



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

IPO nelle aziende unicorno, approfondendo Bending Spoons.

Prof. Gianluca Mattarocci

RELATORE

Davide Scialdone

CANDIDATO

Anno Accademico 2023/2024

| | |
|--|----|
| INTRODUZIONE | 3 |
| IPO | 4 |
| 1.1 INTRODUZIONE | 4 |
| 1.2 CARATTERISTICHE DELL'IPO | 5 |
| 1.3 IL PROCESSO DI IPO | 16 |
| 1.4 CONCLUSIONI..... | 25 |
| DA STARTUP AD UNICORNO | 27 |
| 2.1 INTRODUZIONE | 27 |
| 2.2 DEFINIZIONE AZIENDA UNICORNO | 28 |
| 2.3 DA STARTUP AD AZIENDA UNICORNO | 31 |
| 2.4 IL FINANZIAMENTO | 35 |
| 2.5 FUNDING ROUNDS E IPO..... | 42 |
| 2.6 IL MERCATO ATTUALE | 45 |
| 2.7 CONCLUSIONI..... | 48 |
| BENDING SPOONS | 50 |
| 3.1 INTRODUZIONE | 50 |
| 3.2 STORIA DI BENDING SPOONS | 50 |
| 3.3 FINANZIAMENTO | 51 |
| 3.4 ANALISI DI BILANCIO | 54 |
| 3.5 AZIENDE COMPARABILI | 56 |
| 3.6 RISULTATI FINANZIARI AZIENDE COMPARABILI | 58 |
| 3.7 CONCLUSIONI..... | 61 |
| CONCLUSIONE | 62 |
| BIBLIOGRAFIA | 65 |
| SITOGRAFIA | 66 |

INTRODUZIONE

Il presente elaborato si propone di approfondire il tema delle IPO con un focus sulle aziende unicorno. Per fare ciò, il lavoro si sviluppa in tre capitoli in cui verranno approfonditi differenti aspetti dell'argomento. Nel corso del primo capitolo verrà trattato l'argomento dell'offerta pubblica iniziale evidenziandone le caratteristiche principali, i presupposti affinché sia una operazione vantaggiosa per l'azienda interessata ed il processo che questa deve seguire. In questo modo verranno fatti dei riferimenti al mercato reale in termini di operazioni storicamente rilevanti ed i trend degli ultimi anni. Nel corso del secondo capitolo sarà oggetto di analisi il processo che può portare una startup a divenire una azienda unicorno. In questo modo verranno evidenziate le varie fasi di una startup, le fonti di finanziamento accessibili per le aziende nei differenti momenti del ciclo di vita dell'azienda e i soggetti finanziatori. Per quanto riguarda le aziende unicorno verrà, poi, evidenziata una relazione econometrica tra i round di finanziamento e l'*underpricing* con la quotazione. Saranno menzionati i trend di mercato, il mutevole comportamento delle aziende unicorno nei confronti della quotazione e, infine, un focus sul mercato del *Venture capital* in Italia e in Europa. Nel capitolo conclusivo verrà analizzata l'ultima azienda unicorno italiana Bending Spoons, delineandone il processo di crescita, la strategia, il *core business*, nonché, le peculiarità evidenziabili dall'analisi di bilancio. In tal modo verrà trattato il metodo che Bending Spoons ha scelto per finanziare la propria crescita, nonché le controparti con cui è entrata in contatto. Tramite la comparazione di Bending Spoons con altre aziende selezionate secondo criteri differenti si evidenzieranno similarità e peculiarità dell'azienda.

IPO

1.1 INTRODUZIONE

Per IPO si intende *initial public offering* o offerta pubblica iniziale, la quale rappresenta la prima volta in cui un'azienda emittente vende le proprie azioni agli investitori pubblici. Ciò avviene in mercati regolamentati, ove vengono scambiate queste azioni, anche dette borse valori come il New York Stock Exchange (NYSE), la borsa di Londra (LSE), il NASDAQ, la borsa di Milano (FTSE MIB), oppure in mercati cosiddetti “regolati” come l'Alternative Investment Market (AIM). Quest'ultimo presenta regole meno stringenti ed è il luogo in cui avvengono il maggior numero di quotazioni, quantomeno in Italia, essendo dedicato principalmente alle PMI¹ che rappresentano la quasi totalità del tessuto imprenditoriale italiano. Suddetti luoghi sono anche definiti “mercati azionari” ed ogni azienda che vi si quota ottiene un simbolo ticker, una abbreviazione fino a quattro lettere che serve ad identificarla unicamente.

L'IPO² rappresenta un processo estremamente impegnativo per l'impresa in termini di tempo e risorse impiegate, che vede prendere in considerazione praticamente tutti gli Stakeholders³ della stessa. In tale contesto, proprietari, management e dipendenti saranno sottoposti ad un lungo ed impegnativo processo che determinerà importanti cambiamenti nella struttura, nell'organizzazione e nell'operatività della società. Questi, dovranno sottostare a regole stringenti in termini di informativa, in quanto dovranno fornire informazioni aziendali e finanziarie dettagliate al pubblico che saranno soggette ad analisi. Dovranno condurre rapporti con investitori, attuali e potenziali, e l'intera infrastruttura legale e contabile dovrà allinearsi ai principi richiesti.

I candidati all'IPO variano da settore a settore, per dimensione e profilo finanziario. Viene effettuata una attenta e lunga analisi, una valutazione, che prenderà in considerazione tutti gli aspetti aziendali per decretarne la convenienza ed il giusto metodo di quotazione. Cosa

¹ Piccole e medie imprese: solitamente identificate come quelle aziende con meno di 250 dipendenti ed un fatturato inferiore ai 50.000.000€. Invitalia.it

² Acronimo di *Initial Public Offering*.

³ *Stakeholders* sono coloro che hanno un interesse nell'azienda e possono influenzare o essere influenzati dalla stessa. J. Fernando *What are the stakeholders: definition, types and examples* (20 febbraio 2024).

fondamentale da non sottovalutare è il giusto momento per una quotazione, in cui le condizioni di mercato siano favorevoli cosicché si possa trarre il maggior beneficio possibile dalla quotazione. Il numero di offerte di IPO ed il loro rendimento è fortemente correlato alle condizioni del mercato azionario generale. Secondo i dati analizzati nell'*EY Global IPO Trends 2023*, nel 2023 nel mercato globale vi sono state 1298 IPO, con una raccolta pari a 123.1 miliardi di dollari. Ciò rappresenta uno scenario mutevole in cui vi è stata una crescita nei mercati occidentali (numero di operazioni nelle Americhe aumentato del 15% ed in Italia del 10%) controbilanciato da un forte rallentamento della Cina ed Hong Kong raggiungendo una diminuzione globale dei volumi dell'8% ed un calo della raccolta del 33%. Questo ha seguito l'anno record 2021 per l'Italia e nel mondo, vedendo una forte riduzione tra il 2022 e 2023. Per il 2024, a livello globale, una riduzione dell'inflazione e potenziali tagli dei tassi di interesse potrebbero rappresentare fattori positivi per le IPO. Nonostante ciò, tanto dipenderà dal miglioramento dello scenario macroeconomico, la cui instabilità geopolitica prolungata può minare la fiducia degli investitori. I fattori chiave oggi da considerare sono: inflazione, tasso di interesse, politiche e regolamentazioni governative, ripresa delle attività economiche, scenario geopolitico, agenda ESG⁴ e catena di approvvigionamento. Molteplici e differenti fattori che determineranno fiducia e decisioni rispetto ai migliori processi di quotazione da intraprendere.

Nel corso di questo capitolo verrà trattato il processo di IPO, delineandone le caratteristiche, le varie modalità, i presupposti e le varie considerazioni nei differenti scenari, ricordandoci sempre che l'economia non è una scienza esatta e molto si fonda su valutazioni basate su *assumption*.

1.2 CARATTERISTICHE DELL' IPO

Il primissimo step è esattamente quello della decisione di intraprendere una quotazione, la quale può essere dettata da svariate motivazioni. Di fatti, molte aziende sono di proprietà di società di *Private Equity*⁵ o di *Venture Capital*⁶ che vorrebbero accedere ad una

⁴ *Environment social and governance*: è un set di aspetti che comprende i temi ambientali, sociali e di *governance* delle aziende.

⁵ Sono società private che investono fondi a medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di crescita e sviluppo effettuata prevalentemente da investitori istituzionali. Glossario finanziario- *Private equity*. Borsaitaliana.it.

⁶ È una forma di *private equity* che finanzia startup e piccole aziende con alto potenziale di crescita. Glossario finanziario- *Venture capital*. Borsaitaliana.it

remunerativa exit, oppure *family o founder owned*. In tal senso un'IPO può essere rappresentata da una *secondary offering*⁷ oppure da una *primary offering*⁸ o un mix di queste due e il denaro raccolto da questa può rappresentare una forma di remunerazione per gli *shareholders* esistenti (*secondary offering*), oppure un modo di finanziare la crescita, ripagare il debito o altri propositi. Indipendentemente dalla forma di emissione, la quotazione rappresenta l'opportunità di accedere ad un mercato liquido in cui si può avere un valido *benchmark*⁹ di valutazione delle proprie azioni. Entrando nel dettaglio dei possibili motivi per cui un'azienda si può quotare troviamo:

- La liquidità è una delle motivazioni tradizionali per la quotazione che può rappresentare una alternativa attrattiva alla vendita dell'azienda, ed in cui vi è una valutazione più alta nella maggioranza dei casi. In questo caso si può anche mantenere il controllo dell'azienda, poiché in una tipica emissione avviene la vendita del 25% delle azioni e si mantiene, così, una ottima posizione per una potenziale crescita del valore di queste, vendendole in un secondo momento con un importante ritorno.
- Ottenere capitale per finanziare la crescita investendo in nuovi prodotti, locazioni, espansione geografica, operazioni di M&A e R&D¹⁰.
- L'accesso ai mercati dei capitali che rende più semplice anche la raccolta di capitale con altre emissioni in un futuro, le cosiddette *follow-on offerings*, e quindi potersi muovere in un mercato liquido.
- Per ridurre la leva finanziaria e, quindi, ripagare del debito, questa è un'operazione tipica di aziende fortemente finanziate a debito quali quelle figlie di un LBO¹¹.
- Per avere la disponibilità liquida per procedere ad una acquisizione, offrendo tali proventi direttamente agli *shareholders* oppure all'azienda target dell'M&A.
- La quotazione può dare all'azienda una forte immagine di sé, definendone una permanenza della sua operatività. Questo può essere molto importante per le aziende *family-owned* in quanto gli garantisce una posizione differente nei confronti di tutti gli *stakeholders*.

⁷ Vendita di azioni già esistenti.

⁸ Vendita di nuove azioni, di proprietà di alcuno.

⁹ Punto di riferimento.

¹⁰ *Research and Development*, ricerca e sviluppo.

¹¹ *Leveraged Buyout*: l'acquisto da parte di un'azienda di un'altra azienda utilizzando un significativo ammontare di debito.

- Infine può essere anche un modo per attrarre nuovi talenti o mantenerli, in quanto rappresenta la possibilità di remunerare i dipendenti attraverso pacchetti di compensazione tramite le *stocks*.

Nonostante ciò, non è sufficiente avere l'intenzione di quotarsi e prendere questa decisione, poiché l'accesso al mercato dei capitali potrebbe essere il passo errato per un'azienda che vuole crescere. In questo senso è strategico valutare se l'azienda sia un valido candidato per una IPO vincente, conseguendone così una ingente raccolta di capitali, seguita da una crescita del valore delle sue azioni che sia sostenibile nel tempo. Per citare dei casi, possiamo guardare il grande flusso di aziende tecnologiche degli anni 90, fino alle start-up con *fast-growth* quali le *unicorn*. Nell'*high tech* si possono trovare l'IPO di Alibaba con una raccolta di capitale di 25 miliardi di dollari in cui si è osservata una crescita esponenziale nel valore delle sue azioni e di conseguenza, della capitalizzazione fino al primo ottobre 2020 (massimo di 304.69 dollari). Quest'ultima segue Saudi Aramco, compagnia petrolifera saudita, la quale rappresenta la più grande IPO di tutti i tempi per raccolta di capitale, 29 miliardi di dollari. Aspetti chiave da tenere in considerazione in una valutazione aziendale sono:

- Seguendo l'esempio storico delle righe precedenti, abbiamo subito l'idea di come non esista un settore ed una industria specifica per una valida quotazione, tuttavia, ve ne sono molteplici. È fattore comune, però, tenere in considerazione il TAM¹², il quale indica la totalità dei ricavi che un determinato prodotto o servizio può generare. Più i mercati sono ampi, maggiore è l'opportunità di crescita, e quindi includiamo anche gli "*early stage sectors*".
- La posizione competitiva dell'azienda in quel settore, rispetto alla quale si potrebbe riprendere la matrice BCG¹³, in Figura 1, per identificarne la posizione, ma anche l'intensità stessa della concorrenza determinata dalle altre quattro forze di Porter¹⁴: potere contrattuale fornitori, clienti, prodotti sostituti, nuovi entranti. La competizione determina possibilità di crescita e profittabilità.

¹² *Total Addressable Market*, si riferisce alla totale opportunità di ricavi di un determinato prodotto o servizio.

¹³ Boston Consulting Group, una delle più grandi ed importanti società di consulenza strategica.

¹⁴ Le 5 forze di Porter sono uno strumento dell'azienda per valutare l'ambiente competitivo in cui si trova ad operare.

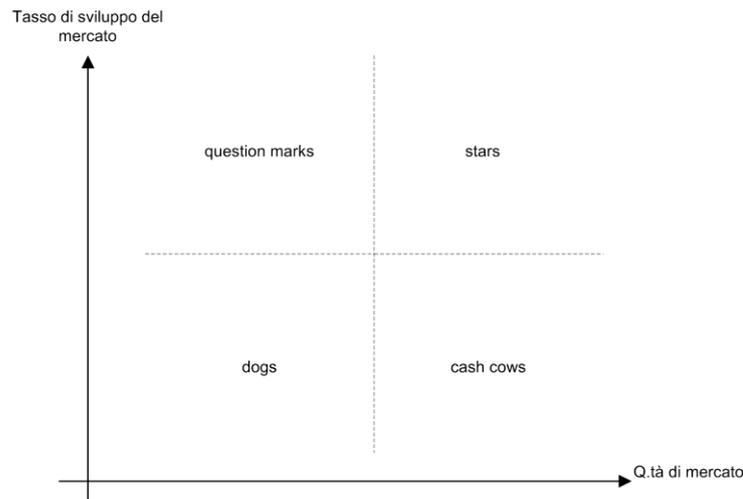


FIGURA 1. MATRICE BCG

- Per perseguire la crescita sarebbe condizione ideale uno sviluppo organico dell'azienda, generata da opportunità interne alla stessa, quali nuovi consumatori, nuovi prodotti e/o servizi, espansione geografica, oppure esterne: è certamente efficace ed interessante un'operazione di M&A¹⁵. Non è, allo stesso tempo, trascurabile la componente rischio in qualsiasi operazione che punti ad una crescita: sarebbe semplicistico dire che la condizione preferita da qualsiasi investitore sia quella dell'*high growth e low risk*.
- La valutazione della qualità del business e la sostenibilità del vantaggio competitivo che la società dovrebbe detenere nei confronti dei rivali e le barriere all'entrata sono fattori significativi e solitamente definiti come "*moat*". La differenziazione del prodotto, proprietà intellettuale, economie di scala, *brand*, il grande investimento iniziale, sono caratteristiche che supportano la resilienza di un business model che può funzionare nel tempo.
- Così come un solido storico finanziario, delineato da una crescita e profittabilità costante si inseriscono nella valutazione della salute del profilo finanziario. Lungo il proseguo di questa analisi verrà approfondito il tema delle aziende unicorno, le quali sono solitamente protagoniste di un rapido percorso di crescita. Le *technology companies* sono, ad esempio, molto spesso caratterizzate da uno storico con poco o alcuno ricavo ma forti prospettive di crescita. Dalle ultime tendenze di mercato IPO,

¹⁵ *Mergers and Acquisitions*.

si trovano un maggiore appetito degli investitori nei confronti di aziende di valore piuttosto che in quelle in crescita, riflettendo una migliore performance del *price per share* post-IPO¹⁶. Riferendosi al settore tech è possibile identificare con maggiore frequenza operatori che offrono servizi in mercati completamente nuovi, ma sarebbe errato pensare che sia specifico soltanto di quel settore poiché sono *disruptors* tutti coloro che prendono quote di mercato dai tradizionali *player*.

