può assumere molte forme e può essere dovuta al fatto che:

- Il prodotto è protetto dalla proprietà intellettuale o da qualche tipo di brevetto che altri non possono legalmente riprodurre, ottenendo un vantaggio tecnologico.
- Ci sono forti barriere all'entrata, che siano di scala, competenza (ad esempio, membri chiave del team), branding (ad esempio, un marchio forte, memorabile e positivo), ecc.

Tuttavia, la scarsità non è sempre resiliente, e spesso accade che in mancanza di determinate condizioni, nuovi concorrenti riescono ad entrare nel mercato esauendo la scarsità e riducendo il multiplo di valutazione.

Un secondo fattore che influenza il valore delle startup fintech è la crescita. Può sembrare ovvio che maggiore è la crescita, maggiore è la valutazione di una startup, ma sfortunatamente, non è sempre così. Allo stesso modo in cui le startup possono avere una crescita netta negativa, possono anche cadere molto facilmente in una crescita non redditizia.

Un esempio comune sono i costi di acquisizione clienti, ossia il costo totale per ogni nuovo cliente che un'azienda sostiene per "acquisire" e integrare un cliente.

Facciamo un esempio e supponiamo che una società abbia un valore a vita del cliente ("CLV"¹⁶¹) di \$500 ma spende in media \$500 per nuovo cliente (CAC¹⁶²). Sta ovviamente perdendo soldi poiché le altre spese riducono ulteriormente i margini complessivi dell'azienda. Tuttavia, se non si ha un'idea chiara di cosa sia effettivamente il CLV, è facile spendere troppo in CAC per ottenere più clienti. In tal caso, la crescita a tutti i costi non è redditizia.

¹⁶¹ Customer Lifetime Value (CLV), è il valore totale che un cliente genera per un'azienda nel corso della sua relazione con l'azienda.

¹⁶² CAC è il costo di acquisizione del cliente

Molto spesso le startup spendono più in CAC rispetto al loro CLV, pur non avendo ancora un'idea chiara di cosa sia effettivamente. A volte è per guadagnare scala e/o trovare l'adattamento prodotto-mercato e finché il CLV è attentamente monitorato, può anche andar bene. Tuttavia, i fondatori non dovrebbero affidarsi a questa strategia per troppo tempo, rischiando così di non raccogliere round futuri e giungere alla fine al fallimento.

Come già menzionato in precedenza, un altro importante fattore è il rischio: minore è il rischio, maggiore è il valore di un'azienda. Pertanto, non sorprende che una maggiore prevedibilità sia sinonimo di multiplo più alto. Quando si tratta di prevedibilità, le vendite (o i ricavi) sono di primaria importanza. Ciò spiega perché abbiamo avuto un tale aumento delle aziende in abbonamento negli ultimi anni.

Per le startup, le metriche unitarie sono metriche che vengono calcolate su base per unità, che possono essere operative (es. utenti) o finanziarie (es. entrate). Spesso, l'unità è un cliente o un utente, ma può anche essere:

- Reddito medio per utente (ARPU)
- Costo di acquisizione del cliente (CAC)
- Valore a vita del cliente (LTV)
- Durata media di visione di un video per utente (per aziende come YouTube)
- Volume totale di transazioni (per aziende Fintech)
- Eccetera.

Gli investitori si preoccupano molto delle metriche unitarie, soprattutto gli investitori di serie A+. In effetti, le metriche unitarie sono il modo migliore per valutare e prevedere la redditività di un'azienda. Tuttavia, prima che le aziende diventino effettivamente redditizie, devono essere innanzitutto scalabili. Una startup, infatti, potrebbe non essere redditizia per i primi 3-5 anni, ma è fondamentale che questa continui ad investire nella propria crescita futura.

Possiamo concludere affermando che i metodi di valutazione tradizionali non risultano adatti per valutare correttamente ed in modo esaustivo le startup fintech. Sebbene siano stati sviluppati modelli di valutazione alternativi e innovativi, una revisione sistematica della letteratura indica che attualmente non esiste un metodo "perfetto" per valutare il valore di una startup. C'è quindi la necessità di sviluppare metodi futuri che tengano conto delle previsioni future, delle probabilità e dei modelli di business specifici in tale settore.

4.4. Case Study:

FX12, la startup Fintech meridionale

Prima di elaborare delle conclusioni, è importante condurre un'analisi attraverso lo studio di un caso pratico, al fine di comprendere in modo concreto il processo di valutazione delle startup fintech in situazioni reali.

FX12 (acronimo di Fintech per il Mezzogiorno) è una startup fintech con sede a Napoli, specializzata in servizi finanziari per le imprese del Mezzogiorno. Fondata nel 2020 da Rita Capitelli, Pasquale Russiello e altri co-fondatori all'interno dell'incubatore d'impresa "Campania New Steel", ha sviluppato una tecnologia innovativa "IncassaOra" che permette l'uso efficace di strumenti fintech come lo sconto dinamico, il credito di filiera e la cessione di fatture. FX12, infatti, facilita l'incontro tra la domanda di finanziamenti a breve delle imprese meridionali e la disponibilità di investitori ad immettere capitali nell'economia reale mediante specifiche ipotesi di impiego. In sostanza, parliamo di una startup fintech che offre una serie di soluzioni finanziarie digitali per le aziende operanti in Italia meridionale.

L'idea di fondare FX12 nasce dalla constatazione che l'accesso al credito è spesso difficile e costoso per le aziende operanti in Italia meridionale, e le banche sono spesso riluttanti a concedere prestiti a tali imprese, a causa del rischio d'insolvenza percepito. Il team di FX12 ha deciso di sviluppare soluzioni finanziarie digitali che potessero aiutare le aziende meridionali a soddisfare le proprie esigenze di liquidità in modo più efficiente e conveniente.

La soluzione principale di FX12 è una piattaforma di *invoice trading*, che consente alle aziende di vendere le proprie fatture ed i propri crediti a investitori professionali. In questo modo, le aziende possono ottenere liquidità immediata, senza dover ricorrere a un prestito bancario.

Si tratta dunque di una startup fintech italiana con il potenziale di rivoluzionare il mercato del credito nel sud Italia, con soluzioni finanziarie digitali che aiutano le imprese a soddisfare le proprie esigenze di capitale circolante.

FX12 progetta e crea piattaforme fintech dedicate a specifiche aziende, filiere, investitori; e grazie alla tecnologia proprietaria, realizza strumenti ad hoc in grado di rispondere ad esigenze non soddisfatte dall'attuale offerta bancaria. L'obiettivo non è la concorrenza con il settore bancario, ma piuttosto l'integrazione dei servizi per le imprese che frequentemente non riescono ad accedere ai finanziamenti tradizionali delle banche, attraverso una modalità di fintech collaborativa. Attraverso l'*invoice trading* (cessione fatture), FX12 offre liquidità alle aziende con rating creditizi bassi, agevolando l'accesso ai finanziamenti, una sfida spesso incontrata nel tradizionale settore bancario. In questo procedimento, tali aziende cedono agli investitori i loro

crediti verso altre aziende con rating creditizi elevati a un valore scontato, ottenendo in cambio una liquidità immediata. In questo modo, FX12 fornisce finanziamenti alle aziende con bassi rating creditizi, focalizzandosi esclusivamente sulla valutazione creditizia dell'azienda responsabile del rimborso dei crediti, estendendo così l'opportunità di accesso ai finanziamenti per le imprese spesso ignorate dal sistema bancario tradizionale.

Si tratta della prima Fintech company specializzata nella gestione del circolante delle imprese meridionali mediante un marketplace dedicato all'invoice trading, nel quale è possibile perfezionare operazioni di acquisto e vendita, aperto ai creditori di imprese con un basso profilo di rischio ed investitori professionali.

La strategia di sviluppo si basa sulla diffusione del Fintech come strumento principale per rispondere ad esigenze non coperte dalla finanza tradizionale. Oltre ai propri servizi, FX12 progetta e realizza piattaforme ad hoc per specifiche filiere, aziende di grandi dimensioni investitori, associazioni e reti d'impresa.