- Per ultimo, ma non per importanza troviamo la valutazione del profilo di rischio ed il management dell'azienda. Gli investitori, difatti, valutano sempre la relazione rischio-rendimento e tra le più importanti fonti di rischio rinveniamo: la ciclicità del business, la concentrazione clienti/fornitori, l'esposizione geografica, la competizione e lo storico dell'operatività dell'azienda. Ogni business presenta dei cicli di alti e bassi ed analizzarne il passato, i trend, permette di fare alcune previsioni fondamentali per scegliere il momento giusto della quotazione. La concentrazione di fornitori e clienti è strategicamente importante per il business aziendale per valutarne la solidità delle relazioni e l'importanza di queste. Sul lato geografico vi può avvenire la diversificazione a riduzione del rischio; proprio come essere dipendenti di un solo fornitore o di un solo cliente, la concentrazione in uno specifico luogo geografico è certamente più rischiosa. Per quanto riguarda il management di un'azienda, questo, è parte di valutazione delle opportunità di investimento, ancora di più quando si tratta di una IPO. Gli investitori dibattono e valutano tanto il management quanto il business: come una squadra di campioni mal gestita non ottiene un buon risultato, allo stesso tempo, un allenatore (management) vincente senza giocatori (business) di livello non può fare un miracolo.

Il processo di una IPO richiede la partecipazione e l'interazione di molteplici soggetti ove si possono principalmente annoverare: *Investment banks*¹⁷, il *management*, proprietari attuali e futuri (investitori), avvocati, contabili, *exchange partners* e gli *advisors*.

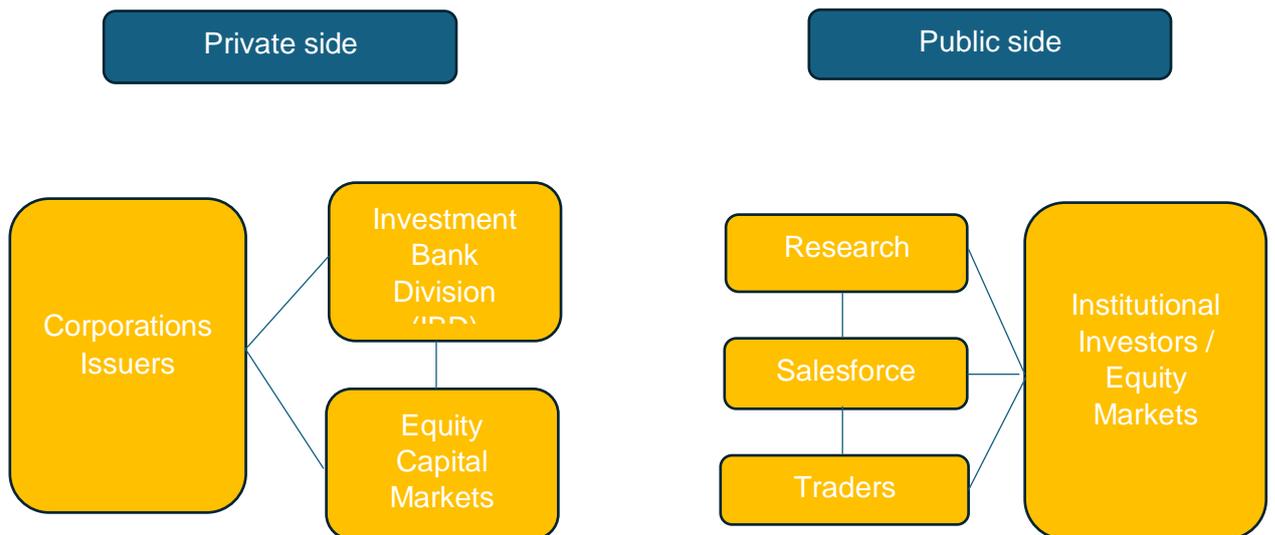
Le IB¹⁸ hanno un ruolo centrale nella IPO, a partire dalla valutazione di un buon candidato per la quotazione, anche cercando loro stesse mesi o anni prima tali soggetti, per poi curare

¹⁶ EY *press release* 28 settembre 2023.

¹⁷ Intermediario finanziario che assiste i soggetti in deficit di risorse finanziarie nell'organizzazione di operazioni di finanziamento effettuate attraverso l'emissione di titoli o strumenti finanziari costruiti appositamente, personalizzati. Glossario finanziario- Banche di investimento. Borsaitaliana.it.

¹⁸ *Investment Banks*.

tutto il processo ed il proseguo. Sono vari i team della o delle banche di investimento che prendono parte al processo e possiamo dividerli in private and public side.



Come mostra chiaramente il grafico, esistono diverse divisioni della banca di investimento che prendono parte all'operazione: due team focalizzati sul private side (azienda che emette), e tre team rivolti al mercato, agli investitori istituzionali. Nel Private side l'investment bank division (IBD) è esperta del settore e conosce approfonditamente l'azienda e si occupa principalmente del pre-IPO con il registration statement e del roadshow. Troviamo, poi, l'equity capital markets team (ECM) che si divide in origination bankers e syndacate bankers: i primi lavorano a stretto contatto con l'azienda ed i secondi con la salesforce e investitori interni alla banca. ECM lavorano a stretto contatto con IBD in merito ai termini ed ammontare ottimale dell'emissione, tenendo sempre in considerazione le condizioni dell'equity market e degli investitori. Nel *Public side*, invece, troviamo i team di *equity research*, *salesforce* e *traders*. L'*equity research* è composto dagli analisti che pubblicano report di ricerca sulle public companies ed i quali mantengono un'opinione indipendente rispetto ad aziende e settore. I *team* di *sales* e *trading* organizzano, antecedentemente all'IPO, un "*teach-in*" per formare la squadra di vendita. *Sales* è concentrata sul rapporto con gli investitori, mantenendo la comunicazione con l'azienda ed i *trader* monitorano e sono maggiormente concentrati sul mercato. Possiamo dire che i vari *team* spesso svolgono

simili funzioni, seppure da prospettive diverse. Il *management* dell'azienda è cruciale poiché lavorerà a stretto contatto con tutti coloro che prendono parte al processo, tuttavia, dovranno essere ben attenti a bilanciare le loro responsabilità nel processo di quotazione con quelle richieste dal ruolo in azienda. Non si può verificare il caso in cui le forze impiegate nell'IPO vadano ad influenzare negativamente le performance aziendali. Si trovano di seguito gli investitori, principalmente istituzionali, che rappresenteranno circa l'80% dei sottoscrittori, e saranno soggetti a particolare attenzione nel processo, partendo dai cosiddetti *roadshow meetings*. Per quanto riguarda gli avvocati troviamo due gruppi: coloro che assistono l'azienda e si assicurano che questa sia pronta dal punto di vista legale ad una IPO, conducendo una revisione legale e redigendo la dichiarazione di registrazione. Un'altro gruppo che assiste gli *underwriter* (banche di investimento) facendo i loro interessi, assicurandosi che la dichiarazione di registrazione sia completa e precisa, e guidando l'accordo di *underwriting* e *lock-up* (periodo entro cui non possono essere rivendute le azioni). I team legali sono molto importanti dovendosi muovere tra le complesse regole e regolamentazioni previste dalla SEC¹⁹ (in USA, CONSOB in Italia, etc.). Le *accounting firm*, di conseguenza, sono responsabili della revisione dei documenti che compongono il pacchetto informativo del bilancio, affinché questo sia *compliant* alle regole preposte dalle autorità di vigilanza delle Borse valori. Essi forniscono supporto anche nelle fasi successive nel rassicurare gli enti esterni e nel consigliare l'azienda stessa. Vi è, poi, la scelta dell'*Exchange Partner* (Nasdaq, NYSE, etc.), le quali non soltanto facilitano e permettono l'IPO, ma offrono servizi post-quotazione come il supporto con la comunità degli investitori e dei regolatori. Queste danno visibilità all'azienda rendendo questa decisione molto importante, anche se spesso sono scelte per relazioni pregresse e motivi personali. È infine, diventato sempre più comune anche assumere degli *advisor*, i quali si vanno ad aggiungere alle banche di investimento e che consigliano l'azienda sia nell'esecuzione che nella strategia. Questi, è importante dire, che consigliano la società anche nella scelta degli *underwriter* ottimali, stilando una lista di banche di investimento da considerare, distribuendo una richiesta di proposta (*request for proposal*) a queste e programmando incontri di selezione. Supporteranno l'azienda lungo tutto il percorso offrendo la loro esperienza nella consulenza strategica.

Nel corso di tale disamina del processo di quotazione si cerca di generalizzare ed illustrare i fattori comuni di ogni IPO. Per tale motivo, in qualsiasi caso troveremo un emittente, un

¹⁹ *Securities and Exchange Commission*, l'autorità di vigilanza statunitense delle borse valori.

ammontare dell'offerta (flottante), l'emissione di azioni primarie/secondarie, il fenomeno del "greenshoe", delle tempistiche, un sindacato (gruppo banche di investimento), un periodo di *lock-up*, un *exchange partner* (già menzionato), degli investitori *target*, *mix* geografico, un programma di marketing ed il *gross spread*.

Per quanto riguarda l'ammontare dell'emissione, tipicamente le *floating shares* si trovano tra il 15% ed il 25% della capitalizzazione di mercato con un minimo raccomandato di 100 milioni di ammontare.

(\$ in millions, except # of deals)

| Summary of U.S. IPO Sizing since 2009 | | |
|---------------------------------------|------------|----------------------------------|
| Market Value | # of Deals | Average Base Deal ^(a) |
| < \$250 | 423 | \$101 |
| \$250 – \$499 | 198 | \$185 |
| \$500 – \$999 | 185 | \$236 |
| \$1,000 – \$2,499 | 188 | \$297 |
| > \$2,500 | 237 | \$740 |

FIGURA 2. MARKET CAPITALIZATION E IPO

Come mostra la Figura 2 c'è una relazione positiva tra *market capitalization*²⁰ e cifra raccolta dall'IPO.

Vi è, poi, la scelta tra emissione di azioni primarie o secondarie, solitamente vi è un *mix* tra le due, come già detto in precedenza. Dipende dalla tipologia di azienda per determinare quale delle due si prediligerà e l'ammontare delle due. Offerta di azioni primarie per perseguire crescita, le secondarie per monetizzare un investimento.

Il "greenshoe" è un meccanismo di stabilizzazione che consiste nella vendita di ulteriori azioni agli investitori dopo il processo di IPO. L'*offering size* ha un massimo del 15% del *market cap*²¹ ed intende supportare la società nei primi periodi post quotazione assicurandole stabilità. In buone condizioni lo *share price* coinciderà con il prezzo verificatosi nell'IPO, viceversa, in condizioni non favorevoli questo potrà essere inferiore. È un meccanismo il cui principale scopo è quello di combattere l'alta volatilità che può seguire l'ingresso sul mercato dei capitali.

²⁰ Capitalizzazione di mercato: numero di azioni moltiplicato per il prezzo delle stesse.

²¹ *Market capitalization*, capitalizzazione di mercato.

Per quanto riguarda il sindacato, gruppo di banche di investimento, questo può essere diviso in *bookrunner* e *co-manager*. I primi si occupano di tutta la fase preparatoria, dell'organizzazione dei *roadshow*, due diligence e supporto nella valutazione quantitativa (raccomandazione prezzi, ammontare emissione, allocazione). In base alla dimensione dell'emissione vi possono essere più *bookrunner*, che, ricoprendo un ruolo primario sono visti come agenti di stabilizzazione. I *co-manager*, invece, hanno meno responsabilità e mole di lavoro e forniscono ricerca e supporto post-IPO. Indipendentemente dal ruolo chiunque svolge due diligence.

Come accennato in precedenza il periodo di *lock-up* rappresenta l'intervallo di tempo in cui gli azionisti non possono vendere le azioni dopo la quotazione, tutto ciò per garantire agli investitori che non vi sia una eccessiva pressione sul prezzo delle azioni. Tipicamente il periodo è di 180 giorni, tuttavia, vi possono essere metodi alternativi (a scaglioni) per evitare il medesimo effetto appena concluso il periodo di *lock-up*.

Il *gross spread* è la compensazione pagata agli *underwriters* e rappresenta una percentuale che solitamente si aggira al 7%, decrescente all'aumentare dell'emissione. Questa comprende la *management fee* (comprendete tutti i servizi di consulenza e valutazione), l'*underwriting fee* (comprende il rischio della sottoscrizione) e la *selling concession* (è la maggiore e comprende tutto lo sforzo di vendita e piazzamento delle azioni).

È importante, a questo punto, riportare dei metodi non tradizionali secondo cui una società può quotarsi. In questi casi si potranno incontrare delle variazioni rispetto al tradizionale processo ed al ruolo che i soggetti sopra menzionati vanno a ricoprire. Stiamo parlando del *dual-track process*, la SPACs²² ed il *direct listing*.

Il processo *dual-track* è una strategia secondo cui l'azienda persegue allo stesso tempo la quotazione (IPO) e la vendita. Tramite tale strategia si punta a massimizzare la sua valutazione inserendosi in due mercati aumentandone la competitività, M&A ed IPO. Tale strategia viene comunemente perseguita dai fondi di PE²³ e VC²⁴. Purtroppo, non qualsiasi azienda e non in ogni situazione è applicabile tale processo.

Per quanto riguarda le *Special Purpose Acquisition Companies* (SPACs) sono entità appositamente create che non hanno operazioni commerciali o attivi nel proprio bilancio, il

²² *Special Purpose Acquisition Companies*, società veicolo.

²³ *Private equity*.

²⁴ *Venture capital*.

cui scopo è quello di raccogliere capitali dagli investitori tramite l'IPO ed acquisire un'azienda in una data successiva. Questa, dopo la quotazione ha generalmente 24 mesi di tempo per individuare un'azienda ed acquisirla. Una SPAC è in una certa misura un ibrido tra un'IPO ed una vendita dell'azienda. Come in una vendita, la valutazione viene negoziata in anticipo, ma le singole shares, come in un fondo fiduciario, hanno un valore alla pari di 10 dollari ciascuna. Un accordo SPAC è anche strutturato legalmente come una fusione tra l'azienda *target* e la società veicolo, consentendo maggiore flessibilità in termini di informazioni da presentare al mercato. Le SPAC, possiamo dire che offrono un percorso semplificato, alternativo alle aziende per diventare pubbliche, presentando una struttura che permette maggiore velocità e flessibilità rispetto alle tradizionali IPO. È interessante come negli ultimi anni vi sia stato un forte incremento nell'utilizzo delle SPACs, passando da una raccolta di 2 miliardi nel 2014, a 13.6 nel 2019, sino ai 162.5 nel 2021 (SPAC statistics). Nella Figura 3 si presenta la crescita dal 2014 al 2019 anche in relazione percentuale a tutte le IPO.

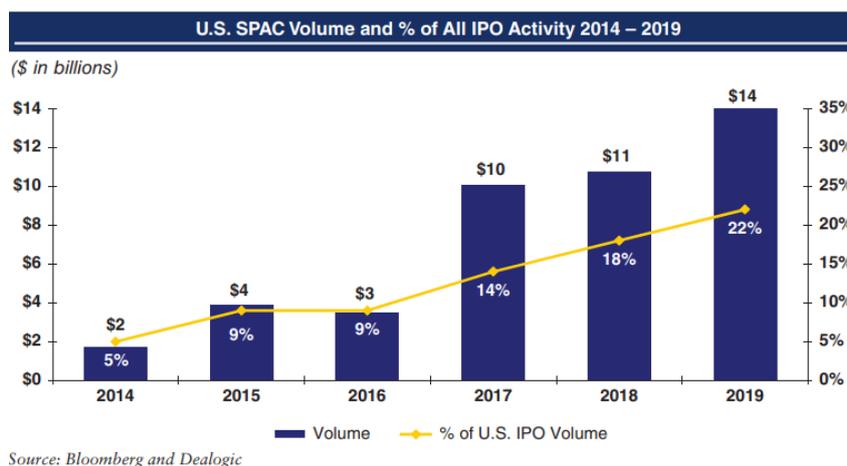


FIGURA 3. VOLUME SPACS

Mentre nel *direct listing*, i fondatori, i dipendenti e gli investitori iniziali dell'azienda possono vendere liberamente le loro azioni sul mercato scelto. A differenza dell'IPO tradizionale in cui vengono create nuove azioni e vendute al pubblico attraverso il classico processo di *bookbuilding* ed i *roadshow*, qui non vi è la creazione di alcuna nuova azione e non vi è l'intermediazione delle banche di investimento quali *underwriters*. Un noto esempio di *direct listing* è Spotify nel 2018. Per quanto riguarda il processo, entrambe (IPO tradizionale e *direct listing*) richiedono di rispettare i requisiti delle autorità di vigilanza e della borsa valori, mentre si trovano differenze significative nei tempi, nei meccanismi e nel marketing. Non c'è *roadshow*, Spotify ha ad esempio optato per un "*investor day*"; non c'è

un accordo rispetto al periodo di *lock-up* ed il ruolo delle IB²⁵ è più di *advisor* che *underwriter*. Nel *direct listing* si usa un *reference price* calcolato sulla base del gioco di domanda-offerta, a differenza della tradizionale IPO in cui l'*underwriter* definisce il prezzo. Questo è un processo molto giovane ed innovativo e di conseguenza vi saranno delle evoluzioni.

A seguito dell'emissione, per gli *shareholders* in cerca di una monetizzazione del proprio investimento, si presenta la possibilità di percorrere due metodi che portano al risultato desiderato: offerte *follow-on* e *block trade*. L'offerta *follow-on* avviene commercializzando nuovamente le azioni della società attraverso un breve *roadshow* da uno a tre giorni e l'ammontare è tipicamente definito nel 15-20% della *market capitalization* (simile al *greenshoe*, ma con scopo differente: stabilizzazione vs monetizzazione). Può essere composto da azioni primarie e secondarie. Il *block trade*, invece, è una negoziazione privata di vendita di azioni in grande dimensione, perciò avvengono lontanamente dai mercati pubblici cercando di minimizzare l'impatto sul prezzo delle azioni.

Come è stato detto sin dall'inizio, la decisione di procedere ad una offerta pubblica deve essere effettuata attentamente, prendendo in considerazione molteplici aspetti. Un'azienda che procede alla quotazione deve affrontare dei cambiamenti nella propria gestione ed operatività, partendo dai report annuali e trimestrali da inviare alle autorità di vigilanza in cui verranno rese pubbliche informazioni sulla strategia, sui consumatori, sui prodotti, profittabilità e tanto altro che spesso si vorrebbe tenere privato. Esisteranno nuovi *stakeholders* da prendere in considerazione nel *decision-making process*, il tempo e le risorse impiegate dal *management* per soddisfare gli *shareholders* saranno maggiori; si potrà essere soggetti a strategie di mercato in merito ad acquisto o vendita delle azioni che potranno influenzare l'operatività ed il controllo dell'azienda, così come ingenti ed inevitabili costi di gestione che si aggirano tra l'1 ed i 3 milioni annui. In questo paragrafo abbiamo evidenziato le motivazioni che possono spingere un'azienda a quotarsi, le considerazioni nel prendere una tale decisione, i fattori comuni di un tradizionale processo di quotazione e dei metodi alternativi. Nel prossimo paragrafo verranno analizzati gli step che un'azienda deve seguire assieme alle documentazioni richieste dalla regolamentazione.

²⁵ *Investment Banks.*

1.3 IL PROCESSO DI IPO

In tale paragrafo verrà analizzato il processo di IPO, approfondendo le diverse fasi quali l'organizzazione, la scelta del team, la preparazione della documentazione, la due diligence, tutta la fase di marketing e dei roadshow, il pricing e l'allocazione.

Come in ogni processo organizzato, il lavoro di squadra garantisce l'efficienza, la qualità e il successo nell'esecuzione di un buon lavoro. Pertanto, è fondamentale avere un ottimo team e nel processo di IPO la scelta dei suoi componenti è la prima cosa da dover fare.

È necessario, anzitutto, un team interno all'azienda che sia dedicato a questa operazione, identificando così i soggetti preposti a fornire le informazioni finanziarie, aziendali e legali necessarie, le quali alimentano il materiale di marketing. Spesso è anche necessaria una riorganizzazione aziendale in vista di una identificazione delle risorse adatte a livello di competenze a sostenere tale funzione. È certo che il CFO²⁶ ed il COO²⁷, come altri dirigenti aziendali, siano chiamati in causa in tale operazione e la squadra preposta dall'azienda avrà un responsabile, il cosiddetto “*captain*”. Il tutto sarà monitorato dal CEO²⁸ come membro critico del team, il quale, però, deve garantire che l'azienda continui ad essere operativa, cercando il giusto equilibrio tra una IPO di successo ed il successo dal punto di vista dell'operatività aziendale.

In seguito vi è la scelta dei *bookrunners*, ovvero le banche di investimento. L'azienda e gli azionisti dedicano molta attenzione alla scelta del *bookrunner* principale attraverso incontri sin da anni precedenti. A seguito della decisione di procedere con l'IPO, si procederà ad una selezione formale, il cui processo è noto come “*bake-off*”. Tali proposte vengono presentate al CDA²⁹. Il tutto, però, inizia con una richiesta di proposta in cui l'azienda chiede perché dovrebbe scegliere proprio quella banca.

Come citato anche in precedenza, le banche di investimento non sono gli unici esperti esterni ad affiancare la società, ma troviamo anche società di revisione e legali, questi ultimi anche scelti dalle banche per affiancarli nella redazione della documentazione legale e regolamentare per quanto concerne le autorità di vigilanza. Con una “*data room*” si procede alla fase di due diligence e preparazione della dichiarazione di registrazione. Questi

²⁶ Chief Financial Officer.

²⁷ Chief Operating Officer.

²⁸ Chief Executive Officer.

²⁹ Consiglio di amministrazione.

consulenti esterni aiutano la società anche nella scelta dei *bookrunner*. Come già menzionato vi è, poi, la scelta della borsa valori per la quotazione.

Estremamente importante ed oggetto di revisione è ciò che concerne la *governance* aziendale. Di fatti, le società quotate in borsa sono soggette a dei standard ben più rigidi di *governance* aziendale, dettati dalle autorità di vigilanza e dalle borse valori stesse. La *governance* è l'insieme di regole e pratiche migliori che guidano il consiglio di amministrazione di una società nel suo rapporto con gli *stakeholders* in generale (investitori, enti governativi, pubblico). I componenti hanno responsabilità nei confronti degli azionisti pubblici e non è poco comune che ne vengano richiesti dei cambiamenti significativi. Difatti, questa deve rispettare gli standard di indipendenza dei membri del consiglio, sessioni di lavoro separate per i direttori indipendenti, creazione di statuti di *governance* e comitati obbligatori del consiglio, quali *Audit*, *Nomination* e *Compensation*. Ad esempio, il Nasdaq ed il NYSE³⁰ richiedono che il consiglio di amministrazione sia composto per la maggioranza da direttori indipendenti, indicando con questo termine una persona senza una relazione stabilita con la società, che interferirebbe con la responsabilità di agire come membro imparziale. Le nuove società quotate devono rispettare il criterio dell'indipendenza entro un anno dalla quotazione. Oltre, però, alle direttive esterne, le società adottano delle *best practices* che includono principi quali la diversità, la pianificazione della successione ed, ovviamente, il rispetto dei principi ESG.

Vi è, al contempo, la preparazione della documentazione che deve essere conforme ai principi internazionali richiesti dalle autorità, perciò, il team finanza aziendale lavorerà in sintonia con le società esterne nella predisposizione di: bilancio consolidato dei due anni precedenti, conto economico e rendiconto finanziario degli ultimi tre anni ed il report della società di revisione. È comune, tuttavia, che le società forniscano anche informazioni non conformi ai principi, come l'*adjusted EBITDA*³¹ ed il *free cash flow*³², valori utili per le valutazioni degli investitori. Per le aziende che operano in più *business* ed aree geografiche sono richiesti dati specifici per ciascuna di queste aree. Ciò fa intendere quel che dicevamo prima in termini di maggiore informativa che l'azienda deve rispettare, senza prendere in considerazione il suo piano strategico. Questo, infatti, assieme al *business plan* fa parte della narrativa utile alle operazioni di *marketing* che l'azienda porta avanti nei confronti degli

³⁰ *New York Stock Exchange*.

³¹ *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*; in italiano anche definito MOL, margine operativo lordo.

³² Flusso di cassa disponibile per l'azienda.

investitori. Opportunità di crescita, posizionamento, solidità e sostenibilità del *business* sono tutte componenti fondamentali da fornire al pubblico. È naturale che il tutto deve essere supportato da dati quantitativi e *forecast* che il CFO³³ ed il suo *team* prepareranno. Tutti i documenti che l'azienda consegnerà alle autorità ed al pubblico dovranno inevitabilmente essere coerenti fra loro ed in linea con lo scenario attuale di mercato, nonché credibile ed appetibile, altrimenti non riscuoterebbe il successo desiderato. Tali documentazioni sono sicuramente necessarie per una IPO di successo, tuttavia, pongono la società in una posizione di maggiore trasparenza nei confronti dei *competitors*, concedendo loro informazioni e prospetti che non sarebbero stati resi pubblici.

Prima di quotarsi l'azienda deve anche compiere una serie di passaggi ed assicurarsi di avere la struttura aziendale adatta. Ad esempio negli USA³⁴ scelgono come sede aziendale il Delaware poiché vi è un sistema giudiziario favorevole alle imprese (Stato di incorporazione). La maggior parte dei candidati IPO sono organizzati come una C-Corporation, devono autorizzare l'emissione di azioni supplementari (flottante per l'IPO), spesso devono riscattare dei titoli (*preferred shares* o *warrants*), deve esservi la possibilità di fare uno *split* azionario per raggiungere il *target price* ed, infine, *dual class considerations*, in cui i proprietari cercheranno una struttura che assicuri loro il controllo dell'azienda.

La C Corporation è la struttura aziendale più utilizzata (gli *shareholders* sono tassati separatamente rispetto all'azienda), tuttavia, non tutte hanno questa struttura. Troviamo le *partnership* o anche le LLC (*limited liability corporations*). In questi casi è difficile che le aziende decidano di convertirsi in C Corp. come, piuttosto, decideranno di optare per una Up-C *structure*, la quale presenta dei vantaggi fiscali ai proprietari pre-IPO. In questo caso viene formata una nuova C Corporation che funge da *holding* e gestisce l'entità operativa avente un'altra struttura. La *corporation* che va pubblica emette azioni di differenti classi, come prima dicevamo, solitamente A e B (si possono creare anche molte più classi). La classe A viene solitamente distribuita al pubblico con diritti economici e di voto, mentre la classe B agli *existing shareholders*, in cui non c'è diritto economico alcuno. I proventi delle azioni di classe A vengono, poi, utilizzati per acquistare unità di *partnership* detenute dai proprietari pre-IPO. In generale, comunque, una Up-C *structure* presenta dei vantaggi fiscali poiché permette ai proprietari pre-IPO di accedere ai mercati dei capitali mantenendo la loro

³³ *Chief Financial Officer.*

³⁴ *United States of America.*

proprietà in forma di *partnership*, la quale presenta una tassazione ad un singolo livello, finché non venderanno le loro quote. Quando decideranno di effettuare lo scambio di quote di *partnership* con le azioni di classe A, questo comporterà un aumento della base fiscale degli *asset* della *partnership*, che aumenteranno l'ammortamento. Questo vantaggio dell'acquirente consente al venditore di porre un prezzo più alto alla vendita, compensando così il beneficio fiscale dato all'acquirente. Di seguito la Figura 4 presenta uno schema di sintesi di Deloitte che mostra la *Up-C structure*.

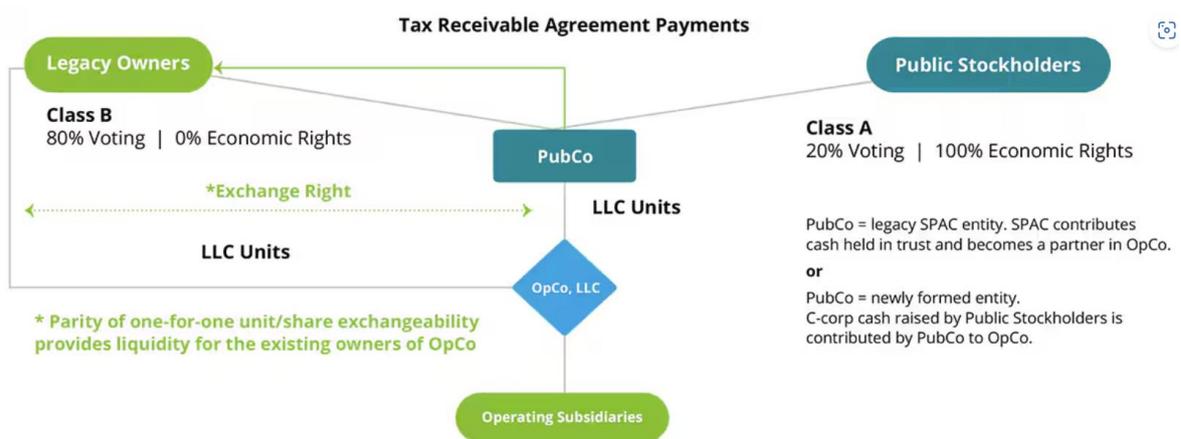


FIGURA 4. UP-C STRUCTURE, DELOITTE

Determinare, poi, il timing esatto per procedere all'IPO è cruciale per ottenere i maggiori benefit possibili dall'operazione e questa scelta può essere influenzata da molteplici fattori. Nonostante ciò, dai dati storici, come mostrato in Figura 5, che di seguito vi riportiamo, le finestre temporali più comuni per procedere alla quotazione sono quelle a tra Febbraio e Giugno, periodo seguente alla pubblicazione dei risultati di chiusura dell'anno e del primo trimestre e poi quella da Settembre agli inizi di Dicembre.

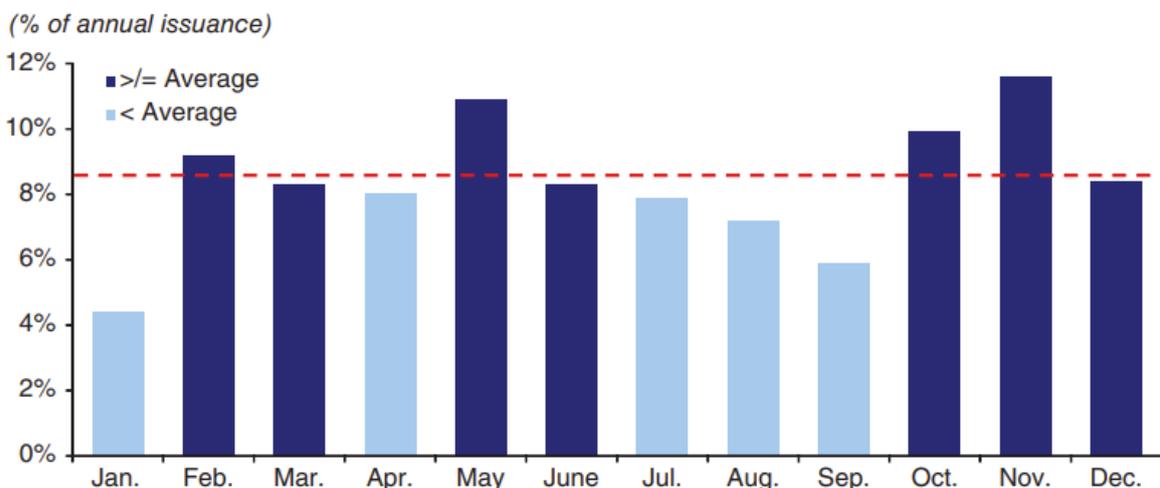


FIGURA 5. VOLUMI IPO

Oltre alla definizione del momento della quotazione bisogna definire la struttura dell'offerta. Quindi, come essere composta tra emissione di azioni primarie e secondarie e l'ammontare della emissione. La decisione della dimensione sarà dettata dall'uso che l'azienda desidera fare dei proventi dell'emissione. Generalmente si opta per una emissione in percentuale inferiore con possibilità di aumentare in base alla domanda degli investitori. Come detto nel precedente paragrafo un'azienda che punta a finanziare la sua crescita opterà con maggiore probabilità ad una offerta primaria, così come una azienda che punta a diminuire il suo *leverage* (indebitamento). Quando vi è una struttura finanziaria solida si opta per una emissione secondaria. Perciò, la scelta tra emissione di azioni primarie e secondarie, ed in quale misura, sarà inevitabilmente dettata dalla struttura di capitale target dell'azienda, altro tema estremamente vasto ed in cui costo del debito, costo dell'equity e redditività aziendale giocano un ruolo cruciale.

Al centro di qualsiasi IPO vi è, infine, la valutazione dell'azienda. È importante dire, sempre e sin da subito, che il processo di *valuation* non è una scienza esatta, bensì questa è composta da *assumption* e passaggi nei vari calcoli che presentano inevitabilmente della soggettività. Ci sono vari metodi di valutazione ed i più conosciuti sono il metodo dei *comparables*, il DCF³⁵ ed il *precedent transaction analysis*. Per quanto riguarda il metodo dei *comparables*, bisogna trovare anzitutto un gruppo di aziende che rispettino determinati requisiti (es. dimensione, luogo geografico, etc.) ed utilizzare una media dei *comparables* presi in considerazione da poter applicare all'azienda che stiamo valutando. Molto spesso questo metodo viene maggiormente utilizzato per aziende abbastanza mature ed i multipli più noti sono EV/EBITDA³⁶ e P/E³⁷, i quali sono abbastanza generali. È possibile, poi, identificare dei *comparables* più specifici per i vari settori. Se prendessimo in considerazione un'azienda meno matura EV/sales può essere più valido poiché il dato delle vendite può essere ritenuto più "pulito", rispetto ad un margine operativo che viene influenzato da dei costi maggiori in determinate fasi di vita dell'azienda. Per quanto concerne il DCF, troviamo uno sconto dei *free cash flow* dell'azienda al tempo zero, tipicamente il periodo della valutazione. Solitamente il DCF è cosiddetto "a due stadi", in cui c'è un orizzonte temporale definito ed uno indefinito dove il *free cash flow* capitalizzato a quel periodo verrà attualizzato secondo una rendita perpetua il cui tasso di sconto è dato dalla differenza del costo del capitale ed un

³⁵ *Discounted Cash Flow.*

³⁶ *Enterprise value/ EBITDA.*

³⁷ *Price/ Earnings per share.*

tasso di crescita da stimare (inflazione, crescita del pil, crescita dei *free cash flow* nell'orizzonte definito, $ROE^{38} * plowback\ ratio^{39}$, etc.). Infine vi è il *transaction based* che prende in considerazione le ultime operazioni di M&A di aziende comparabili per struttura finanziaria, settore e dimensione. In questo modo si può fare una stima di ciò che è stato pagato per aziende simili e dare un valore alle azioni dell'azienda oggetto di valutazione. Esistono anche altri metodi che possono essere utilizzati, e questo rende ancor meglio l'idea di come la *valuation* sia un accordo tra scienza ed arte e come il fattore umano sia preponderante nella definizione dei valori economico finanziari. In funzione dell'azienda, del suo settore, dimensione, punto del suo ciclo di vita, si propenderà per un metodo o un altro.