Per promuovere una crescita rapida e consapevole, FX12 opererà in una logica di network, coinvolgendo in modo duraturo il mondo delle professioni, i consulenti specializzati e investitori di ogni dimensione.

Una delle principali innovazioni di FX12 è la partnership con Confeserfidi, un intermediario bancario vigilato, che consente di beneficiare di una struttura dei costi flessibile e di creare efficaci sinergie tra la disponibilità di tecnologie innovative e l'esperienza nella gestione di procedure di valutazione ed erogazione del credito.

ConfeserFidi è un consorzio di garanzia del credito con sede in Sicilia e operativo in tutto il paese, ed insieme a Cdp Venture Capital Sgr, una società controllata da Cassa depositi e prestiti, ha firmato un round di finanziamento da 180.000 euro a FX12 nel 2020. Di questa somma, 120.000 euro provengono da Cdp Venture Capital e 60.000 euro da ConfeserFidi.

I servizi offerti da FX12 si suddividono in tre linee di business differenti:

- Azure Finance: Cessione di fatture emesse a favore di aziende di elevato standing, acquistate mediante negoziazione dei tassi con investitori professionali.
- Blue Finance: Cessione crediti di filiera ad investitori privati interessati al rafforzamento e la crescita competitiva di specifici settori.
- Yellow Finance: Anticipazione dinamica dei pagamenti con risorse provenienti da aziende con disponibilità liquide o agevolmente bancabili.

Azure Finance

Azure Finance è un servizio innovativo offerto da FX12 per la raccolta e gestione di crediti cedibili, rivolto principalmente ai crediti verso aziende con un elevato merito creditizio. Ciò che rende unica questa attività è la sua capacità di collegare fornitori e aziende che desiderano ottimizzare i tempi di pagamento e di incasso, creando un ambiente di scambio finanziario vantaggioso per entrambe le parti.

In pratica, Azure Finance consente alle aziende (es. fornitori) di ottenere liquidità immediata cedendo i propri crediti (verso aziende con elevati standard creditizi) a investitori professionali. Il servizio funziona come segue:

1. Il fornitore di un'azienda cede il proprio credito a Azure Finance ad un valore scontato. Il credito può essere una fattura, un contratto di appalto o qualsiasi altro documento che attesti un debito.
2. Azure Finance valuta il credito e lo inserisce in un portafoglio di crediti, tutti con un elevato merito creditizio.
3. Azure Finance propone il portafoglio di crediti ad investitori professionali, che possono acquistare i crediti in tutto o in parte, a seconda del loro interesse.
4. Una volta che il portafoglio di crediti è stato venduto, il fornitore riceve il pagamento immediato da parte degli investitori. Gli investitori otterranno un rendimento significativo una volta che avranno recuperato l'intero importo del credito dalla società con un rating creditizio elevato.

La novità di Azure Finance è che si rivolge società con crediti verso aziende con elevato merito creditizio. Questo significa che i crediti acquistati da Azure Finance hanno una bassa probabilità di default, il che rende il servizio più sicuro per gli investitori.

Inoltre, Azure Finance offre una valutazione puntuale delle filiere e dei fabbisogni generati, verificando le soluzioni più idonee per le specifiche esigenze. Questo consente di proporre agli investitori portafogli di crediti diversificati e con un diverso livello di granularità.

Tale servizio può aiutare le medie aziende con basso rating creditizio a soddisfare le proprie esigenze di liquidità in modo rapido, sicuro e conveniente, senza ricorrere al prestito bancario.

Blue Finance

Blue Finance è un altro servizio offerto da FX12 che si concentra sull'acquisto di crediti aziendali utilizzando fondi provenienti dalla stessa filiera aziendale. Questo servizio mira a creare plafond di finanziamento destinati all'acquisto di crediti vantati da aziende operanti in settori specifici.

In pratica, Blue Finance è un servizio che consente alle aziende di ottenere liquidità immediata cedendo i propri crediti a investitori privati. La differenza principale con Azure Finance è che in questo caso il finanziamento viene effettuato con fondi di investitori privati e non professionali.

La novità di Blue Finance è che si rivolge a crediti verso aziende con un fatturato non inferiore a 5 milioni di euro e uno stock medio di debiti verso fornitori non inferiore a 1 milione di euro. Questo significa che le aziende su cui ci si focalizza sono di grandi dimensioni e hanno un buon merito creditizio. Inoltre, Blue Finance offre una valutazione puntuale dei flussi di cassa almeno a 18 mesi e la caratterizzazione del portafoglio in termini di valori minimi e massimi di crediti acquistabili, del rating medio e del livello di granularità. Questo consente di proporre agli investitori portafogli di crediti diversificati e con un diverso livello di granularità

Yellow Finance

Yellow Finance è un servizio di sconto dinamico che consente alle aziende di ottenere liquidità immediata anticipando i pagamenti ai propri fornitori.

L'azienda debitrice carica le proprie fatture non ancora pagate sulla piattaforma di Yellow Finance. Yellow Finance valuta queste fatture e propone un tasso di sconto per l'anticipazione, basato sulla scadenza e sulla solvibilità del fornitore. Il fornitore ha la facoltà di accettare o declinare l'offerta di Yellow Finance. Se decide di accettarla, otterrà un pagamento immediato per il credito, ma a un prezzo ridotto. L'innovazione chiave di Yellow Finance consiste nella digitalizzazione del processo di anticipazione, eliminando così gli oneri amministrativi per i fornitori. Inoltre, la piattaforma calcola con precisione il valore dell'anticipo in funzione della scadenza e della solidità creditizia.

Yellow Finance è un servizio che può aiutare le aziende a soddisfare le proprie esigenze di liquidità in modo rapido, sicuro e conveniente.

Yellow Finance, Azure Finance e Blue Finance sono tutti servizi che consentono alle aziende di ottenere liquidità immediata cedendo i propri crediti. Tuttavia, ci sono alcune differenze tra i tre servizi:

- Yellow Finance si rivolge alle aziende che hanno un surplus di cassa, mentre Azure Finance e Blue Finance si rivolgono alle aziende che hanno crediti da cedere.
- Yellow Finance si basa sull'anticipazione dei pagamenti ai fornitori, mentre Azure Finance e Blue Finance si basano sulla vendita dei crediti rispettivamente a investitori professionali e individuali.

Il 1° dicembre 2020, FX12 ha comunicato di aver chiuso con successo una fase iniziale di finanziamento ottenendo un round seed di 180 mila euro. Il finanziamento è stato sottoscritto da un gruppo di investitori privati, tra cui:

- Cdp Venture Capital sgr, società di gestione del Fondo Italia Ventures II, il fondo di venture capital di Cassa Depositi e Prestiti;
- ConfeserFidim, consorzio fidi siciliano presente sul territorio nazionale.

L'annuncio del finanziamento di Cdp Venture Capital a FX12 è un segnale positivo per la crescita delle startup fintech in Italia, ed in particolare nel Mezzogiorno.

Il finanziamento di 180 mila euro, di cui 120 mila euro da parte di Cdp Venture Capital e 60 mila euro da parte di ConfeserFidi, è finalizzato a sostenere lo sviluppo della fintech company napoletana specializzata in operazioni a favore delle imprese del Mezzogiorno.

Inoltre, tale finanziamento è significativo anche per il fatto che si tratta del primo investimento di Cdp Venture Capital nel settore del fintech in Italia meridionale. Questo investimento conferma l'attenzione di Cdp Venture Capital verso le startup innovative del Mezzogiorno, un territorio che ha un grande potenziale di crescita.

Il finanziamento erogato da CDP Venture Capital rientra nell'ambito del programma Seed al Sud, con investimenti previsti per 5,7 milioni di euro in 30 startup attraverso il Fondo Italia Ventures II, che allargherà quindi il proprio plafond da 6 a 8 milioni di euro per futuri investimenti.