L'inizio formale del processo di IPO vi è, però, quando la banca di investimento *leader* dell'operazione organizza l'*organizational meeting* nell'*Headquarter* dell'azienda. Qui prenderanno parte il *management*, i rappresentanti degli azionisti, i revisori, i consiglieri, ed i consiglieri degli *underwriters*. L'obiettivo del *meeting* è quello di mettere tutti al corrente allo stesso modo dello stato delle cose e dei termini fondamentali.

In seguito si procede alla attività di *due diligence* ed alla preparazione della documentazione. La *due diligence* è un'attività di investigazione, revisione e valutazione portata avanti per confermare fatti o dettagli relativi ad una materia sotto considerazione. Nel mondo finanziario la *due diligence* richiede l'esame di record finanziari prima di entrare nella transazione con una controparte. Questa inizia con un incontro organizzato dove il management aziendale presenta approfonditamente l'azienda e le sue prospettive. La documentazione dettagliata include materiale che copre l'aspetto legale, operativo e finanziario dell'azienda. Essa serve per delineare rischi e virtù dell'impresa. Tutte le informazioni devono essere accurate e complete, così nel *registration statement*.

Per quanto riguarda la *due diligence* operativa, l'obiettivo dei finanziatori è capire il più possibile il *business model*, le opportunità ed i rischi aziendali. Le principali categorie di *due diligence* operativa sono: la strategia aziendale che tiene in considerazione posizionamento ed obiettivi, il settore e la competizione al suo interno, la produzione e i servizi ed, infine, i clienti.

³⁸ *Return on equity*, utile netto diviso *equity*

³⁹ La parte dell'utile non distribuita e quindi reinvestita nel *business*, data da $(1 - payout\ ratio) = (1 - div/eps)$.

La *due diligence* finanziaria comprende tutti gli storici ed i prospetti della *performance* finanziaria, con anche analisi di sensitività (prospetto al verificarsi di vari scenari). I dati chiave sono il pacchetto informativo del bilancio con i suoi documenti, la *valuation*, l'infrastruttura contabile, le tasse e la politica del debito.

Sul lato legale avviene la medesima operazione tenendo conto di tutti i documenti relativi a possibili controversie ed eventuali contratti.

Il documento più importante di redazione e presentazione nel processo di preparazione all'offerta pubblica è il *Registration Statement* il quale funge da documento di *marketing* evidenziando rischi ed opportunità ed è oggetto di esame da parte delle autorità di vigilanza. Questo è composto da due sezioni che delineeremo, in seguito vi sono le formalità che seguono le indicazioni delle autorità quali la copertina, la lunghezza e la forma chiara e concisa.

La prima parte del *Registration Statement* è la parte fondamentale del documento ed è detta Prospetto, utile a presentare la società agli investitori. Questo è oggi distribuito sia fisicamente che elettronicamente. Le sue sezioni principali sono: la pagina di copertina che include l'ammontare dell'emissione, lo sconto per i sottoscrittori etc., di seguito vi è il riassunto del prospetto di circa 10/20 pagine, poi i dati finanziari con un loro riassunto degli storici e metriche non previste dai principi internazionali quali il margine operativo (EBITDA) ed il *free cash flow*. Vi sono anche i conti economici degli ultimi cinque anni ed il bilancio consolidato. Troviamo, poi, i fattori di rischio, la struttura del capitale con i dati dell'*equity* e del debito; di seguito i commenti del management rispetto alle *performance* ed, infine, la descrizione del *business*.

Per quanto concerne la seconda parte del documento, contiene informazioni il cui emittente non è tenuto a dare nel prospetto (prima parte), ma obbligatorie per quanto riguarda il *registration statement*: spese dell'IPO, accordo dei sottoscrittori, opinioni legali. Infine, vi è la consegna del documento a seguito di una sua attenta revisione.

A seguito della consegna del *Registration Statement* saranno necessari circa 30 giorni prima che l'autorità di vigilanza risponda con eventuali commenti. In questo frangente l'azienda continuerà la preparazione della documentazione quali l'*underwriting agreement*, la *comfort letter* e la *legal opinion*. Nell'*underwriting agreement* c'è un accordo tra l'azienda emittente e i sottoscrittori. Molte banche di investimento hanno dei *legal agreement* standard che fanno da base alla relazione di ogni specifico documento, il quale include: obblighi dei

sottoscrittori, il *gross spread* a loro riconosciuto, *greenshoe*, accordo di *lock-up*, l'identificazione degli *underwriters* e le condizioni di chiusura. La *comfort letter* è un documento preparato dalla società di revisione che attesta l'accuratezza di tutti i dati finanziari presenti nel *registration statement*. I *bookrunners* richiedono una *comfort letter* prima di finalizzare l'*underwriting agreement* ed, in seguito, i contabili ne presentano una seconda alla chiusura, specificando eventuali cambiamenti rispetto alla prima. Nella *legal opinion* vi è sostanzialmente una conferma che le regole dell'autorità di vigilanza siano state rispettate.

A tal punto si avrà la divisione di finanza aziendale dell'autorità di vigilanza che controllerà il *registration statement*. Il suo controllo, è importante dire, non verterà sulla narrativa circa l'azienda o la sua *valuation*, bensì rispetto alla *compliance* con le leggi sul mercato dei capitali. A seguito dei commenti dell'autorità vi saranno delle risposte da parte dell'azienda, con una media da tre a cinque *round* di commenti. Una volta che si raggiunge un *registration statement* definitivo vi sarà la richiesta di renderlo effettivo, il che avviene il pomeriggio del "pricing day". Tutta tale attesa viene chiamata *waiting period*. Infine, le azioni vengono emesse e scambiate sul mercato dal giorno seguente.

Come continuamente detto lungo la descrizione del processo di offerta pubblica, ciò che concerne il lato marketing, e, quindi, la sponsorizzazione e la presentazione agli investitori dell'azienda gioca un ruolo di primaria importanza. Come nella maggior parte delle attività sin qui descritte, anche in questo caso, le banche di investimento dirigono e gestiscono tale parte del processo. In questo caso più che mai, i banchieri devono trasmettere agli interlocutori la propria conoscenza profonda dell'azienda, del suo *business* e del settore. Dovranno lavorare sia sul materiale della presentazione, che con il *management* aziendale, il quale sarà colui che presenterà il tutto agli investitori. Sarà importante scegliere le persone giuste, in base alla tipologia del *business* e per le capacità interlocutorie, lavorando su contenuto (fasi di Q&A⁴⁰) e forma. Allo stesso tempo avvengono i cosiddetti "teach-in" nei confronti del *team* di *sales* della banca, di cui ECM⁴¹ e IBD⁴² si occupano in prima persona. Poco prima che inizi il processo di *roadshow* viene anche distribuito agli investitori un "preliminary prospectus". Per quanto riguarda il *roadshow*, questo può durare dalla singola settimana alle tre settimane circa, il tutto dipende dalla numerosità degli incontri e dalla

⁴⁰ *Questions and answers.*

⁴¹ *Equity capital markets.*

⁴² *Investment.*

tabella di marcia. Viene fatto, infatti, un programma delle tappe che il *management* aziendale farà insieme ad almeno un team di una banca che ricopre il ruolo di *bookrunner*. Verosimilmente nelle Americhe le tappe principali sono New York, Boston, Chicago, Los Angeles e San Francisco; mentre nel resto del mondo si parla comunque dei più importanti centri finanziari quali Londra, Zurigo, Francoforte, Milano, Parigi, Hong Kong e Singapore. Tuttavia, si ripete, questa è una generalizzazione e dipende da caso a caso, bisognerebbe guardare ogni singola azienda nello specifico. È molto importante, in seguito, la scelta degli investitori target, i quali possono essere divisi in “*cornerstone investors*” ed “*anchor investors*”. I primi si impegnano a comprare le azioni prima che il processo di *bookbuilding* inizi, quindi circa due o tre mesi prima dell’IPO. Mentre, i secondi non si impegnano formalmente, tuttavia, una loro presenza può essere un messaggio positivo per il resto degli investitori. Questo ha un obiettivo di stabilizzare il processo di *pricing*. Vi sono anche i meeting con gli investitori, dove il *management* dovrà farsi trovare pronto nelle sessioni di Q&A. A seguito di ogni incontro il *team* di *sales* chiede un *feedback*, materiale utile per le banche, gli azionisti ed il *management*. L’obiettivo finale del *roadshow*, in fin dei conti, è quello di costruire un *order book*. Durante la sponsorizzazione, difatti, si ricevono degli ordini provenienti da una vasta tipologia di investitori. La parte più difficile è iniziare a ricevere ordini, poiché solitamente solo in un secondo momento gli investitori istituzionali presentano il proprio ordine, il quale può essere di differenti tipologie: *market order*, non c’è un prezzo limite ed indicano il numero di azioni che intendono acquistare; *limit order*, in cui indicano il prezzo massimo a cui sono disposti ad acquistare un dato numero di azioni; infine, *scaled order*, in cui si indicano i prezzi a cui si intende acquistare ogni dato set di azioni (es. 1 milione di azioni a 15, 500mila a 16). I *bookrunners* cercheranno di avere il più alto numero di ordini così da avere un prezzo alto. Ci sono, anche, delle misure di successo della sponsorizzazione quale l’*hit rate* che indica l’interesse proveniente dai **meeting**, il *subscription rate* che indica il numero di ordini rispetto al numero di offerta, ed, infine, *oversubscription* che avviene quando vi sono più ordini rispetto al quantitativo di offerta *target*. Per concludere, abbiamo la *demand assessment* che si riferisce alla qualità e quantità degli investitori nell’*order book*.

Solitamente appena prima l’inizio del processo di *roadshow*, le banche di investimento *bookrunners* indicano un range ideale di prezzo, il quale è incluso nel prospetto preliminare. Le fasi che definiscono il prezzo sono varie, partendo dalla *valuation*, continuando con gli ordini di acquisto, la valutazione della base di investitori, per poi inevitabilmente concludersi

con il gioco di domanda-offerta. Assieme alle valutazioni tecniche dell'azienda, come detto varie volte, nel processo di IPO è fondamentale l'analisi macroeconomica e delle condizioni del mercato dei capitali. In Figura 6 l'idea del processo di *pricing*, da un livello iniziale, sino al punto finale che decreterà il prezzo preciso.

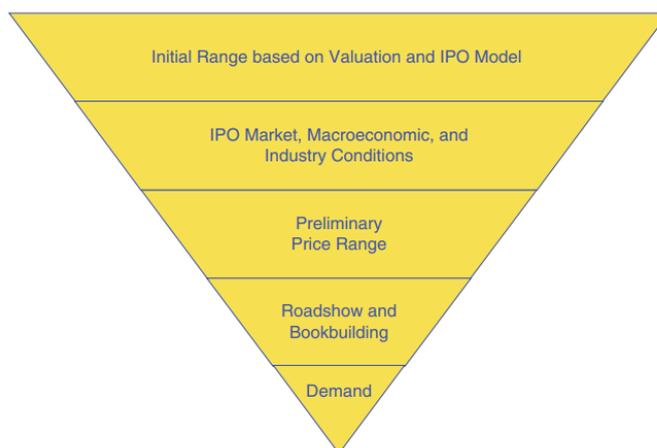


FIGURA 6. PROCESSO DI PRICING, ROSENBAUM

Questa è certamente una delle fasi più delicate, poiché influenzerà in modo importante l'azienda a seguito della sua quotazione, l'andamento dello *share price* è indicativo delle *performance* aziendali. Precedentemente è stato detto che si cercherà tendenzialmente un gran numero di ordini così da avere un prezzo alto delle azioni, ma bisogna fare attenzione che tali investitori non siano semplicemente alla ricerca di una possibilità di speculazione, dovendo, quindi, preferire un gruppo di investitori stabile nel lungo termine.

Per concludere, l'allocation avverrà l'ultimo giorno del *roadshow*, oppure il giorno seguente. A quel punto tutto sarà pronto per scambiare le azioni dell'azienda sul mercato, dove dopo tre giorni dal primo *trading day* l'azienda riceverà i soldi raccolti e le banche *underwriters* le proprie azioni.

1.4 CONCLUSIONI

Nel corso del seguente capitolo è stato esplicitato il fenomeno dell'Offerta Pubblica Iniziale. Quest'ultimo è un processo lungo, complesso, e che trova l'interazione di molteplici soggetti. Più volte è stato sottolineato come le valutazioni possano cambiare da caso a caso, così come il peso dato ai fattori da tenere in considerazione. La cosa più importante che va sempre ricordata, e come nell'introduzione è stato menzionato, è che tali processi economici

si fondano su delle valutazioni. Essendo delle valutazioni, ci sono vari metodi per portare avanti una singola operazione e, per questo, raggiungendo differenti risultati. È stato anche visto come il mondo della finanza non sia statico, ma implementa e trova differenti soluzioni per trarne un beneficio (metodi alternativi di quotazione). Il fattore uomo nei processi economico finanziari è fondamentale e per tale motivo sono estremamente importanti le direttive delle autorità di vigilanza che non possono essere immutate nel tempo.

DA STARTUP AD UNICORNO

2.1 INTRODUZIONE

Il motivo principale di una operazione come l'offerta pubblica iniziale è il finanziamento per la crescita dell'azienda, sia che si voglia perseguire una remunerativa e profittevole exit per gli attuali *shareholders*, sia che si punti ad acquisire uno status differente nei confronti degli stakeholders. È stato evidenziato come le aziende interessate e protagoniste di una IPO possono appartenere a settori diversi, avere dimensione, essere localizzate in paesi o aree diverse e attraversare diverse fasi del proprio ciclo di vita.

L'attenzione si concentrerà su una specifica tipologia di aziende, accomunate dal punto in cui si trovano nel loro ciclo di vita, la fase di avvio, e dal valore (elevato) che il mercato gli ha riconosciuto. Le start-up sono realtà in cui l'idea e le persone che la compongono valgono molto più dei propri storici finanziari. In questo modo è chiaro sin da subito quanto sia ben più difficile per loro accedere alle tradizionali fonti di finanziamento, rispetto ad una solida ed avviata azienda. Sono per questo alla ricerca, e nei casi migliori, supportate e finanziate da investitori privati e fondi di *venture capital*. Nelle storie di maggiore successo, le startup ricevono una valutazione di oltre un miliardo di dollari, venendo così definite aziende unicorno. Termine questo, utilizzato per la prima volta nel 2013 da Aileen Lee, *venture capitalist angel investor*. Un *angel investor* è un soggetto che investe in *early-stage* startup per una o più volte consecutive. In un sondaggio rispetto a 150 fondatori da parte di Wilbur Labs, uno studio per le startup con sede a San Francisco, si è potuto apprezzare come il 70% di tale tipologia di investitori vada incontro ad un fallimento della startup finanziata. Nel proseguo del capitolo verrà presentato un excursus delle startup identificabili come unicorno, evidenziando l'unicità e la rarità per cui una startup possa raggiungere una tale valutazione. Come metro di paragone è stato definito che la difficoltà che una startup diventi un unicorno sia maggiore di 100 volte la difficoltà che si possa diventare uno studente di Stanford. Affidandosi a varie statistiche che cercavano di identificare il numero di startup fondate nel primo decennio degli anni 2000 e comparandone il numero di startup valutate 1 miliardo di dollari, si è giunti alla conclusione che vi sia una probabilità dello 0.07% che la vostra prossima idea, dotata di business plan ed un gruppo di fondatori-investitori, diventi una unicorno. Con queste premesse, si intende approfondire cosa sia una azienda unicorno, quale sia il percorso che caratterizza una startup fino al raggiungimento della valutazione

miliardaria di mercato. In questo senso verrà posta l'attenzione sulle fasi di vita di una startup, le fonti di finanziamento che si sono evolute nel tempo ed il mercato attuale del *venture capital*.

2.2 DEFINIZIONE AZIENDA UNICORNO

Le startup di proprietà privata che raggiungono un valore di mercato di un miliardo di dollari in su. L'unicorno è il sogno e l'obiettivo di qualsiasi *founder* di startup. Il termine è stato coniato dall'investitrice americana Aileen Lee nel suo articolo *Welcome to the Unicorn club* datato 2 novembre 2013 per descrivere una startup che ha raggiunto il valore di un miliardo di dollari. Queste, sono aziende molto rare, a fine 2020 se ne contavano 490 con una capitalizzazione totale di mercato di 1527 miliardi di dollari e solo due erano state fondate in territorio nazionale: Yoox e Depop⁴³. A causa della loro dimensione tendono ad essere di proprietà privata oppure di fondi di VC⁴⁴. Le aziende unicorno nascono come una startup e come tutte le startup devono realizzare un prototipo di prodotto o servizio da poter testare e migliorare e, ovviamente, per fare ciò servono un team e dei finanziamenti. I principali stadi di vita sono rispecchiati dalle diverse fasi di finanziamento a cui può accedere: più l'azienda si espande e più saranno gli investitori interessati ad apportare capitale per alimentare la crescita del progetto⁴⁵. Proprio per la natura maggiormente rischiosa delle fasi iniziali, gli investitori del mercato *retail* diventano possibili fonti di finanziamento dell'azienda soltanto in una fase più avanzata. Il tutto è iniziato poiché Aileen Lee nel 2012 aveva fondato il suo fondo di *Venture Capital* denominato come *Cowboy Ventures*⁴⁶ ed aveva deciso di condurre una analisi del mercato delle startup dell'ultimo decennio. Nel fare ciò, naturalmente si sono focalizzati sui casi di maggiore successo, quindi le startup che hanno ottenuto una valutazione maggiore rispetto a tutte le altre. In questo modo nel loro articolo, il cui titolo evidenzia l'esclusività e la caratteristica eccezionale di tali aziende, hanno voluto sottolineare come queste startup abbiano qualcosa di magico per raggiungere simili valutazioni di mercato. Ciò che doveva servire al loro fondo di *venture capital* è ben presto diventato un articolo che desse una mappatura generale del mercato delle startup, al tempo nella quasi totalità statunitense, coniato il termine di aziende unicorno. Il loro fondo

⁴³ Pontoni, G. Startup, scaleup e unicorni. In G. Pontoni, *Persone, Energie, Futuro* (05 luglio 2023).

⁴⁴ Venture capital.

⁴⁵ Pontoni, G. Startup, scaleup e unicorni. In G. Pontoni, *Persone, Energie, Futuro* (05 luglio 2023).

⁴⁶ Con sede, ovviamente, in California, Palo Alto nello specifico.

In Figura 7 è possibile apprezzare come di queste 39 aziende 3 siano identificabili come *decacorn*⁵⁰ ed una ne sia molto vicina. Facebook domina la classifica con una valutazione di 122 miliardi, LinkedIn intorno ai 25 miliardi, Workday sui 12 e Twitter che si avvicina molto ai 10. È importante dire come questo sia un grafico risalente al 2013 e come la valutazione delle aziende può variare molto in poco tempo. Le aziende unicorno, si può dire che siano un fenomeno del XXI secolo, periodo nel quale si è potuto apprezzare come le grandi ondate di queste aziende siano fortemente correlate ad ondate tecnologiche. Di fatti le aziende unicorno sono accomunate dal fatto di essere tecnologiche ed essere *asset light firms*⁵¹. Queste, sono aziende in cui si cerca la massimizzazione dei ricavi in comparazione con l'ammontare di capitale investito negli asset operativi. Vi è, quindi, l'obiettivo di minimizzazione dell'investimento in asset fisici, puntando ad avere una struttura aziendale agile, mirando all'efficienza dei costi. Con una struttura snella, l'azienda concentrerà il proprio investimento in capitale fisico su ciò che saprà fare meglio, le cosiddette *core competences*, ed esternalizzerà tutto il resto. Un modello, questo, preso fortemente in considerazione da un numero sempre maggiore di aziende post Covid-19. Aziende di tutti i tipi, infatti, usano tale modello come strategia per affrontare le perturbazioni del mercato e perseguire la crescita. L'*asset light model* risulta essere vantaggioso anche per il rendimento che gli azionisti si vedono riconoscere⁵². In questo senso le aziende unicorno sembrano essere un modello che dopo più di dieci anni ispira qualsiasi tipologia di azienda. Queste aziende sono caratterizzate da una crescita molto veloce, con caratteristiche comuni ed uniche tra i componenti del proprio management ed i loro fondatori, che hanno affrontato determinate scelte nelle loro fonti di finanziamento e col passare degli anni dimostrano di essere delle apripista con il loro business model. La maggior parte di queste aziende, in seguito, è ospitata dalla Bay Area, in particolare San Francisco, ove si ricercano anche le loro fonti di finanziamento. Saranno, così, i fondi di *venture capital* del luogo quelli maggiormente interessati e chiamati in causa nel finanziamento di queste aziende.

⁵⁰ Azienda unicorno che supera la valutazione di 10 miliardi di dollari.

⁵¹ Vilasboas Calixto Casnici, C. *The Rise of Unicorn Companies: a Magical Growth?* (Capitolo 29). C. Vilasboas Calixto Casnici, *The Palgrave Handbook of Corporate Sustainability in the Digital Era* (7 ottobre 2020). Palgrave macmillan.

⁵² Varadarajan, G. L'utilizzo di modelli di business asset-light può alimentare la crescita e rafforzare i risultati finanziari. G. Varadarajan, *In che modo le strategie e i modelli asset-light possono stimolare la crescita del business* (26 giugno 2021). Ey.com.

2.3 DA STARTUP AD AZIENDA UNICORNO

La startup è un'azienda nelle prime fasi di operatività, fondata da uno o più imprenditori che intendono sviluppare un prodotto o un servizio per il quale ritengono ci sia una domanda di mercato. È usuale che queste aziende inizino la propria operatività con costi elevati e ricavi limitati, presentando un *capital budget* negativo, cercando così capitali da fonti alternative. Infatti, i fondatori normalmente finanziano le proprie startup cercando di attirare investimenti esterni per farle decollare, con i fondi di *venture capital* al primo posto. Molto spesso, però, le fonti di finanziamento comprendono i familiari, gli amici e crowdfunding, consapevoli che l'investimento in una startup comporti un rischio molto elevato in quanto il fallimento è probabile; queste però, rappresentano allo stesso tempo, luoghi in cui vi sia attenzione all'innovazione e grandi opportunità di crescita. Solitamente le startup si concentrano su un singolo prodotto o servizio, presentando un *business model* ancora non completamente sviluppato in cui non vi è sufficiente *budget* per passare alla fase successiva dell'attività.

Definire le fasi di vita di una azienda non è affatto semplice, difatti, non vi è una interpretazione univoca per definire queste fasi. Al centro del discorso vi è che il processo inizia con una semplice idea, terminando con una azienda matura, stabile e di successo. Anzitutto, è importante sottolineare che vi è differenza tra una startup ed una piccola impresa:

- La startup ha l'obiettivo di perseguire una rapida ed aggressiva crescita, al contrario delle piccole imprese che si focalizzano su una graduale e robusta crescita del proprio business.
- Le startups sono finanziate, come è stato detto precedentemente, da *angel investors*, *venture capitalists*, *crowdfunding platforms* e soggetti privati; le piccole imprese, invece, accedono a fonti di finanziamento più "tradizionali" quali classici finanziamenti e linee di credito.
- Infine, le startup vogliono creare un prodotto innovativo per il mercato, mentre le piccole imprese hanno lo scopo di trovare e soddisfare una domanda di mercato esistente.

In merito a quest'ultimo punto le startup possono essere definite come *disruptors*, quindi pionieri di servizi e mercati completamente nuovi. Tuttavia, come detto nel precedente

capitolo, i *disruptors* vanno a prendere quote di mercato dai tradizionali *player* in mercati già esistenti. Sono principalmente le aziende *tech*, focalizzate su prodotti innovativi, a ricoprire questo ruolo e a rappresentare dei comuni candidati per una IPO⁵³. Il sogno di qualsiasi startup è inevitabilmente quello di diventare un unicorno, tipico momento in cui una azienda cessa di essere considerata una startup e diventa, appunto, una azienda unicorno⁵⁴. Seguendo un modello a sette fasi si potrebbe schematizzare il ciclo di vita di una startup come segue:

- L'idea, buona o grandiosa che sia. Inizialmente vi è solamente una idea che deve essere scalabile, quindi essere un business che può aumentare le sue dimensioni, bacino di clienti, volume d'affari, in un modo esponenziale senza un proporzionale impiego di risorse. Questa idea deve identificarsi in un prodotto o servizio e rispondere a dei bisogni dei consumatori.
- La fase Pre-Seed in cui vi è una analisi dei *competitor*, l'identificazione dei clienti target, l'identificazione dei canali di promozione e distribuzione e la preparazione di un *financial plan* in cui vengono evidenziati i costi fissi e variabili ed una previsione di ricavi. A questo stadio non c'è una organizzazione ufficiale dell'azienda, soltanto un *team* che fa ricerche di fattibilità ponendosi degli obiettivi misurabili. La caratteristica principale di questa fase è l'assenza di fonti esterne di capitale. In questo contesto si trova la forma di finanziamento definita *bootstrapping* poiché i capitali provengono dai risparmi personali dei fondatori e dei soggetti a loro vicini.
- La fase Seed dove vi è un *team* solido ed identificato: c'è una domanda di mercato rispetto al prodotto o servizio offerto e si presentano opportunità di finanziamenti esterni per sviluppare il *business*. È definita fase Seed, poiché in inglese *seed* sta per seme ed in questo momento i soldi a finanziamento servono alla startup come l'acqua ad un seme. L'attività chiave in questa fase è quella di dimostrare potenziale ed attrattività della propria idea ai giusti finanziatori. È necessario, quindi, dare la giusta visibilità al proprio prodotto, avere un *business plan* e presentare il *team* di persone competenti e con le giuste *skills* per il progetto in questione. Questa fase prevede una forte componente di rischio per gli investitori, per questo motivo la sponsorizzazione e la presentazione del progetto è di strategica importanza.

⁵³ *Initial Public Offering*.

⁵⁴ Nel proseguo del capitolo verranno fatte considerazioni in merito al ritenere e considerare ancora come startup aziende come Revolut, SpaceX, Facebook al tempo, l'italiana Bending Spoons, quando raggiungono la valutazione di almeno un miliardo.

- La fase dell'entrata nel mercato: A questo punto i fondatori iniziano a sviluppare il prodotto, il cosiddetto *Minimum Viable Product* e ad entrare nel mercato. Il *Minimum Viable product* è un prodotto con determinate caratteristiche, sufficienti a portare valore al cliente finale, il quale ci si aspetta dia dei *feedback*. L'MVP è una scelta che la startup fa per valutare il successo che il prodotto riscuote nel mercato e le permette di svilupparlo o modificarlo in base ai riscontri ottenuti. Sarebbe ideale in questa fase ottenere dei risultati che diano la possibilità di calcolare degli indicatori di *performance*, dimostrandosi così, l'interazione col cliente una componente fondamentale. Per quanto riguarda il finanziamento, è in questo momento che spesso si accede al *Series A funding*, proveniente da *venture capitalists* e piattaforme di *crowdfunding*.
- La *Growth stage*: se si arriva a questa fase della vita della startup vuol dire che la startup è riuscita ad entrare con successo nel mercato ed a rispondere a dei bisogni. Il perseguimento di una crescita stabile, l'analisi degli attuali clienti per migliorare il prodotto, lo sviluppo delle strategie di marketing, dei metodi di vendita, l'attenzione per la cultura aziendale. È in questo momento che tendenzialmente arriva il momento del *recruitment* di nuovo personale. Come detto, i primi anni di vita della startup non sono certamente caratterizzati da profitti, con costi ed investimenti che supereranno i ricavi, tuttavia, a questo punto il profitto diventa una risposta agli investimenti e la stabilità dei processi di operatività ne caratterizzano uno status differente. Anche in questa fase è previsto il ricorso a finanziamenti.
- Vi è, poi, la fase di espansione: le startup in questa fase cercano l'espansione attraverso nuove opportunità per entrare in mercati differenti ed allargare il business. Questo può essere perseguito a livello geografico con nuovi territori oppure con nuovi prodotti o servizi nella medesima area geografica in cui operano. In questa fase le fonti di finanziamento possono arrivare da soggetti nuovi, in cui vi è sempre un'alta componente di rischio ma si parla di aziende ben più strutturate: fondi di *private equity*, *hedge funds*, banche di investimento.
- Per ultima fase la letteratura propone la fase di *exit*, la quale non è ovviamente obbligatoria. In questo caso le vie percorribili sarebbero due, in cui una è accedere ad operazioni di M&A, venendo acquisita, tendenzialmente, da una azienda più grande: in questo caso la startup cessa la sua esistenza di azienda indipendente. La seconda alternativa è quella dell'IPO, operazione approfonditamente descritta nel primo capitolo in cui vi è la duplice opportunità per i *founders*: raccogliere ulteriore

capitale per far proseguire la crescita, e la funzione di remunerazione per l'investimento sostenuto.

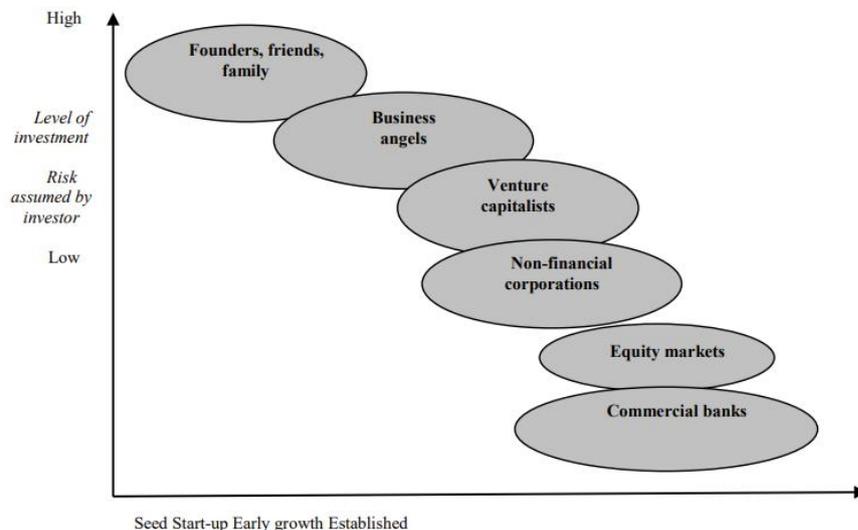
A questo punto è stato definito in modo molto schematico il processo che può subire una startup, tuttavia, non sarebbe l'unico. In letteratura, si può ben notare, come a livello schematico ognuno si avvalga di strutture differenti. Consultando la Silicon Valley Bank⁵⁵, ad esempio, il ciclo di vita di una startup è suddiviso in tre fasi definite come: fase iniziale, fase finanziata (crescita) e fase avanzata. In questo caso, però, vengono semplicemente incluse nella fase iniziale molteplici fasi che precedentemente erano state viste in modo separato come pre-seed, seed, post-seed, pre-A. Per quanto riguarda la fase finanziata ed avanzata si evidenzia, invece, come vi sia una più difficile identificazione e separazione dei processi, questi risultano essere molto meno schematici. Perciò, è ben più importante concentrarsi sulle attività necessarie per far decollare il *business* piuttosto che sulle formalità che lo caratterizzano. In questo senso è inequivocabile come l'idea scalabile sia il punto di partenza per questa tipologia di progetto imprenditoriale e l'innovazione sia la caratteristica principale di una startup. Il CEO di Bending Spoons, azienda unicorno italiana sviluppatrice di applicazioni che nel prossimo capitolo verrà analizzata, dice che uno dei maggiori problemi di un imprenditore possa essere quello di innamorarsi troppo di una idea⁵⁶, quando la ricetta per il successo sia quella di soddisfare un bisogno dei consumatori. Qui si inserisce la teoria di Maurya per cui vi sono tre stadi: Problema/soluzione, *product/market fit* e la fase di scalata. È chiaro, anche qui, come tutto inizi dall'investigazione dei bisogni dei consumatori, della presenza di un problema da risolvere. In questo senso l'idea non è la cosa più importante, la quale può essere semplice di per sé ma costosa nello sviluppo e nella implementazione. A questo punto vi è una analisi secondo cui la startup deve decidere se investire in qualcosa che i consumatori devono utilizzare e che deve garantire un ritorno dell'investimento. Nella seconda fase c'è sempre, come detto precedentemente, un prototipo del prodotto da presentare al mercato e che deve assicurare delle metriche per lo sviluppo. L'ultima fase è quella che comprende la crescita, in termini di ricavi, dipendenti e quote di mercato; in questo caso l'unico obiettivo è l'espansione del business.

⁵⁵ Nonché istituto bancario con sede principale nella Silicon Valley, in California.

⁵⁶ I fondatori stessi di Bending Spoons si sono definiti vittime di questo comune problema tra gli imprenditori con la loro prima startup Evertail, la quale fallì dopo due anni da quando fu fondata.