Ricordiamo inoltre che Cdp Venture Capital – Fondo Nazionale Innovazione (FNI) aveva annunciato altri investimenti da 8 milioni in 50 startup, grazie al programma AccelerORA! realizzato tramite il Fondo Acceleratori per lo sviluppo di startup innovative meritevoli in fase seed e pre-seed che stanno affrontando le sfide dovute al covid-19

Il successo di FX12 è un esempio di come le startup fintech possono contribuire allo sviluppo economico del Mezzogiorno, offrendo soluzioni innovative per aiutare le aziende a migliorare la loro performance e crescere nel settore.

In particolare, il finanziamento ha consentito a FX12 di acquisire nuovi clienti ampliando la sua base di utenti, sviluppare nuovi prodotti e servizi per soddisfare le esigenze di un numero sempre maggiore di aziende, ed infine procedere a una crescita organica o inorganica per rafforzare la propria posizione sul mercato.

Dopo aver ricevuto investimenti da parte di Cdp Venture Capital e Confeserfidi Scarl, FX12 ha deciso di aprire le porte alla Banca Popolare del Cassinate come nuovo partecipante nel suo capitale sociale con un investimento pari a 240 mila euro.

Questa mossa rappresenta un passo importante per Fx12, che si unisce al progetto di innovazione condotto dalla Banca Popolare del Cassinate, un istituto bancario con sede a Cassino. Si accelera così il percorso di espansione della Banca Popolare del Cassinate, tra le prime a dar corso ad un programma di dematerializzazione dei processi e di interpretazione del mercato della finanza digitale come una soluzione non alternativa ai servizi tradizionali, ma con l'obiettivo di ampliare l'offerta ai propri clienti ed il proprio target di riferimento.¹⁶³

Inoltre, è anche prevista la creazione di un hub nel centro meridionale dedicato alla finanza digitale. Questo hub coinvolgerà direttamente l'Università degli Studi di Cassino e del Lazio Meridionale, insieme ad altri attori nel mondo finanziario, aziendale e istituzionale. L'obiettivo è promuovere la nascita e lo sviluppo di progetti ad alta tecnologia.

Il modello di business di FX12 si è da sempre ispirato al concetto di fintech collaborativo con il sistema bancario. La domanda di credito, in particolare nelle regioni centro meridionali sulle quali si sono concentrati, è talmente ampia che non ha senso considerare il sistema bancario come un concorrente.¹⁶⁴

In considerazione dei recenti round di acquisizioni, è di fondamentale importanza concentrarsi sulla metodologia utilizzata dai vari fondi di Venture Capital, come Cdp VC, e dalla banca BPC per valutare concretamente le startup Fintech in situazioni reali e pratiche.

Come è noto, le startup fintech rappresentano aziende innovative che forniscono soluzioni tecnologiche nel settore finanziario. La valutazione di tali imprese rappresenta un processo intricato e impegnativo a causa di vari fattori. Innanzitutto, le startup in fase di avvio e crescita

¹⁶³ <https://www.milanofinanza.it/news/la-banca-popolare-del-cassinate-entra-nel-capitale-di-fx12-202212191856568076>

¹⁶⁴ <https://bebeez.it/fintech/banca-popolare-del-cassinate-bpc-entra-nel-capitale-della-fintech-napoletana-fx12/>

sono spesso giovani, il che si traduce in una storia finanziaria limitata e un track record di performance incerto. Inoltre, il settore fintech è notoriamente caratterizzato dalla sua natura innovativa in continua evoluzione, con costanti sviluppi di nuove tecnologie e modelli di business. Infine, molte di queste startup si fondano su tecnologie complesse e avanzate, il che aggiunge ulteriori sfide alla fase di valutazione.

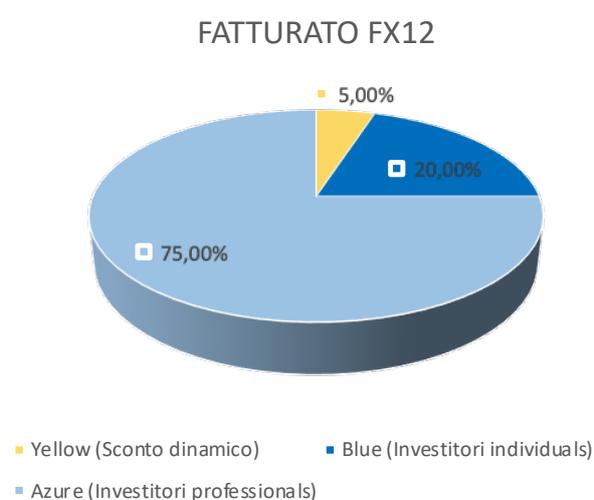
Tutti questi elementi possono rendere estremamente difficile per gli investitori valutare il valore attuale e il potenziale di crescita futura di una startup fintech. I tradizionali metodi di valutazione delle aziende, che si basano su dati storici e previsioni di performance future, possono risultare poco efficaci in questo contesto, poiché ottenere tali dati può essere problematico per le startup fintech. Pertanto, è fondamentale adottare un approccio flessibile e personalizzato in base alle specifiche caratteristiche di ciascuna startup in fase di analisi.

In collaborazione con il Dott. Russiello, abbiamo condotto un'analisi del Business Plan della startup fintech italiana FX12 utilizzato nell'ultimo round al fine di effettuare una valutazione dell'Enterprise Value della società. Per garantire la privacy, forniremo valori leggermente alterati, ma comunque molto vicini alle stime effettive.

La base di partenza del modello è l'analisi del fatturato e del debito medio delle aziende target per identificare e stimare il tasso medio annuo di crediti ceduti da tali imprese e gli interessi complessivi generati al fine di calcolare i ricavi complessivi di FX12.

La composizione del fatturato è suddivisa nei tre servizi diversi proposti:

- Azure Finance (investitori professionali): 75%
- Blue Finance (investitori individuali): 20%
- Yellow Finance (sconto dinamico): 5%



Dopo aver stimato i ricavi generati da ciascun servizio offerto, si prosegue con l'analisi delle seguenti voci di spesa al fine di determinare l'EBITDA previsto:

- Costi dei beni venduti (COGS), composti da “execution e compliance” (ossia i costi associati all'esecuzione di attività o progetti, nonché ai costi legati alla conformità normativa e regolamentare), “origination fee” (commissioni generate) ed “incentive & empowerment” (associati a programmi o iniziative incentivate e finalizzate a motivare i dipendenti o altre parti interessate)
- Costi operativi e diretti composti da: Costi del personale, Spese di marketing e comunicazione, Ricerca e sviluppo, Consulenza fiscale e legale continuativa, Assistenza sistemi informativi, ed altri costi

Ricavi complessivi	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Yellow (Sconto dinamico)	10	11	13	17	23	30
Blue (Investitori individuals)	187	208	252	330	433	568
Azure (Investitori professionals)	788	874	1.059	1.390	1.824	2.393
Totale ricavi	984	1.093	1.324	1.737	2.280	2.991
Costi operativi	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Execution & compliance	292	357	476	687	991	1.431
	30%	33%	36%	40%	44%	48%
Origination fee	69	77	93	122	160	209
	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Incentive & empowerment	49	55	66	87	114	150
	5%	5%	5%	5%	5%	5%
COGS	410	488	635	895	1.265	1.790
MOL	574	605	689	842	1.015	1.202
	58,3%	55,3%	52,1%	48,5%	44,5%	40,2%
Organi sociali e controllo	3	12	16	20	26	34
Managing Director		7	9	12	15	20
Personale	188	191	225	228	232	237
Sede operativa	3	12	12	50	50	50
Spese di comunicazione continuativa	3	12	24	24	24	24
Ricerca e sviluppo		15	18	22	26	31
Consulenza fiscale e legale continuativa	3	18	22	26	31	37
Assistenza H24 sistemi informativi	6	18	22	26	31	37
Altri costi	2	10	15	23	34	51
Costi operativi e diretti	619	784	996	1.326	1.735	2.311
EBITDA	366	309	328	412	545	680
	37,1%	28,3%	24,8%	23,7%	23,9%	22,7%
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EV non attualizzato	2.559	2.166	2.295	3.819	4.288	4.763
EV attualizzato	2.559	1.666	1.358	1.311	1.335	1.283
Multiplo	7	7	7	7	7	7
EBITDA	365,6	309,5	327,8	546	613	680
EBITDA attualizzato	365,6	238,0	194,0	187	191	183
WACC	30,0%					

Fonte: Business Plan FX12

Banca Popolare del Cassinate utilizza il metodo dei multipli per valutare l'Enterprise Value della startup fintech. Questo metodo si basa sul calcolo del multiplo EV/EBITDA medio delle imprese comparabili, utilizzando un multiplo di 7 volte l'EBITDA al terzo anno (Y3), con un tasso di attualizzazione del 30% (WACC), arrivando a stimare un Enterprise Value di 1.358.000 euro.

L'adozione di questo metodo durante la fase iniziale Seed è stata resa possibile grazie alla scrupolosa preparazione del Business Plan e alla chiara esposizione delle metriche.

La peculiarità distintiva di questa valutazione, in contrasto con gli approcci convenzionali utilizzati per le imprese stabilite, risiede nell'utilizzo di un tasso di sconto significativamente più elevato che tiene conto dei rischi chiave e dei fattori qualitativi associati alla startup. Inoltre, si basa sull'applicazione pratica e diretta del metodo dei multipli, prendendo come riferimento imprese comparabili all'interno dello stesso settore.

BPC ha preso in considerazione l'EBITDA stimato a 3 anni (Y3) nel 2024 attualizzandolo ad un tasso del 30%. Successivamente ha moltiplicato tale valore x7 in considerazione del multiplo di mercato. La scelta di un multiplo non molto elevato deriva anche dal rischio intrinseco associato alla startup ed il rendimento atteso dagli investitori.

Il metodo di valutazione utilizzato presenta notevoli affinità con l'approccio tipico del Venture Capital, in quanto si basa sulla stima del valore futuro mediante il metodo dei multipli, anziché ricorrere al metodo del flusso di cassa scontato come si fa nel calcolo del terminal value nel metodo finanziario. Inoltre, questo valore viene scontato a un tasso di sconto molto elevato, pari al 30%, che rappresenta il rendimento richiesto dagli investitori che destinano il loro capitale alle startup prive di un passato consolidato.

È evidente che, nell'ambito delle startup fintech, i tradizionali metodi di valutazione (come quelli basati su patrimonio, flussi di cassa o aspetti finanziari) non predominano, ma piuttosto si adottano approcci personalizzati, adattati a ciascuna situazione specifica.

CONCLUSIONI

Nella sezione successiva, analizzeremo i risultati di questa tesi per rispondere a una domanda importante: qual è l'approccio predominante nella valutazione delle imprese Fintech a livello globale? Esiste una metodologia di valutazione universale adatta a questo settore in crescita? Per rispondere a questa domanda complessa, abbiamo condotto un'analisi approfondita dei risultati ottenuti, collegandoli alla teoria sviluppata nei capitoli precedenti (Capitolo 3 e Capitolo 4).

Ad oggi le Fintech stanno guadagnando sempre più popolarità in tutto il mondo, attraendo considerevoli investimenti da parte di investitori privati e fondi di venture capital. Con l'incremento degli investimenti, cresce l'interesse da parte degli investitori nel comprendere il valore intrinseco di queste aziende innovative e tecnologiche. Nel corso del nostro studio, abbiamo analizzato il panorama delle fintech, esaminandone l'evoluzione dalle origini e proiettandoci verso le tendenze future. Inoltre, abbiamo esaminato in dettaglio i principali metodi di valutazione applicabili alle imprese tradizionali rispetto a quelle fintech, mettendo in evidenza i relativi vantaggi e limitazioni di ciascun approccio.

Tuttavia, ciò che emerge in modo chiaro dalla nostra analisi è che non esiste una metodologia di valutazione universale e perfettamente adatta a tutte le startup fintech. Sebbene i metodi del DCF (Discounted Cash Flow) e quelli basati sul mercato siano emersi come gli strumenti più appropriati per valutare le imprese fintech in fasi di crescita, date le loro prospettive significative e le particolari caratteristiche finanziarie, è importante sottolineare che tali metodi possono presentare molte sfide rilevanti, come discusso nel paragrafo 3.3 del nostro studio.

In realtà, la valutazione di imprese fintech richiede un approccio personalizzato ed ibrido, considerando le peculiarità specifiche di ciascuna startup, tra cui il settore di operatività, la collocazione geografica, e i fattori macroeconomici e microeconomici rilevanti. Nonostante il DCF rimanga uno strumento ampiamente utilizzato, dovremmo tenere presente che le fintech sono diverse dalle aziende tradizionali e i loro driver di valore possono differire notevolmente. Un possibile approccio interessante evidenziato nel nostro studio è l'utilizzo del "Venture Capital Method" applicato alla stima di valori futuri, utilizzando tassi di attualizzazione molto elevati che riflettono i rischi associati alla fase iniziale delle startup. Questo metodo potrebbe risultare particolarmente adatto per le startup Fintech grazie alla natura innovativa e agli elevati livelli di incertezza che caratterizzano questo settore. Inoltre, abbiamo analizzato come tali metodi possono essere integrati con altri approcci alternativi che valutano e quantificano gli

aspetti qualitativi di una startup fintech, come l'idea di business, il team fondatore, l'innovazione, ecc. Tuttavia, dobbiamo riconoscere le sfide legate all'utilizzo pratico di tali metodi richiamati nel paragrafo 4.3.

Nel corso della nostra ricerca, abbiamo esaminato un caso pratico che evidenzia come anche investitori istituzionali professionali e fondi di venture capital possano adottare approcci alternativi per valutare le startup Fintech, sebbene con alcune limitazioni. Ad esempio, nel caso di applicazione del metodo dei multipli per la valutazione di FX12, è emerso che tale multiplo è stato determinato in modo arbitrario, senza una selezione accurata di tutti i "*peers*" o tutte le aziende comparabili, a causa della natura innovativa del settore e della sua limitata concorrenza. Tuttavia, anche la scelta del WACC in modo arbitrario può generare alcune problematiche, poiché una minima variazione in esso può avere un impatto significativo sull'intera valutazione dell'azienda, influenzando quindi il destino dei suoi fondatori e degli investitori.

Va inoltre notato che la nostra ricerca si è concentrata esclusivamente sulla valutazione di un'unica startup fintech, FX12, senza tenere conto degli innumerevoli altri casi che si verificano periodicamente in ogni parte del mondo.

In conclusione, è importante sottolineare che il metodo di valutazione più appropriato per le startup Fintech può variare significativamente in base alle specifiche circostanze. Non esiste un unico metodo che valga per tutte queste aziende innovative, poiché ognuna di esse presenta caratteristiche e sfide peculiari.

Per affrontare tali complessità, l'utilizzo di approcci multimetodo si dimostra essenziale, e ciò significa che una valutazione accurata può richiedere una combinazione di più metodologie, considerando aspetti finanziari, dinamiche di mercato, fattori di rischio specifici e altre variabili rilevanti. L'analisi multidisciplinare e l'approccio flessibile sono fondamentali per comprendere appieno il valore di queste imprese in rapida evoluzione.

In definitiva, possiamo concludere affermando che la valutazione delle startup Fintech richiede una mentalità aperta e la capacità di adattarsi alle mutevoli condizioni del settore, offrendo la flessibilità necessaria per affrontare con successo queste sfide e fornire una valutazione accurata e informativa, che può risultare cruciale nel prendere decisioni informate in un ambiente finanziario in continua evoluzione.

Riassunto

Questa tesi si propone di esplorare in dettaglio i metodi di valutazione applicati alle startup Fintech, focalizzando la sua attenzione sul contesto sempre più rilevante del digital banking. L'obiettivo di questa ricerca è scomporre e analizzare in profondità le diverse metodologie utilizzate per valutare le startup operanti in questo ambito, gettando luce sulle sfide e sulle opportunità che emergono da questa nuova era finanziaria caratterizzata dalla convergenza tra tecnologia e servizi bancari.