2.4 IL FINANZIAMENTO

Uno dei problemi centrali per la scalata e lo sviluppo del business è certamente quello del reperimento delle fonti di finanziamento per realizzare l'idea", portando il prodotto sul mercato. Secondo Cvijanovic, Marovic e Sruk, in un documento del 2008 in cui analizzano le fonti di finanziamento per le startup, il processo può essere distinto in 5 fasi: la prima fase sperimentale o seed, la seconda è la fase startup, la terza l'espansione, la quarta la ricapitalizzazione e la quinta il *buyout*. Nella fase sperimentale quasi sempre gli imprenditori finanziano l'azienda con i propri fondi, quelli di familiari e di amici. Nella fase iniziale di sviluppo, invece, come detto in precedenza, possiamo rinvenire *business angels*, fondi di *venture capital* ed anche finanziamenti tradizionali. Nella fase di espansione, la più comune fonte di finanziamento sono sempre i fondi di *venture capital*, mentre nella fase di *buyout* entrano in campo soggetti quali fondi di *private equity*. Di seguito la Figura 8 mostra i soggetti finanziatori in relazione al rischio dell'investimento (sull'ordinata), definito quest'ultimo anche dalla fase di vita dell'azienda in cui si trova.



Source: Vasilescu (2009).

FIGURA 8. RAPPORTO RISCHIO – FINANZIAMENTO

Il finanziamento è una componente fondamentale per la buona riuscita di un business, ancor di più quando si parla di start-up, le quali falliscono molte volte poiché non possono implementare il prodotto nel modo in cui lo avevano pianificato. Di seguito si

riportano i vari metodi di finanziamento che una startup tiene in considerazione in diverse fasi della propria operatività.

- Come detto in precedenza, un metodo utilizzato, soprattutto in un primo momento, è il cosiddetto *bootstrapping*, il quale caratterizza una azienda/startup che cerca di essere fondata e porre le proprie basi in modo indipendente, attraverso i propri risparmi o i ricavi operativi della nuova società. Due importanti caratteristiche aziendali possono spiegare l'intensità del ricorso: le dimensioni e le ambizioni di crescita. Per quanto concerne le dimensioni dell'impresa, Bhide (1992) suggerisce che i proprietari di imprese con un capitale modesto sono propensi a ricorrere alla cosiddetta "*art of startups*". Con il *bootstrap* l'imprenditore mobilita un'inventiva che altrimenti non stimolerebbe. Ciò non significa che le aziende di più grandi dimensioni non vi ricorrono, anche se tale metodo di finanziamento è maggiormente utilizzato tra imprese con meno di 50 dipendenti. Le giovani e piccole imprese soffrono di gravi limitazioni di risorse principalmente dettate dalle asimmetrie informative. Agli albori della letteratura sul *bootstrapping*, Bhide (1992) ha analizzato i casi di startup con ambizioni di crescita superiori ad una piccola impresa. Pur riconoscendo che gli investimenti da parte di *venture capitalist* o *business angels* possono aiutare a realizzare le loro ambizioni, riteneva che potessero privare l'imprenditore sia di un prezioso processo di apprendimento, sia della sua libertà imprenditoriale⁵⁷. Questo però, non è affatto un compito semplice poiché richiede che l'imprenditore abbia un determinato capitale per iniziare, che sia conforme all'investimento da sostenere. Il vantaggio di questo approccio è che l'imprenditore ha il pieno controllo della propria azienda, mentre ha lo svantaggio che colui meno esperto si trovi solo, senza un aiuto da partner esperti e contatti commerciali (Lopac, 2007).
- I *Bank loans*: i prestiti bancari sono una delle fonti di finanziamento più antiche per un imprenditore. Tuttavia, la maggior parte delle startup cerca di evitare i prestiti bancari, in quanto solitamente sono concessi in base alla storia creditizia dell'azienda o dell'individuo ed al suo patrimonio. Le startup sono principalmente fondate da giovani con alcuna proprietà per i quali è difficile ottenere un prestito bancario.

⁵⁷ Horváth, K. *Financial Bootstrapping techniques: a systematic review of the literature*. ON RESEARCH Journal of EU Business School Vol. 1. (September 2018).

Difatti, le startup nell'high tech su tutte, sono decisamente avverse all'utilizzo di prestiti bancari.

- Le 3F, *family, friends and fools*: prima di rivolgersi a fonti di finanziamento esterne, gli imprenditori, i fondatori di startup principalmente, cercano di raccogliere fondi iniziali dalle persone a loro più vicine come amici e familiari, le cosiddette fonti di finanziamento informali. Questa è la prima linea di investitori e viene anche chiamata *Fools* poiché pazzi, coloro che investono in aziende in fase di avviamento i cui dati evidenziano un 90% di probabilità di fallimento. Tale tipologia di finanziamento come prima risorsa dimostra che l'imprenditore crede nella sua idea e che anche le persone a lui più vicine sono pronte ad assumere tale rischio. I disaccordi successivi ad un fallimento sono parte del rischio potenziale.
- I *seed investments*: in italiano gli investimenti di avviamento che sono necessari per espandere la propria attività. Le startup impegnate nello sviluppo tecnologico sono tra i principali soggetti alla ricerca di tali fonti per accelerare la crescita. I soggetti che forniscono tali finanziamenti sono principalmente investitori privati che vogliono investire il proprio capitale in progetti di potenziale successo.
- I *business angels*: I *Business Angels* (o *Investor Angels*) sono tipicamente persone fisiche che dispongono di una certa capacità finanziaria e che investono le loro risorse nella fase iniziale delle startup in cambio di una partecipazione al capitale delle stesse. Oltre al denaro, tali investitori apportano anche conoscenze, contatti ed esperienza. Nelle loro fasi iniziali, infatti, tra le varie strategie di finanziamento per sviluppare i loro progetti, le startup possono scegliere anche quella che prevede il ricorso a un *Business Angel*, una persona con un sostanzioso capitale che prende la decisione di investire in imprese in cambio di una partecipazione al capitale sociale dell'impresa che verrà. I *Business Angel* sono nati con l'obiettivo di portare capitale alle aziende innovative che si trovano nelle prime fasi del loro ciclo di vita⁵⁸. Queste attività, però, si inseriscono in una divisione dei *business angels* in *active angels* e *passive angels*: i primi rappresentano il 66% del totale ed offrono servizi aggiuntivi al finanziamento, mentre i secondi che rappresentano il 34% offrono esclusivamente finanziamento. Le ragioni per il loro investimento sono la partecipazione ai profitti, lo stimolo all'imprenditorialità, all'attività commerciale, ad idee innovative. Il

⁵⁸ Gardin, T. *Business Angels: un'analisi empirica dell'influenza esercitata sulle performance delle aziende finanziate*. Università Ca' Foscari Venezia (20 ottobre 2021).

contratto solitamente prevede il valore dell'investimento, il tempo di rientro da quest'ultimo, il costo (la remunerazione), ed una strategia di *exit*. I *business angels* rappresentano il terzo strumento finanziario a disposizione dopo le 3F e il *bootstrapping*. Secondo il *Report on the impact of italian Business Angels* del 2021, si stima che in Italia abbiano investito una totalità di 48.1 milioni di euro con un investimento medio di poco più di 61mila euro, cifra nettamente inferiore a quella sostenuta dai fondi di *venture capital* che entrano in fase più avanzata. Il numero di *business angels* e la loro numerosità cresce assieme al mercato delle startup per via del loro ruolo strategico; si riscontra che nel 2020 vi fossero 1014 *business angels* in attività, 1209 a fine 2021, a dimostrazione di una crescita del mercato.

- Investimenti di fondi di *venture capital*: gli investimenti di fondi di *venture capital* si differenziano da un prestito bancario poiché quest'ultimo finanzia uno specifico ammontare, con scadenze precise di ripagamento ed un tasso d'interesse definito. Il *venture capital* investe del capitale al quale viene riconosciuta una proprietà dell'azienda. Questi, quindi, non influenzano il cash flow e non rappresentano un costo per l'azienda. I fondi di *venture capital* sono anche definiti fondi di capitale di rischio⁵⁹, poiché sono una forma di *private equity* che investe in startup e per questo sostengono un rischio più elevato. È chiaro che dinanzi a questo rischio maggiore vi è un rendimento potenziale più alto.
- *Crowdfunding*: la Commissione Europea offre una definizione semplice ma precisa, definendo il *crowdfunding* come un metodo per raccogliere denaro da un gran numero di persone attraverso delle piattaforme online e finanziare con questi soldi dei progetti innovativi o lo sviluppo di imprese. Il termine *crowdfunding* inglese significa proprio finanziamento collettivo. Esso sfrutta la facile accessibilità di grandi reti di persone attraverso i *social media* e i siti *web* per riunire investitori ed imprenditori, espandendo così il *pool* di investitori oltre la tradizionale cerchia di proprietari, parenti e *venture capitalist*. Il primo caso di *crowdfunding* si è verificato nel 1997, quando una *band* inglese ha raccolto fondi per il tour dai propri *fan* con il primo sito di nome "ArtistShare". Nel tempo le cose si sono evolute fino a che vari paesi hanno posto delle restrizioni. Questo è avvenuto negli USA, proprio come fatto nei confronti degli *hedge fund*, per tutelare investitori meno esperti e meno facoltosi. Esistono varie tipologie di *crowdfunding* che sono definite in base alla natura della

⁵⁹ *Risk capital funds.*

remunerazione che le imprese promettono ai privati ed i modelli più diffusi sono il *lending crowdfunding*, l'*equity crowdfunding*, il *rewards crowdfunding* e la *donation crowdfunding*. Nel caso in questione si parla principalmente di *equity crowdfunding*, in cui gli investitori hanno un potenziale di guadagno maggiore, assumendosi allo stesso tempo più rischio. In questo caso gli investitori offrono denaro in cambio di una quota della società che può generare buoni rendimenti o perdite di capitale. In Italia la principale piattaforma per gli investimenti in *equity crowdfunding* è Mamacrowd, società facente parte del gruppo Azimut il quale è il principale *player* italiano nell'*Asset Management*, la quale ottiene l'autorizzazione ad operare nel mercato italiano nel 2014 e nel 2016 lancia la sua prima campagna di *equity crowdfunding*.

Programmi che sono sorti a seguito dell'espansione del mercato delle startup sono gli incubatori e gli acceleratori. Questi programmi non sono delle vere e proprie fonti di finanziamento, ma rappresentano delle opportunità e risorse importanti per i fondatori all'inizio della loro attività. È importante sottolineare le differenze tra queste due alternative, poiché vengono spesso associate allo stesso concetto. Considerando che non vi sono delle regole fisse, tendenzialmente gli incubatori sono strategici in una fase *early stage*, mentre gli acceleratori in un secondo momento identificabile come *seed* o *second stage*. I programmi di accelerazione hanno un periodo prestabilito in cui le aziende trascorrono settimane o mesi con un gruppo di mentori per costruire la propria attività. Gli acceleratori, appunto, “accelerano” la crescita di un'azienda esistente, mentre gli incubatori “incubano” idee dirompenti con la speranza di costruire un modello di business ed un'azienda. Perciò, gli acceleratori si concentrano sulla scalabilità dell'idea e dell'azienda, mentre gli incubatori sono spesso più focalizzati sull'innovazione, rendendo chiaro il proprio ruolo in differenti momenti della vita aziendale. Gli acceleratori investono in cambio di quote nell'azienda, mentre gli incubatori investono una quota minima o nulla, rendendo chiaro il ruolo marginale in qualità di finanziatori. Questi hanno un ruolo importante poiché spesso migliorano la possibilità di attrarre una società di *venture capital* ad investire nella startup. Secondo il report del *Social Innovation Monitor* relativo al 2021, in Italia sono presenti 229 enti tra incubatori ed

acceleratori con una crescita del 7% rispetto al 2020. Il 57% di questi si trova nel settentrione, con la sola Lombardia che ne ospita il 25%⁶⁰.

In questo senso è chiaro come si possa riprendere la *Pecking Order Theory* per quanto riguarda il finanziamento aziendale. Alla base della teoria vi è la asimmetria informativa tra il *management* dell'azienda e l'esterno, che influenza la scelta tra il finanziamento per vie interne o esterne e se a forma di debito o *equity*. Da qui si deriva che vi sia una gerarchia nelle preferenze tra le aziende per cui il finanziamento per vie interne sia la soluzione preferita, seguito dall'emissione di debito e poi il ricorso al finanziamento per *equity*. Si è potuto apprezzare come le startup seguano tale ordine prediligendo il finanziamento per vie interne con i loro fondi (3F e *Bootstrapping*), seguito poi dai finanziamenti tramite investitori in *equity*.

Per quanto concerne le aziende unicorno, come fonte di finanziamento, si parla prevalentemente di *funding rounds* o accesso ai mercati dei capitali. I *funding rounds* sono anche detti finanziamenti di serie A, B, C e così via, ovvero cicli di finanziamento che generalmente seguono il *funding seed* e l'*angel investing*, offrendo agli investitori esterni l'opportunità di investire denaro in una società in crescita in cambio di azioni o proprietà parziale. Parlando di finanziamento di serie A, in questa fase i soggetti coinvolti sono principalmente i fondi di *venture capital*. Anche gli *angel investor* investono in questa fase, ma tendono ad avere molta meno influenza in questo round di finanziamento rispetto alla fase *seed*. Come citato in precedenza, in questa fase è sempre più comune per le aziende utilizzare l'*equity crowdfunding* per generare capitale nell'ambito di un round di finanziamento di serie A. È importante dire che prima di ogni round di finanziamento vi è una valutazione dell'azienda che può essere effettuata in vari modi, tuttavia, è anche vero che il metodo di valutazione di una startup spesso può essere differente rispetto a quella di una *Unicorn*: valutare una azienda come Bending Spoons, solida e con dei flussi finanziari positivi è certamente differente che valutare una startup in cui i risultati finanziari hanno un rilievo secondario. Solitamente in un finanziamento di serie A la raccolta è tra i 2 e i 15 milioni di dollari, un range ampio, che vede però negli ultimi anni uno scostamento importante per cui di seguito in Figura 9 vengono rappresentati i dati relativi ai finanziamenti di serie A degli ultimi 10 anni (2013-2023).

⁶⁰ Startupgeeks.it.



FIGURA 9. CRUNCHBASE

Più si va avanti nei round di finanziamenti più, ovviamente, l'azienda si trova in una fase avanzata, di stabilità e di sviluppo. Per questo motivo i finanziamenti seguenti saranno effettuati con l'obiettivo di espandere il business a livello geografico e di prodotto. Solitamente il finanziamento di serie B viene utilizzato per far crescere l'azienda in modo che possa soddisfare la domanda crescente. Nei finanziamenti di serie C, invece, si potrebbe andare incontro ad operazioni di M&A, acquisendo un'azienda con una importante quota di mercato in una determinata area geografica. Man mano che i round di finanziamenti vanno avanti, più la società è strutturata ed il rischio correlato all'investimento diminuisce. Col tempo, quindi, i soggetti interessati diventano maggiori e diversi, quali *hedge fund*, banche di investimento e società di *private equity*. Di seguito, in Figura 10, si mostra come andando avanti con i round di finanziamenti, aumenti anche l'ammontare finanziato.

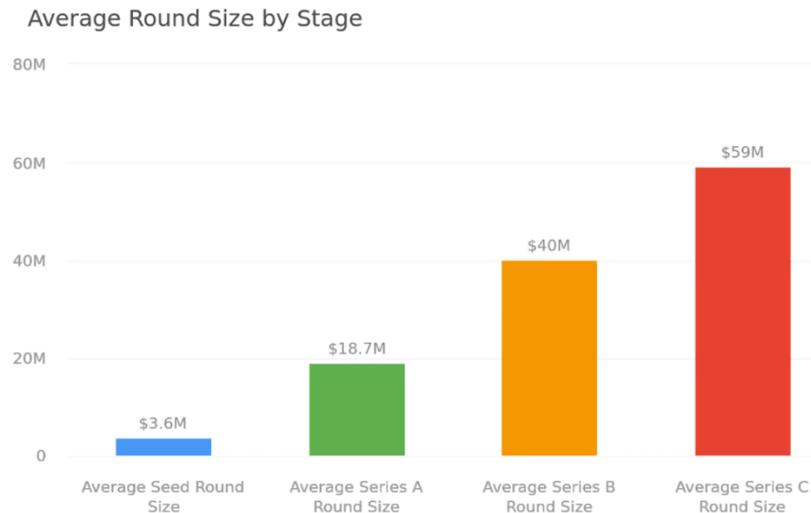


FIGURA 10. CRUNCHBASE

Nella maggior parte dei casi una società conclude i propri finanziamenti azionari con la serie C. Tuttavia, quelle aziende che continuano con tale tipologia di finanziamenti è probabile che tendano a farlo poiché sono alla ricerca di spinte finali prima di procedere ad una IPO.