Il Fintech (o tecnologia finanziaria) è un settore in costante espansione che sfrutta la tecnologia e l'innovazione per ottimizzare i servizi finanziari. È universalmente considerato come una delle innovazioni più significative nell'ambito finanziario e sta evolvendo a un ritmo sempre crescente. Questo sviluppo è guidato dalla condivisione delle risorse economiche, da un contesto normativo favorevole e dai progressi nella tecnologia dell'informazione.

Questo campo ha il potenziale per rivoluzionare e trasformare l'industria finanziaria, riducendo i costi, migliorando la qualità dei servizi finanziari e contribuendo a creare un panorama finanziario più variegato e stabile. L'innovazione in questo settore è emersa in seguito alla crisi finanziaria globale del 2008, e combina elementi come l'e-finance, le tecnologie internet, i servizi di social networking, i social media, l'intelligenza artificiale e l'analisi dei dati su larga scala.

A causa dell'innovazione in questo settore, la valutazione delle società fintech diventa un processo altamente complesso. Queste aziende operano in un ambiente ibrido, combinando aspetti del settore finanziario, in particolare bancario, con competenze tecnologiche avanzate. I valutatori possono scegliere tra diversi metodi di valutazione, ma l'esperienza preliminare dimostra che l'approccio più efficace spesso consiste nell'utilizzare flussi di cassa scontati (DCF) o altre metriche basate su parametri di mercato comparabili. Tuttavia, nei contesti delle startup fintech, questi metodi di valutazione possono risultare inadeguati, rendendo essenziale l'esplorazione di approcci alternativi per una valutazione accurata.

Le imprese emergenti in questo settore utilizzano tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni (ICT) per proporre servizi e prodotti finanziari innovativi. Queste società stanno ridefinendo i modelli di business tradizionali del settore finanziario, sfruttando software e algoritmi innovativi, catene del valore costruite su piattaforme informatiche interattive, intelligenza artificiale e analisi dei dati su vasta scala. I servizi finanziari offerti da queste startup fintech si basano sulla trasmissione di informazioni attraverso piattaforme digitali e sulla manipolazione dei dati in tempo reale mediante tecnologie automatizzate.

Il termine "Fintech" è diventato di grande attualità a causa di una serie di fattori, tra cui l'evoluzione tecnologica, le aspettative di innovazione aziendale, le necessità di risparmio e le richieste dei clienti. Questa espressione si riferisce a un vasto e variegato settore che sta rivoluzionando l'industria finanziaria, risolvendo le sfide e le problematiche che coinvolgono sia i consumatori che le aziende. Il settore bancario sta subendo una profonda trasformazione, con una transizione verso un modello centrato sul cliente basato su piattaforme digitali. L'ingresso di nuovi attori in questo settore aumenterà la concorrenza, ma gli effetti a lungo termine rimangono ancora incerti. La regolamentazione svolgerà un ruolo fondamentale nel decidere chi tra le grandi aziende tecnologiche, le cosiddette BigTech, avrà accesso al settore finanziario e nel riconoscere i principali player dominanti. Le autorità di regolamentazione saranno chiamate ad affrontare la sfida di creare un ambiente equo che promuova l'innovazione senza mettere a rischio la stabilità finanziaria, con un'attenzione speciale alla protezione dei consumatori. Secondo quanto riportato da Accenture nel 2016, le imprese operanti nel settore fintech possono essere categorizzate in due principali tipologie: competitive e collaborative. Le aziende competitive sono imprese consolidate che, pur non specializzandosi necessariamente nel digital banking, cercano di superare la concorrenza attraverso politiche di prezzi più vantaggiose. In questo contesto, possono rientrare alcune delle grandi aziende già menzionate, poiché costituiscono una parte significativa degli investimenti nell'ambito fintech. Dall'altra parte, le aziende collaborative sono quelle che offrono servizi finalizzati a migliorare la posizione dei loro concorrenti sul mercato.

Le principali aree di operatività delle imprese fintech comprendono:

- L'implementazione di tecnologie finanziarie relative alla blockchain, con registri pubblici condivisi su una rete di computer, senza un registro centrale.
- Le criptovalute e le valute digitali.
- I prestiti peer-to-peer (P2P).
- I contratti intelligenti (basati sulla blockchain) che eseguono automaticamente contratti tra acquirenti e venditori.
- L'open banking sostenuto da applicazioni blockchain che creano servizi attraverso una rete interconnessa di istituti finanziari e terze parti.
- La sicurezza informatica, l'archiviazione decentralizzata dei dati e i sistemi antifrode.
- Le applicazioni nell'ambito assicurativo (InsurTech) o regolamentare (RegTech).
- La gestione del patrimonio (robo-advisors, social trading, gestione del patrimonio, applicazioni o software per la gestione finanziaria personale).

Mentre le criptovalute generano interrogativi e preoccupazioni riguardo a questioni come l'opacità del mercato e il potenziale riciclaggio di denaro, altre applicazioni nel settore fintech sono ancorate su fondamenta più solide.

La valutazione delle imprese fintech deve essere quindi adattata al contesto delle spesso giovani aziende, considerando le tipiche caratteristiche delle startup, quali prospettive di crescita, tassi di sopravvivenza e volatilità, dato che il settore è ancora relativamente nuovo.

Un elemento essenziale nella valutazione delle aziende Fintech è costituito dall'ecosistema digitale, e per comprenderlo inizialmente si può ricorrere a un'analisi che prende in considerazione i seguenti aspetti:

- I fattori politici che riguardano le politiche governative di regolamentazione del settore bancario;
- I fattori economici, influenzati da previsioni di risparmio e miglioramenti nella competitività;
- Le influenze socioculturali che riguardano l'evoluzione delle preferenze e delle esigenze dei consumatori che cercano un'esperienza bancaria fluida;
- I fattori tecnologici che sono il motore principale della Fintech;
- Le questioni legali che riguardano la normativa che regola il settore e la coerenza dei prodotti e dei servizi Fintech con le leggi bancarie;
- Le preoccupazioni ambientali che possono essere mitigate attraverso l'adozione di soluzioni digitali senza carta.

Le piattaforme digitali hanno un ruolo fondamentale come intermediari che agevolano gli scambi tra diversi attori che, senza queste piattaforme, non sarebbero in grado di interagire tra di loro. Queste transazioni coinvolgono soggetti complementari che operano all'interno di un ecosistema di rete condiviso. Tali piattaforme costituiscono la base per modelli di business abilitati dalla tecnologia, che agevolano lo scambio tra gruppi diversi, come utenti finali e produttori, persino quando non hanno una conoscenza reciproca. L'evoluzione in continuo cambiamento dell'ambiente tecnologico apre nuove opportunità e ridefinisce sia la catena del valore che le offerte finanziarie, causando una significativa trasformazione dei modelli di business esistenti.

A differenza delle imprese convenzionali, che generano valore all'interno dei propri confini o all'interno di una catena di approvvigionamento, le piattaforme digitali si basano su un ecosistema di agenti autonomi per creare valore. Le piattaforme digitali, come ad esempio le aziende fintech, agiscono come intermediari tra i clienti digitali e gli intermediari finanziari,

che possono essere sia tradizionali che innovativi. Queste piattaforme digitali stabiliscono le condizioni per le interazioni tra i partecipanti all'interno di un ambiente digitale.

La digitalizzazione è un processo che comporta la trasformazione di informazioni analogiche o prodotti fisici in formati digitali. Il concetto di "trasformazione digitale" implica l'utilizzo della tecnologia digitale come soluzione alternativa per affrontare le sfide tradizionali. Grazie alle soluzioni digitali, si aprono nuove opportunità per l'innovazione e la creatività, mentre i processi convenzionali vengono rivisitati e ottimizzati.

Non sono solamente le startup o le imprese nate digitalmente a mostrare interesse nell'adozione di processi digitali, ma anche le imprese tradizionali possono trarre vantaggio dalla digitalizzazione.