2.5 FUNDING ROUNDS E IPO

Per quanto riguarda una società di successo e di grandi dimensioni, in cerca di una ulteriore crescita oppure di una monetizzazione da parte dei fondatori del valore che viene riconosciuto all'azienda, arriva il momento di valutare la quotazione in borsa. Per quanto riguarda le aziende unicorno, manifestazione del successo imprenditoriale, dell'idea innovativa e vincente, ad un certo punto del proprio ciclo di vita ci si trova a dover valutare se continuare con dei finanziamenti in *equity* privati oppure procedere ad una IPO. In uno studio di McKinsey&Company del 2016 si evidenziano dei problemi che le aziende unicorno e decacorno del settore tecnologico stavano vivendo negli ultimi anni, secondo cui più del 40% degli unicorni quotati nel 2011 sono allo stesso livello o addirittura al di sotto delle ultime valutazioni avvenute nel mercato privato. In questo scenario si inseriscono anche dei raffreddamenti nei finanziamenti in fase avanzata per queste aziende dalle valutazioni altissime. Dallo studio empirico di 3400 società operanti nel settore tech si è potuto apprezzare come queste rimangano private molto più a lungo, richiedendo modelli di investimento differenti in base al tipo di investitore (iniziale o

finale). Rispetto ai dati osservabili sul mercato si è potuto apprezzare come il fenomeno cambi nel corso del tempo, difatti, l'età media delle società tecnologiche statunitensi quotate nel 1999 era di quattro anni. Ritter ha evidenziato come i tempi siano cambiati e come l'età media delle società tecnologiche quotate nel 2014 sia di 11 anni e come i round di finanziamento privati abbiano portato tali aziende a raggiungere la valutazione di 10 miliardi di dollari. In Figura 11 si può notare come nel tempo sia cambiato il momento in cui le aziende raggiungano una tale valutazione, denotando come nel passato la valutazione di 10 miliardi si raggiungesse diversi anni dalla quotazione, il quale si è andato sempre più ad accorciare, fino a precedere l'IPO.

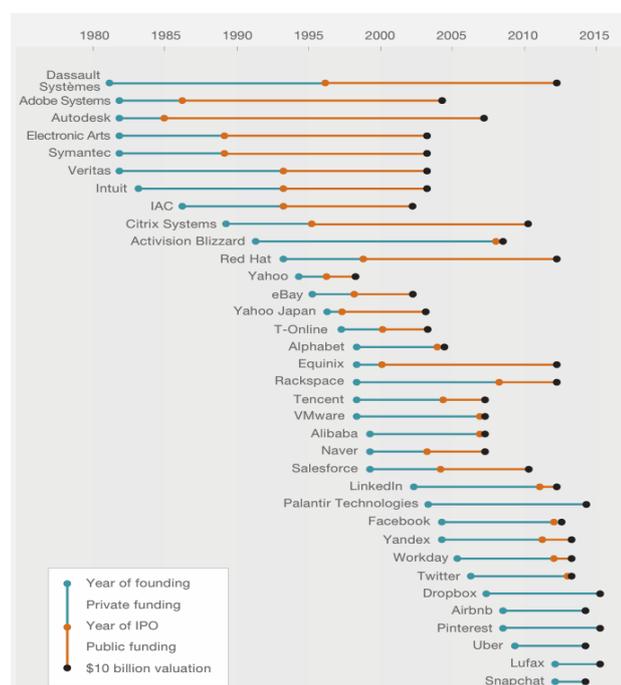


FIGURA 11. MCKINSEY

In merito possono essere fatte varie valutazioni. Sicuramente nel tempo sono cambiate anche le leggi negli USA che permettono alle aziende di rimanere in forma privata più a lungo, quale il numero massimo di azionisti passato da 500 a 2000. In questo contesto, soprattutto le aziende tecnologiche che hanno un forte bisogno di finanziamenti hanno potuto usufruire della forma privata per più tempo, trovando finanziamenti con metodi alternativi che nel corso degli anni si sono presentati sul mercato, quali il crowdfunding. Tuttavia, una valutazione così alta di aziende ancora private può portare a dei lati negativi per gli investitori dei round successivi, che vivendo dei *down round*, sempre più difficilmente possono contare sulla IPO per guadagnare. Gli investitori Seed e quelli di serie A e B non ne dovrebbero risentire in un modo accentuato poiché investono

abbastanza presto per ottenere un ritorno positivo, a patto che l'IPO ne riconosca un valore più alto di quello che loro hanno pagato, nonostante ciò, dovranno aspettare un periodo più lungo per ottenere questo ritorno. Il centro della questione è che il mercato privato si è ampliato fortemente, portando a valutazioni estremamente alte che scoraggiano gli investitori delle fasi avanzate. Questi porteranno avanti attente valutazioni affinché la valutazione dell'azienda in cui investono sia entro limiti ragionevoli che consentono una ulteriore crescita. Non quotarsi può ovviamente portare a dei vantaggi in termini di strategia a lungo termine piuttosto che concentrarsi sui risultati finanziari trimestrali ed a breve termine che vengono evidenziati in una azienda quotata. Queste, però, sono valutazioni strategiche del management di una azienda in merito alla scelta di quotarsi che, come approfondito nel capitolo precedente, può essere dettato da molteplici motivazioni. Difatti, la quotazione permette l'accesso ad un mercato ancor più liquido per ottenere finanziamenti, per migliorare la credibilità ed attrarre talenti. La questione fondamentale è individuare il momento giusto per procedere alla quotazione e per una azienda unicorno lo è ancora di più. Uno studio pubblicato il 15 settembre 2023 di Lezana, Cubillos e Lopez mira ad identificare la relazione tra i *funding rounds* e l'*underpricing* nell'IPO di una azienda con una probabilità tra 0 ed 1 di essere un unicorno. L'*underpricing* è il fenomeno tipico di una IPO, in cui la quotazione viene fatta ad un prezzo inferiore al suo valore di mercato. Quando un titolo chiude il suo primo giorno di negoziazione al di sopra del prezzo IPO stabilito, il titolo viene considerato sottoprezzato. Una IPO può essere deliberatamente sottovalutata al fine di stimolare la domanda e incoraggiare gli investitori a correre un rischio su una nuova società, oppure potrebbe essere sottovalutata per errore poiché i suoi sottoscrittori hanno sottovalutato la domanda di mercato rispetto a quel titolo. In ogni caso vi sono due parti che potrebbero spingere in direzioni opposte: il *management* ed i primi investitori che vogliono valutare le azioni il più alto possibile per raccogliere il maggior capitale e ricompensarsi, e le banche di investimento che dinanzi ad un prezzo più basso potrebbero riuscire a collocare un maggior volume ottenendo commissioni più elevate. In questo studio viene effettuata una analisi econometrica volta ad identificare la suddetta relazione. Come qualsiasi azienda, l'azienda unicorno deve prendere due importanti decisioni, quali la definizione del momento della quotazione ed il prezzo delle azioni. La letteratura afferma che il fenomeno dell'*underpricing* si verifica a causa dell'asimmetria informativa tra gli *stakeholder* dell'IPO. In questo modello si dimostra che il numero di round di finanziamento è determinato dal costo di un ulteriore round di finanziamento privato e

le convinzioni asimmetriche dei fondatori, dei *venture capitalist* e degli investitori retail in merito al valore dell'impresa. Secondo il modello teorico si ha un *teta* che è il valore dell'azienda, $p(u)$ che è la probabilità che il mercato crede che l'azienda sia un unicorno, *delta* è la proporzione del valore dell'impresa acquisito dal fondo VC⁶¹ al momento del finanziamento e *lambda* la probabilità preventiva riconosciuta dal *venture capitalist* che l'azienda sia una *unicorn*. Da questo modello si evince come un aumento di $p(u)$, la probabilità prioritaria del mercato, comporti un aumento dell'*underpricing* diminuendo i round di finanziamento, così come un aumento di *lambda* e *delta* comportano lo stesso risultato. È stata, poi, effettuata una analisi empirica con dati relativi a 262 *unicorn* quotate tra il 2011 ed il 2022 ed è stato costruito tale modello di regressione:

$$Up_i = \begin{cases} \mu_i + \beta_1'x_i + e_i & \text{se } FR_i < \gamma \\ \mu_i + \beta_2'x_i + e_i & \text{se } FR_i \geq \gamma \end{cases}$$

Gamma rappresenta il valore soglia dei round di finanziamento ed è anche quel valore che minimizza la somma degli errori quadratici, quindi ottimizza la regressione. Il valore identificato è pari a 12, definendo che la relazione tra *underpricing* e round di finanziamento cambia segno al dodicesimo round: prima di tale valore vi è una relazione positiva, ogni round aggiuntivo aumenta l'*underpricing*, dopo tale valore la relazione è negativa ma non significativa dal punto di vista statistico secondo tale modello. Il risultato di tale studio è che non vi è una relazione monotona tra le due variabili e che il costo di un ulteriore round, insieme alla probabilità che l'azienda sia unicorno influenzano l'*underpricing*. Tale modello evidenzia certamente dei limiti che potrebbero essere derivanti da variabili non incluse nel modello, quali i termini dei contratti di finanziamento e le caratteristiche degli investitori.

2.6 IL MERCATO ATTUALE

⁶¹ Venture Capital.

Nel successivo capitolo verrà preso in considerazione uno dei più attuali successi dell'imprenditoria italiana, l'azienda unicorno Bending Spoons i cui fondatori decisero di affrontare una sfida e far crescere la propria idea sul territorio italiano, in controtendenza al mercato europeo e mondiale del tempo. A conclusione del presente capitolo, invece, analizziamo le tendenze del mercato *venture capital* italiano ed europeo, che rappresenta il motore delle startup. A base di questa *overview* vi è il report 2022 di EY Venture Capital Barometer il quale evidenzia il cambiamento del mercato *venture capital* in Italia a confronto con il resto dell'Europa. Difatti, il 2022 ha rappresentato un anno record in l'Italia per i fondi di Venture Capital. Lungo l'arco dell'anno sono state concluse 326 operazioni con una raccolta totale di 2080 milioni di euro. La differenza con l'anno precedente non si è verificata nel numero di *deals* ma nell'ammontare medio di questi, passando da una media di 3.7 ad una media di 6.4 milioni, testimoniando un processo di maturità del mercato italiano: nel 2020 vi è stata una raccolta di 569 milioni, nel 2021 di 1243 milioni e nel 2022 di 2080 milioni. Oltre alla media sopracitata, è importante dire che gran parte dell'ammontare di 2080 milioni provenga da deals tra i 10 e i 20 milioni, 17 in totale, registrando un totale che supera i 1400 milioni, il 70% circa dei capitali movimentati è rappresentato da tali operazioni. Circa il 40% di questi investimenti è rappresentato da capitali internazionali, duplicati rispetto all'anno precedente: proprio i fondi internazionali hanno partecipato ai round più importanti, quale Satisfay che ne ha concluso uno di 320 milioni. In Figura 12 viene rappresentato un istogramma che compara la raccolta dei 5 principali settori tra il 2021 ed il 2022 citando le più importanti operazioni del '22 in ciascuno di essi.

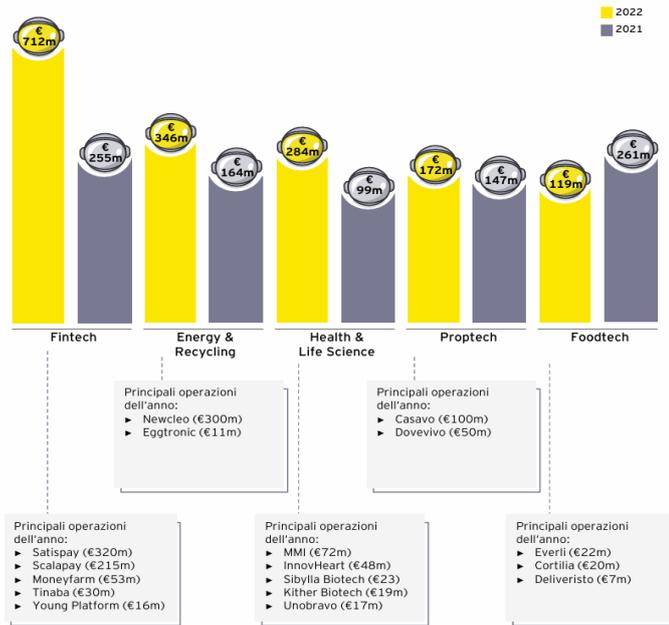


FIGURA 12. EY REPORT

Si può ben apprezzare come il fintech domini la classifica, seguito da quello energetico, *Healthcare*, settore tecnologico applicato al *real estate*, ed il settore tecnologico applicato a quello del *food* che ha visto, però, una flessione rispetto all'anno precedente. In tale scenario, per quanto riguarda la distribuzione territoriale interna all'Italia, la Lombardia con 1294 ed il Piemonte con 427 milioni rispettivamente, rappresentano più dell'80% del totale. In Figura 13 viene fatta una comparazione tra il 2021 ed il 2022 nei principali paesi europei quali Regno Unito, Spagna, Germania, Francia ed Italia per quanto riguarda gli investimenti del *venture capital* ed il *growth equity*.

| | Regno Unito | | Spagna | | Francia | | Germania | | Italia | |
|------|-------------------------|----------------------|----------------------|--------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|--------------------|
| | Venture Capital | Growth Equity | Venture Capital | Growth Equity | Venture Capital | Growth Equity | Venture Capital | Growth Equity | Venture Capital | Growth Equity |
| 2022 | €12,1mld 1.443 deals | €12,6mld 57 deals | €1,8mld 378 deals | €1,1mld 8 deals | €6,9mld 749 deals | €6,0mld 29 deals | €6,0mld 776 deals | €4,1mld 23 deals | €1,2mld 322 deals | €0,9mld 4 deals |
| 2021 | €15,4mld 1.839 deals | €17,0mld 72 deals | €3,2mld 308 deals | €3,4mld 6 deals | €6,6mld 762 deals | €5,0mld 22 deals | €7,2mld 642 deals | €9,0mld 36 deals | €1,0mld 332 deals | €0,2mld 2 deals |

FIGURA 13. EY REPORT

Si può ben apprezzare come l'Italia sia il paese che ha mostrato la maggiore crescita in termini percentuali, per il quale è importante dire che partisse da un punto di partenza ben inferiore a tutti gli altri paesi; questi ultimi, però, ad eccezione della Francia, hanno tutti presentato un forte rallentamento. Per quanto riguarda il 2023 si evidenzia un

generale decremento, anche per l'Italia. Secondo il Venture Capital Scanner 2023 di Bain & Company lo scenario macroeconomico che ha influenzato l'ecosistema VC comprende le incertezze geopolitiche, la distruzione dei fattori produttivi, i tassi di interesse elevati e l'obiettivo di contenere l'inflazione. Si è presentata una generale riduzione della fiducia nei confronti dei fondi VC. La motivazione alla base dei minori volumi delle operazioni è dovuta al minor numero di *deals* e non ad un cambiamento dell'entità dei *deals* stessi, come invece avvenuto tra il 2021 ed il 2022.

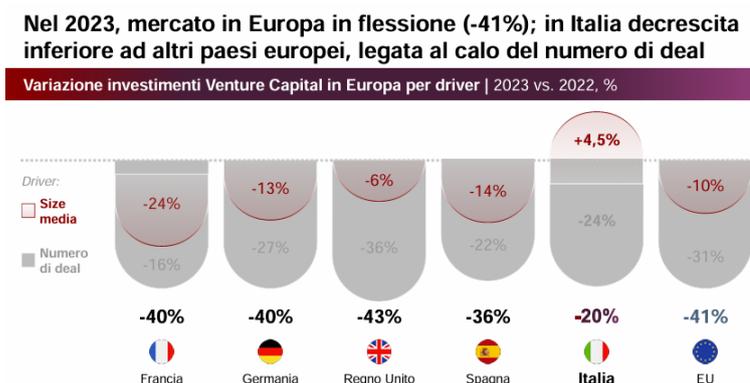


FIGURA 14. BAIN & COMPANY

Il rallentamento del mercato italiano è risultato evidentemente inferiore a quello generale europeo. Nel primo trimestre del 2024, tuttavia, si presenta subito una ripresa ed un +125% nei volumi, con una raccolta di 368 milioni di euro anche se vi è stato un decremento dell'11% nel numero dei deals, 63 nel Q1 2024. È importante evidenziare come questi numeri siano stati fortemente trainati da due società in particolare: Bending Spoons, l'azienda unicorno che verrà presa in considerazione nel capitolo successivo con una raccolta di 144 milioni di euro e MMI (Medical Microinstruments, tecnologia robotica applicata alla chirurgia), con una raccolta di 102 milioni.

2.7 CONCLUSIONI

Nel capitolo è stato evidenziato cosa si intendesse per azienda unicorno, la sua origine nella definizione, il ciclo di vita di una startup che nei casi di maggiore successo porta ad identificare quella azienda come unicorno, le forme di finanziamento, delle considerazioni in merito all'IPO di tale tipologia di aziende ed una *overview* del mercato attuale del Venture Capital in Italia ed Europa. È stato preso in considerazione il mercato del *venture capital* poiché strettamente correlato con il mercato delle startup e delle aziende unicorno. In questo modo si è potuto apprezzare come questo sia un mondo sempre in movimento, con opportunità sempre nuove, anche per un paese nell'ultimo periodo sottovalutato in termini di innovazione ed imprenditorialità come l'Italia. Proprio per questo nel successivo capitolo verrà presa in considerazione in considerazione Bending Spoons, azienda dall'interesse mondiale che ha voluto porre le sue basi e la sua crescita nel mercato italiano.