Nel processo di valutazione, è di vitale importanza considerare le proiezioni future dei dati, che possono essere utilizzate per creare un solido piano aziendale allineato con il ciclo di vita medio dei prodotti e servizi offerti dalle aziende fintech. Un piano aziendale è un documento formale che espone numericamente una serie di obiettivi aziendali, spiegando le ragioni per cui tali obiettivi sono raggiungibili e delineando le strategie e le fasi gestionali necessarie per realizzarli. Le idee e le visioni degli innovatori devono essere tradotte in dati quantificabili, basati su supposizioni ragionevoli e verificabili riguardo a eventi e traguardi futuri.

Il contesto contabile principalmente consiste in previsioni finanziarie (di solito per un periodo di 3-5 anni) e previsioni dei risultati economici. L'insieme di queste due componenti produce proiezioni dei flussi di cassa previsti. Gli indicatori economici e finanziari svolgono un ruolo essenziale nella valutazione e comprendono l'EBITDA, l'EBIT, i flussi di cassa operativi e netti, nonché la posizione finanziaria netta, come verrà illustrato nelle metodologie di valutazione.

Nonostante la relativa giovane età delle fintech, molte di queste stanno sperimentando una crescita molto più rapida rispetto alle istituzioni finanziarie tradizionali. Questo si riflette nella performance delle società fintech monitorate dall'Indice Tematico Global Fintech in confronto all'Indice del Settore Finanziario Select Sector.

Le fintech si differenziano dalle banche anche per il loro modello aziendale, poiché non raccolgono depositi né concedono prestiti, ma agiscono come intermediari per le risorse finanziarie. Queste imprese non sono soggette alla stessa regolamentazione delle banche e non trattano il denaro come loro principale prodotto, evitando così i requisiti di capitale regolamentare che le banche devono soddisfare (Basilea II).

Tuttavia, è importante notare che la conclusione preliminare, secondo cui le fintech dovrebbero essere valutate utilizzando i criteri applicati alle imprese tecnologiche, presenta alcune eccezioni che possono essere spiegate in questo modo:

- Nel caso in cui le imprese fintech vengano acquisite da banche tradizionali o intermediari finanziari di dimensioni notevolmente superiori, i criteri di valutazione di queste ultime potrebbero prevalere, soprattutto dopo l'acquisizione, se le fintech vengono integrate all'interno delle banche tradizionali.
- Se il mercato di riferimento e il modello di business delle fintech evolvono verso una fase di maturità, potrebbero adottare una prospettiva meno centrata sulla tecnologia e più orientata al cliente.
- Alcuni dei criteri consolidati utilizzati per valutare le banche tradizionali potrebbero risultare difficilmente applicabili alle fintech, specialmente considerando il progressivo abbandono degli sportelli fisici come una tendenza positiva nel settore finanziario.

Solitamente, i criteri di valutazione si fondano sul modello di business attuale e futuro dell'azienda sottoposta a valutazione. In questo momento storico, sembra che il principale determinante del valore per le fintech sia la componente tecnologica, almeno rispetto all'aspetto bancario o finanziario. Tuttavia, è essenziale notare che, in termini di criteri di valutazione, il modello di business conserva ancora una componente legata al settore finanziario.

Le ragioni di questa discrepanza nel modello di business sono diverse. Le banche sono istituzioni che richiedono ingenti capitali e risorse e sono soggette a una rigorosa regolamentazione, non solo perché operano nel settore finanziario, ma anche perché raccolgono depositi e quindi sono sottoposte alle normative delle autorità bancarie centrali.

Le attività bancarie e finanziarie seguono modelli di valutazione specifici che spesso si concentrano su parametri come il patrimonio netto rettificato o i dividendi. Tuttavia, questi parametri non sono particolarmente rilevanti per le fintech, poiché queste ultime non richiedono capitali elevati e, nella fase iniziale, non sono in grado di distribuire dividendi.

Nel caso in cui un'azienda fintech sia sviluppata all'interno di un gruppo bancario da una società affiliata, il suo ruolo strategico potrebbe essere quello di catalizzare l'attività bancaria tradizionale. In questa situazione, il valore della fintech non è tanto quello di un'entità indipendente, ma piuttosto il suo contributo all'incremento della marginalità del gruppo bancario tradizionale di cui fa parte. Le fintech tendono generalmente a cercare collaborazioni piuttosto che competere con le istituzioni finanziarie tradizionali, dato che nella maggior parte dei casi rappresentano i clienti di queste ultime.

Tra le numerose sfide e difficoltà che affronta questo settore, i fallimenti rivestono un ruolo significativo. I fallimenti delle startup fintech sono così comuni che inevitabilmente incidono sulla valutazione, aumentando, per esempio, il livello di rischio incorporato nel tasso di sconto applicato ai flussi di cassa previsti.

Le cause dei fallimenti delle startup fintech possono variare, ma sono spesso legate alle dinamiche specifiche del settore finanziario. Alcuni dei motivi che possono portare al fallimento delle startup fintech includono:

- **Sottofinanziamento:** Una carenza di finanziamenti adeguati può mettere a rischio la sopravvivenza delle startup.
- **Scelta di un investitore inesperto nel settore:** La scelta dell'investitore giusto può fare la differenza, e optare per un partner di finanziamento privo di esperienza nel settore fintech può comportare numerosi rischi.
- **Scarsa attenzione alla conformità normativa:** Troppo spesso si sottovalutano le sfide legate alla complessità delle regolamentazioni finanziarie.
- **Eccessiva enfasi sull'innovazione:** Le startup fintech operano in un settore dove i comportamenti legati a denaro, credito, risparmio e pagamenti differiscono notevolmente da quelli di altri settori, come l'informatica o le biotecnologie.
- **Concorrenza con le banche:** Le banche tradizionali vantano enormi vantaggi in termini di scala e possono competere principalmente sulla base dei costi.
- **Creazione di un nuovo mercato:** L'idea di creare un mercato completamente nuovo può rivelarsi un'operazione molto difficile e rischiosa.
- **Sottovalutazione dei tempi di adozione:** Gli istituti finanziari sono notoriamente lenti nell'adottare nuove soluzioni.
- **Mancanza di una strategia di vendita:** Molti fondatori di startup fintech sono esperti di software ma hanno limitate competenze in vendite, finanza e marketing.
- **Mancanza di comprensione del mercato finanziario:** Le startup fintech che si rivolgono ai consumatori possono sovrastimare il grado in cui i consumatori cambieranno i loro comportamenti o saranno disposti a pagare per nuovi prodotti o servizi.

In sintesi, le Fintech stanno dunque trasformando il settore bancario attraverso l'implementazione di soluzioni tecnologiche innovative che mettono al centro il cliente.

La tesi principale di questo studio sostiene che la valutazione delle Fintech segue approcci simili a quelli delle startup tecnologiche. Nonostante operino nell'ambito delle attività bancarie, le Fintech agiscono principalmente come innovatori e facilitatori delle operazioni finanziarie, non

fungendo direttamente da intermediari nei prestiti. Data la loro natura di fornitori tecnologici di servizi finanziari, le Fintech possono essere assimilate sia a startup innovative sia a imprese più consolidate. Nel valutare le startup Fintech, gli investitori devono inevitabilmente tenere in considerazione una serie di fattori specifici. Uno di questi riguarda l'analisi delle premesse di business sottostanti e la loro fattibilità sul mercato. Tuttavia, è essenziale esaminare con attenzione queste premesse di business al fine di valutarne la sostenibilità a lungo termine e valutare i potenziali rischi associati.

Le metodologie di valutazione risultano cruciali non solo per agevolare le fusioni e acquisizioni, ma anche per riconoscere il valore per tutti gli stakeholder coinvolti nel processo di creazione di valore condiviso. L'esperienza del cliente e l'analisi dei grandi volumi di dati basati sui feedback giocano un ruolo centrale nell'ambito dell'economia digitale, contribuendo a incrementare il valore nell'intero processo.

Inoltre, le startup Fintech possono essere soggette a una maggiore volatilità e incertezza rispetto alle imprese consolidate. La mancanza di una storia consolidata può rendere complesso prevedere le performance future e stimare i flussi di cassa attesi. Gli investitori devono ponderare attentamente tali aspetti nel processo di valutazione, adottando modelli di valutazione che considerino la natura rischiosa e incerta di queste innovative start-up.

D'altra parte, le società Fintech consolidate e strutturate presentano una realtà leggermente diversa. Con una storia più stabile e una prova di concetto già dimostrata, queste aziende possono essere valutate utilizzando approcci più tradizionali basati su metriche finanziarie consolidate e prospettive di crescita più solide. Tuttavia, è importante sottolineare che, anche per queste imprese, è necessario tenere in considerazione i fattori di rischio specifici del settore, come la rapida evoluzione tecnologica e la crescente concorrenza in continuo aumento in tale mercato.

Per concludere, questa indagine si basa su un approccio di ricerca rigoroso e focalizzato su casi studio, impiegando una vasta gamma di tecniche di valutazione per condurre un'analisi dettagliata degli investimenti nel settore del digital banking e delle startup fintech. L'obiettivo principale è quello di individuare il metodo di valutazione più appropriato per queste innovative imprese, tenendo in debita considerazione le sfide e le particolarità del settore. Inoltre, l'analisi comprende una valutazione approfondita degli aspetti finanziari, delle dinamiche di mercato e dei fattori di rischio specifici che caratterizzano il panorama fintech. L'approccio multidisciplinare adottato in questo studio mira a fornire una visione completa e informativa per supportare decisioni informate in un contesto finanziario in continua evoluzione.

BIBLIOGRAFIA

Accenture. (2016). FinTech e il paesaggio in evoluzione. Disponibile all'indirizzo <https://www.accenture.com/us-it/insightFinTech-evolving-landscape>.

Adrian, T., & Shin, H. S. (2010). Liquidity and leverage. *Journal of Financial Intermediation*, 19(3).

AKKAYA M., (2020), Startup Valuation: Theories, Models, and Future, Valuation Challenges and Solutions in Contemporary Businesses, ICI Global Publisher; SIVICKA J.O., (2018), Features of valuation of startup companies, in "Economic scope", 132.

ALI S. B. e KHALIDI M.A., (2020), Valuation of Equity Securities, Private Firms, and Startups, in "IBT Journal of Business Studies", 16, pp. 125-140; DHOCHAK M. e DOLIYA P., (2020), Valuation of a startup: Moving towards strategic approaches, in "Journal of Multi-Criteria Decision Analysis", 27, 1-2, pp. 39-49.

Arrington, M. (2015). TransferWise è la prossima grande impresa tecnologica. *Forbes*.

Payne, *Definitive Guide to Raising Money from Angels*, 2006.

Banca D'Italia. (2017). Fintech in Italia: Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari. Disponibile in: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/stat-banche-intermediari/Fintech_in_Italia_2017.pdf

Bank for International Settlements (BIS). "The Impact of Financial Technology on the Banking Sector." *Quarterly Review*, June 2022, pp. 12-13.

Barbagallo, C. (2019). "Fintech: ruolo dell'Autorità di vigilanza in un mercato che cambia." *In Bancaria*, n. 1.

Bellucci A. (Università degli Studi di Perugia). I metodi di valutazione del capitale economico.

Berger, A., & Udell, L. K. (2011). Bank size, lending technologies, and small business finance. *Journal of Banking and Finance*, 35.

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

Borsa Italiana. (2014). Guida alla valutazione. Listing guides.

Brandl, B., & Hornuf, L. (2017). Da dove vengono e dove vanno le FinTech? La trasformazione del settore finanziario in Germania dopo la digitalizzazione. Documento di lavoro SSRN, <https://ssrn.com/abstract=3036555>.

Brealey, R.A., Myers, S.C., & Allen F. (2020). *Principi di finanza aziendale* (Ottava edizione). McGraw-Hill Education.

- CB Insights (2021). *How To Value A Company: An In-Depth Guide To The Business Valuation Process*.
- CLARK V., REED M., STEPHAN J. (2010). Using Monte Carlo Simulation for a Capital Budgeting Project. *Management Accounting Quarterly*, 12 (1).
- Consob, "MIFID II: la nuova normativa sui servizi di investimento", 2017
- Corapi E., Lener R., "I diversi settore del fintech. Problemi e prospettive." Wolters Kluwer (2019).
- Cyr, L.A. (2002). Note on Pre-Money and Post-Money Valuation (A&B). Harvard Business School.
- Damodaran A, "Valutazione delle aziende", Maggioli Editore, 2014.
- DAMODARAN A. (2006). *The Cost of Distress: Survival, Truncation Risk and Valuation*. New York University, Stern School of Business.
- Damodaran A. (2014). *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore.
- Damodaran, A. (1994). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, 1st ed. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2006). *The Cost of Distress: Survival, Truncation Risk and Valuation*. New York University, Stern School of Business.
- Damodaran, A. (2009). *Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418687>.
- Damodaran, A. (2012). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Second Edition. John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2018). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 4th ed. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A.(2009). *Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418687>.
- Damodaran, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 4th ed. John Wiley & Sons, 2018.
- Damodaran, A. (2012). *Valuing Young and Start-up Firms*. In A. Damodaran, *Investment Valuation: 3rd edition* (cap. 23). John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2018). *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed and Complex Businesses*. Pearson Education.
- Das S.R., (2019), *Il futuro del fintech*, *Financial Management*. 48:981-1007.

DE MEDICI, L. La valutazione di azienda con il metodo patrimoniale complesso. 2001.

Dealroom.co Fintech Q1 2023 report. Dealroom.co, 2023.

Deloitte. (2020). Fintech: On the brink of further disruption.
<https://www2.deloitte.com/nl/nl/pages/financial-services/articles/fintech-on-the-brink-of-further-disruption.html>

Deloitte. (2018). Improving the digital performance, Deloitte Luxembourg Digital Banking Benchmark.

PRANDELLI, G. VERONA, “Marketing in rete, oltre Internet verso il nuovo marketing”, McGrawHill, 2006

Demyanova E.A. (2018), The Topical Issues of Valuation of Companies Under the Conditions of Fintech, Strategic decisions and risk management, (1): 88-103

Diemers, D., Lamaa, A. Salamat, J., & Steffens, T. (2015). Sviluppare un ecosistema FinTech nel CCG. Strategy&. Disponibile su <http://www.strategyand.pwc.com/media/file/Developing-a-FinTech-ecosystem-in-the-GCC.pdf>

Dorfleitner G., Hornuf L., (2019) Fin Tech business Models, capitolo 5 in FinTech and Data Privacy in Germany, Springer Nature, novembre.

Drummer D., Jerenz, A., Siebelt, P., & Thaten, M. (2016). Fin Tech - Sfide e opportunità: Come la digitalizzazione sta trasformando il settore finanziario. McKinsey & Co. Disponibile all'indirizzo https://www.mckinsey.de/files/160525_FinTech_english.pdf

PRANDELLI, G. VERONA. (2006). Marketing in rete, oltre Internet verso il nuovo marketing, McGraw-Hill.

Engel, R. (2002). An introduction to the venture capital method. Technische Universität München.

EY Global Financial Services Institute, “Business models in banking – how did they evolve and how do they need to be changed in the post-crisis period?”, Marzo 2014.

EY. (2022, September). The State of Fintech in Europe 2022.

Ferrari, R. (2016). L’Era del FinTech. Franco Angeli s.r.l., Ed. 1.

Financial Action Task Force (FATF). (2023). The State of Anti-Money Laundering in the Financial Services Industry. Parigi: FATF.

Fintech News. (2022, 20 giugno). Global Fintech Funding Report 2022.

Fortune Italia. (2023, 10 maggio). Il boom del fintech continua: vale 1.500 mld nel 2030 anche grazie all'AI.

Fung, D. W., Lee, W. Y., Yeh, J. J., Yuen, F. L. (2020). Friend or foe: The divergent effects of FinTech on financial stability, Emerging Markets Review, 45, Article 100727.

Fung, D.W., Lee, W.Y., Yeh, J.J., & Yuen, F.L. (2020). Friend or foe: The divergent effects of FinTech on financial stability. *Emerging Markets Review*, 45, Articolo 100727.

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

Gino Zappa, "Lezioni di Economia Aziendale", vol. 1, 1949, p. 245.

Global Fintech Funding Report 2022. (2022, June 20). *Fintech News*.

Guatri L., Bini M. (2022). *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore.

GUATRI, L. (1996). *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende*, Milano, Ed. EGEA.

Hashemi S. (2015). *Venture Valuation – First Chicago Method*. Venionaire Capital. Disponibile su <https://www.venionaire.com/first-chicago-method-valuation/>.

Keeley, R.H., Punjabi, S., & Turki, L. (1996). Valuation of Early-Stage Ventures: Option Valuation Models vs. Traditional Approaches. *Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance*, Vol. 5, Iss. 2, pp. 115-138.

KPMG, *Digital Banking - L'evoluzione delle aspettative dei clienti tra rivoluzione digitale, sfide regolamentari e nuovi competitor*, Digital Banking 2018.

KPMG. (2021). *Pulse of Fintech H2'20*. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2021/03/pulse-of-fintech-h2-2020.html>

L. GUATRI (1996), *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende*, Milano, Ed. EGEA.

LAITINEN E.K., (2019), *Discounted Cash Flow (DCF) as a Measure of Startup Financial Success*, in "Theoretical Economics Letters", 9, 8.

LANZIERI M. *La decisione-quadro UE del 2005 sugli attacchi informatici*, tratto da "I reati informatici", Id., Milano, 2010 e pubblicato online sul sito <http://www.altalex.com/index.php?idnot=10897>

LANZIERI M. *La decisione-quadro UE del 2005 sugli attacchi informatici*.

Liikanen E., "High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector", 2012.

Massari, M., Zanetti, L. (2008). *Determinazione dei flussi monetari*. In *Valutazione: Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario* (pg 59-60). McGraw-Hill Education.

Manzana, G., & Iori, M. (2012). *Guida alla valutazione d'azienda* ([edition missing]). Il Sole 24 Ore. Retrieved from <https://www.perlego.com/book/2068661/guida-alla-valutazione-dazienda-pdf> (Original work published 2012)

McKinsey & Company. (2021, September). *The state of Fintech in retail banking*.

MEITNER M., STREITFERDT F. G. (2014). DCF-Valuations of Companies in Crisis: Distress-Related Leverage, Identification of Risk Positions, Discounting Techniques, and “Beta Flips”. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 9 (1).

Mercer Capital (2018). *How to Value an Early-Stage FinTech Company*.

Miloud, T., Aspelund, A., & Cabrol, M. (2012). Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. *Venture Capital*, Taylor & Francis (Routledge), 14 (2-3), pp.151-174. Doi: 10.1080/13691066.2012.667907.

Moro Visconti, R. (2020). La valutazione delle Fintech. (2), 69-78. Disponibile in: <https://www.morovisconti.com/wp/wp-content/uploads/2021/01/Valutazione-FinTech.pdf>

Moro Visconti, R. (2020). The Valuation of Technological Startups. In: *The Valuation of Digital Intangibles*. Palgrave Macmillan, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-030-36918-7_6

Moro Visconti R., (2019a), Microfintech: Raggiungere l'inclusione finanziaria con l'innovazione a costo ridotto.

OECD. (2018). The evaluation of the Italian “Start-up Act”. *OECD science, technology and industry policy papers*, No. 54.

Omarini, The digital transformation in banking and the role of FinTechs in the new financial intermediation scenario, *International Journal of Finance, Economics and Trade (IJFET)*, 2017.

Osservatori Entrepreneurship & Finance. (2019). 4° Report italiano sul CrowdInvesting.

Payne, B. (2011). *Valuations 101: The Cayenne Calculator*. Disponibile su <http://blog.gust.com/startup-valuations-101-the-cayenne-calculator/>.

PwC. (2018, 20 febbraio). *The Future of Work: A Journey to 2030*.

Revolut. (2023). *Revolut raggiunge i 30 milioni di clienti in tutto il mondo*.

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

Schwab, K. (2016). *The Fourth Industrial Revolution: What it means, how to respond*. New York: Crown Business.

Sole 24 Ore. (2017, June 26). *Fintech, la mappa delle startup italiane*.

Technische Universität München (2002). *An introduction to the venture capital method*.

Toptal. (n.d.). *Fintech and Banks*. <https://www.toptal.com/finance/investment-banking-freelancer/fintech-and-banks>

Truijens T. (2018). *Enterprise Valuation/Value Based Management*, Institute of Management, University of St. Gallen.

VISCONTI, Roberto Moro. La valutazione delle Fintech.

W. ANSON, (1996), Establishing Market Values for Brands, Trademarks and Marketing Intangibles, in Business Valuation Review, n. 2/1996; G. BRUGGER; R. FERRATA, A. GRANDO, Working Paper in “Progetto Intangibles”.

Yao J. (2018), Valutazione di una società Fintech: Lending Club, ottobre,
https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/18806/1/Master_Jiayu_Yao.pdf

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

SITOGRAFIA

[https://bebeez.it/fintech/banca-popolare-del-cassinate-bpc-entra-nel-capitale-della-fintech-
napoletana-fx12/](https://bebeez.it/fintech/banca-popolare-del-cassinate-bpc-entra-nel-capitale-della-fintech-napoletana-fx12/)
<https://marcovezzoli.com/metodofinanziario>
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
https://seekingalpha.com/article/4027535-myth-5_5-terminal-value-ate-dcf
[https://www.angelifiori.it/la-prospettiva-di-valutazione-dazienda-approccio-asset-side-o-
equity-side/](https://www.angelifiori.it/la-prospettiva-di-valutazione-dazienda-approccio-asset-side-o-equity-side/)
[https://www.angelifiori.it/la-prospettiva-di-valutazione-dazienda-approccio-asset-side-o-
equity-side/](https://www.angelifiori.it/la-prospettiva-di-valutazione-dazienda-approccio-asset-side-o-equity-side/)
<https://www.angelifiori.it/valutazioni-dazienda-con-metodi-dei-multipli/>
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/multiplo-di-mercato.html>
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/capm.htm>
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>
<https://www.headvisor.it/dcfdiscountedcashflow>
<https://www.impresaprogetto.it/sites/impresaprogetto.it>
[https://www.insuranceup.it/it/business/fintech-e-insurtech-in-italia-numeri-trend-e-
protagonisti-di-un-settore-in-grande-crescita/](https://www.insuranceup.it/it/business/fintech-e-insurtech-in-italia-numeri-trend-e-protagonisti-di-un-settore-in-grande-crescita/)
<https://www.investopedia.com/>
<https://www.mckinsey.com>
[https://www.milanofinanza.it/news/la-banca-popolare-del-cassinate-entra-nel-capitale-di-
fx12-202212191856568076](https://www.milanofinanza.it/news/la-banca-popolare-del-cassinate-entra-nel-capitale-di-fx12-202212191856568076)
<https://www.privateequityvaluation.com/Valuation-Guidelines>
<https://www.toptal.com/finance/investment-banking-freelancer/fintech-and-banks>
<https://www.toptal.com/finance/investment-banking-freelancer/fintech-and-banks>
WIRED, 4 robo advisor per investire d a soli I propri risparmi,
[www.wired.it/economia/finanza/2018/10/31/robo-advisor-investimento-risparmi-
fondietf/?refresh_ce](http://www.wired.it/economia/finanza/2018/10/31/robo-advisor-investimento-risparmi-fondietf/?refresh_ce)
www.affirm.com
www.affirm.com
www.better.com
www.startupsventurecapital.com
www.startupsventurecapital.com