BENDING SPOONS

3.1 INTRODUZIONE

Il capitolo prende in considerazione l'azienda unicorno italiana Bending Spoons, che negli ultimi anni sta costruendo un business ed un modello aziendale unico nel panorama imprenditoriale italiano ed internazionale. Bending Spoons non ha dichiarato alcuna prossima quotazione in borsa anche se vi sia sempre maggiore interesse nella questione da parte degli investitori e del mondo finanziario generale. A tal proposito sarà interesse trattare la storia di Bending Spoons, l'idea imprenditoriale, il *business model*, l'approccio al finanziamento ed i soggetti finanziatori principali. In tale modo si cercherà di evidenziare le caratteristiche principali dell'azienda, la sua mission e la visione dei fondatori, per cercare di delineare gli scenari futuri in termini di crescita aziendale nella prospettiva di una offerta pubblica iniziale. L'azienda verrà, inoltre, comparata ad aziende selezionate secondo differenti criteri di seguito esplicitati.

3.2 STORIA DI BENDING SPOONS

Bending Spoons è oggi il primo sviluppatore di app d'Europa. È stata fondata nel 2013 da Luca Ferrari (attuale CEO), Francesco Paternello, Matteo Danieli, Luca Querella e Tomasz Greber. Bending Spoons non è stata certamente la prima startup ideata da questo gruppo di ragazzi, che con coraggio ed un pizzico di follia hanno continuato a lavorare e credere di poter creare una realtà innovativa e vincente. La loro precedente esperienza è stata con la startup Evertale, fondata e sviluppata a Copenaghen, la quale era concentrata sullo sviluppo di applicazioni per i cellulari per condividere foto. La startup non ha avuto il successo desiderato ed ha cessato il suo sviluppo alla fase seed proprio nel 2013. Luca Ferrari è laureato in ingegneria elettronica, Francesco Paternello anch'egli in ingegneria elettrica ed elettronica, Matteo Danieli in ingegneria delle telecomunicazioni, Luca Querella in ingegneria informatica e Tomasz Greber focalizzato sullo sviluppo di prodotto, di marketing e dell'interfaccia mobile. Nel 2013, reduci da un fallimento avevano a disposizione 40 mila euro, una capitale al quale un investitore della vecchia startup aveva ormai rinunciato. I fattori che hanno influenzato la strategia di fondo di Bending Spoons erano tre:

- In primis si erano accorti che vi fosse un gran mercato aggredibile per quanto riguardava il mercato delle app telefoniche, il quale può essere ricondotto al *Total Addressable Market*.

- In secondo luogo vi erano delle basse barriere all'entrata per cui non erano necessari ingenti capitali per iniziare. Avevano 40 mila euro rimasti dal precedente progetto e non credevano di poter raccogliere un grande ammontare di capitale per due motivi: venivano da un fallimento e avevano deciso di trasferire la società in Italia in cui era più difficile la raccolta di capitali per le startup.
- In terzo luogo avevano in mente una strategia non vista precedentemente e che più difficilmente sarebbe riuscita ad attirare fondi di venture capital in un primo momento: volevano e sono riusciti, a creare una realtà che avesse le competenze e la struttura per prendere delle aziende o prodotti sul mercato che non funzionavano, rielaborarli, ottimizzarli e farli funzionare. Quindi, a differenza di tutte le startup, invece di lanciare un prodotto loro lanciavano la “macchina” per far funzionare dei prodotti. Tendenzialmente hanno cercato prodotti sul mercato con del potenziale ed hanno lavorato per farli funzionare con il loro know-how e le loro competenze. Questi prodotti avevano già presentato una domanda, un vantaggio competitivo, ma non erano riusciti a mantenerlo. Nel 2014, dopo pochi mesi hanno effettuato la loro prima acquisizione di una app competitor per 10 mila dollari, grazie anche ai ricavi generati dallo sviluppo di due app.

Un lato strategico del processo di crescita di Bending Spoons, oltre al business model, è l'importanza data al processo di *recruiting* ed alla cultura aziendale. Evidenza di una cultura aziendale che prende ispirazione dalle grandi aziende *tech* della Silicon Valley è la nuova sede dell'azienda a Milano, in cui vi sono molte aree di *co-working* ed altre aree dedicate alle attività ricreative. Tendenzialmente Bending Spoons non ha l'obiettivo di rivendere le aziende ed i prodotti che acquisisce e fa funzionare. Puntano a tenerli nel loro portafoglio prodotti e a beneficiare dei ricavi che questi generano. Nel caso in cui non vedono maggiore potenziale e margini di crescita nel prodotto, rallentano gli aggiornamenti e gli investimenti sul progetto. Bending Spoons si differenzia da una azienda di *private equity* proprio per tale caratteristica: non ha l'obiettivo ultimo di trarre profitto dalla rivendita delle aziende e prodotti che acquista ed implementa, bensì diventano dei suoi asset.

3.3 FINANZIAMENTO

Bending Spoons rappresenta un fenomeno particolare nel mondo delle startup anche per quanto riguarda i metodi di finanziamento. Difatti, il management ha sempre voluto

preservare le quote di equity appartenenti al gruppo di fondatori e non è voluto accedere a forme di investimento da parte di fondi di venture capital o altri investitori per lungo tempo. A supporto di ciò seguirà una analisi di bilancio che approfondirà la performance aziendale, lo stato di salute dell'azienda, nonché le sue peculiarità.

| YEARS | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 |
|---------------------------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|
| Pay Due to banks | 56.640.000,00 | 20.940.000,00 | 19.219.000,00 | 7.097.000,00 | 5.710.821,00 | 915.623,00 | n.a. | n.a. |
| Δ Pay Due to banks | 170% | 9% | 171% | 24% | 524% | n.a. | n.a. | n.a. |
| Pay Due to banks - beyond 12 months | 238.856.000,00 | 144.071.000,00 | 68.877.000,00 | 15.321.000,00 | 8.314.224,00 | 2.864.694,00 | n.a. | n.a. |
| Δ Pay Due to banks - beyond 12 months | 66% | 109% | 350% | 84% | 190% | n.a. | n.a. | n.a. |
| Total Pay Due to banks | 295.496.000,00 | 165.011.000,00 | 88.096.000,00 | 22.418.000,00 | 14.025.045,00 | 3.780.317,00 | n.a. | n.a. |
| Δ Total Pay Due to banks | 79% | 87% | 293% | 60% | 271% | n.a. | n.a. | n.a. |
| Total Payables | 331.109.000,00 | 189.508.000,00 | 95.655.000,00 | 33.515.000,00 | 21.988.045,00 | 6.723.348,00 | 910.448,00 | 858.738,00 |
| Δ Total Payables | 75% | 98% | 185% | 52% | 227% | 638% | 6% | n.a. |
| Due to banks vs. total payables | 89% | 87% | 92% | 67% | 64% | 56% | n.a. | n.a. |

FIGURA 15, DATA PROCESSED BY THE AUTHOR

Nella tabella è possibile apprezzare l'evoluzione dei debiti bancari, anche in relazione ai debiti totali dell'azienda. Purtroppo, nel 2015 e 2016, dai dati di bilancio scaricati dalla piattaforma AIDA non è possibile apprezzare specificamente come i debiti totali siano ripartiti tra le varie voci. Tuttavia, per vedere l'evoluzione nel tempo dell'azienda si è andati molto a ritroso nel tempo, anche per cercare di mettere in dubbio quanto rilasciato nelle varie interviste, ed eventualmente assicurare con precisione che fosse coerente il tutto. Si evince molto bene come vi sia una crescita costante nell'uso del debito bancario (+79% yoy), ed ancor di più come questo cresca in percentuale in relazione ai debiti totali aziendali. Inoltre, si può evincere come in merito ai debiti a breve termine dovuti alle banche tra il 2017 ed il 2018 vi sia un +524%: questo sarà un fattore da tenere in considerazione nella ricerca delle cause della maggior crescita percentuale dei ricavi osservata tra un anno e l'altro. Difatti dall'intera analisi aziendale sembrerebbe che il 2018 rappresenti un anno di svolta per l'azienda. Dai dati riportati dalla nota piattaforma Crunchbase si desume come nel corso della storia di Bending Spoons siano stati effettuati sei *funding rounds*, con un ammontare totale di raccolta di 710.8 milioni di dollari. Secondo i dati da loro riportati, il primo *funding round* risale al 2019 e viene identificato come un *venture round*, un *equity financing*.

| YEARS | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| TOTAL SHAREHOLDERS' FUNDS | 62.469.000,00 | 47.362.000,00 | 37.086.000,00 | 20.824.000,00 | 8.979.593,00 | 4.769.327,00 |
| Capital stock | 97.000,00 | 95.000,00 | 95.000,00 | 95.000,00 | 55.089,00 | 50.000,00 |
| Share premium reserve | 11.251.000,00 | 5.062.000,00 | 7.533.000,00 | 3.570.000,00 | 779.640,00 | 2.203.013,00 |

FIGURA 16, DATA PROCESSED BY THE AUTHOR

Nella seguente tabella, relativa ai dati di bilancio dei seguenti anni e delle voci in merito al patrimonio netto, si evince come proprio tra l'anno 2018 e 2019 vi sia una variazione importante nell'equity aziendale, influenzato inoltre dai profitti del 2018.

| | | | |
|--------------|---|---|---------|
| Feb 15, 2024 |  Venture Round - Bending Spoons | 6 | €144.4M |
| Dec 29, 2023 |  Venture Round - Bending Spoons | – | \$30.4M |
| Aug 3, 2023 |  Venture Round - Bending Spoons | 5 | €100M |
| May 23, 2023 |  Debt Financing - Bending Spoons | 1 | €70M |
| Sep 27, 2022 |  Debt Financing - Bending Spoons | 3 | \$340M |
| Jul 4, 2019 |  Venture Round - Bending Spoons | 3 | – |

FIGURA 17, CRUNCHBASE

Qui sopra vengono riportati i 6 funding rounds con le differenti caratteristiche. Il primo risale, appunto, al 2019 il cui ammontare non è riportato, anche se deducibile dai dati di bilancio in cui è stato voluto riportare anche l'ammontare generato dal sovrapprezzo delle azioni. In merito ai soggetti investitori non vi sono precisazioni, soltanto nella terza colonna viene specificato il numero di questi di ogni round. Soltanto per quanto riguarda il *debt financing* del 2023 di 70 milioni di euro si ha l'informazione precisa che sia da parte di Intesa Sanpaolo ed uno dei sei investitori dell'ultimo round (15 febbraio 2024) sia l'Hedge Fund Durable Capital Partners. Oltre alle banche, che, come detto in precedenza, sono tra i principali finanziatori, si annoverano alcuni fondi di venture capital protagonisti nella crescita di Bending Spoons come investitori in equity: Tamburi Investment Partners, NB Renaissance, NUO Capital, Cox Enterprises, Baillie Gifford e Durable Capital Partners. Tra i vari, tuttavia, ci sono due fondi di primario ruolo quali Tamburi Investment Partners e NB Renaissance. Il primo è probabilmente il più storico investitore di Bending Spoons, mentre NB Renaissance ha ricoperto e ricopre un ruolo strategico per l'azienda. Oltre ad essere stato un investitore, ha instaurato una forte relazione con il *founding team*, iniziata nel 2019 dalla collaborazione in una potenziale acquisizione negli USA. Da allora, le due società hanno mantenuto dei rapporti stretti e NB Renaissance prevede di lavorare a stretto contatto con i fondatori di Bending Spoons, posizionandola come un candidato ideale per una IPO in pochi anni: sono state proprio

queste le parole spese in merito da parte del fondo, che mira a far divenire l'azienda una realtà affermata a livello mondiale e pronta per la quotazione in breve tempo.

3.4 ANALISI DI BILANCIO

Per comprendere meglio la performance ed i risultati di Bending Spoons nel corso degli anni, sono stati scaricati ed analizzati i bilanci dal 2015 al 2022. Il bilancio è servito per trovare e confermare ciò che gli articoli e le varie informazioni in merito all'azienda segnalano. In questo senso è stato evidenziato il ruolo del finanziamento bancario, perciò a forma di debito, e quanto questo impatti sulla totalità dei debiti aziendali. In merito è interessante prendere in considerazione gli indici patrimoniali dell'azienda, i quali evidenziano un fortissimo indebitamento.

| Indici Patrimoniali | 31/12/2022 | 31/12/2021 | 31/12/2020 | 31/12/2019 | 31/12/2018 | 31/12/2017 |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Rapporto di indebitamento | 5,3x | 4,0x | 4,1x | 1,3x | 2,4x | 1,4x |
| Indipendenza finanziaria * | 15,7% | 19,7% | 27,5% | 36,2% | 25,0% | 35,1% |

FIGURA 18, DATA PROCESSED BY THE AUTHOR

Il rapporto di indebitamento definisce la garanzia offerta dai mezzi propri in caso di liquidazione dell'azienda e questo risultato è dato dal rapporto tra i debiti ed il patrimonio netto. Teoricamente questo indicatore dà un segnale positivo quando assume valori bassi ed ancor di più quando non è possibile calcolarlo, in quanto si avrebbe una posizione finanziaria netta positiva. L'indipendenza finanziaria mette in rapporto il capitale proprio col totale del passivo, perciò la percentuale di patrimonio netto sul totale delle fonti dell'azienda. In questo modo è chiaro capire come sia una azienda poco patrimonializzata, che utilizza tanto debito e quindi tanta leva finanziaria. Di seguito viene riportato il ROE che evidenzia come, ad eccezione del 2022, per cui vi è stata una perdita, la società presenti dei risultati di *return on equity* eccellenti.

| YEARS | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 |
|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| PROFIT (LOSS) | - 3.656.000,00 | 13.782.000,00 | 12.838.000,00 | 9.151.000,00 | 3.097.702,00 | 1.557.423,00 | 1.601.121,00 | 727.218,00 |
| EQUITY | 62.469.000,00 | 47.362.000,00 | 37.086.000,00 | 20.824.000,00 | 8.979.593,00 | 4.769.327,00 | 2.338.339,00 | 737.218,00 |
| ROE | -5,85% | 29,10% | 34,62% | 43,94% | 34,50% | 32,65% | 68,47% | 98,64% |

FIGURA 19, DATA PROCESSED BY THE AUTHOR

È importante anche dire che teoricamente il ROE andrebbe confrontato con quello di aziende comparabili. Nonostante ciò, un ROE del 30% ed oltre, ad eccezione del 2022, è difficilmente interpretabile come un risultato non soddisfacente. Per evidenziare i risultati operativi, invece, si utilizza un altro rapporto che è l'EBITDA margin, Con tale

rapporto si vuole evidenziare quanto impattano le spese operative sul risultato operativo e se queste erodono i ricavi. Nella stessa tabella si trova anche l'EBIT margin che semplicemente ha un differente numeratore, l'ebit, quindi quanto le spese operative impattano sui ricavi prima di pagare le tasse e gli oneri finanziari.

| Indici Redditività | 31/12/2022 | 31/12/2021 | 31/12/2020 | 31/12/2019 | 31/12/2018 | 31/12/2017 |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| EBITDA Margin | 45,5% | 50,4% | 30,5% | 36,6% | 21,8% | 32,4% |
| EBIT Margin | 33,6% | 37,0% | 22,4% | 22,5% | 7,5% | 5,2% |

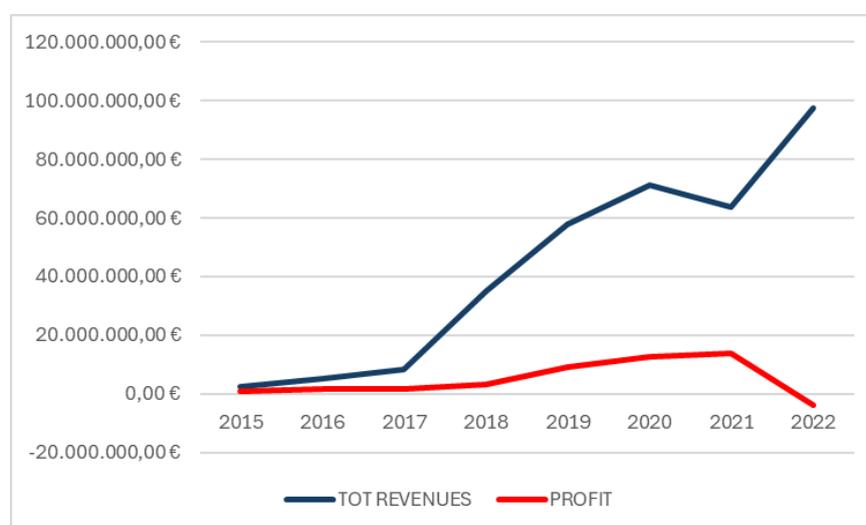
FIGURA 20, DATA PROCESSED BY THE AUTHOR

Si può notare una tendenza prettamente positiva nel corso degli anni. Un'altra caratteristica estremamente positiva dell'azienda è rappresentata dagli indici di liquidità di seguito riportati.

| Indici di Liquidità | 31/12/2022 | 31/12/2021 | 31/12/2020 | 31/12/2019 | 31/12/2018 | 31/12/2017 |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Acid Test (Liq Imm) ** | 3,86 | 4,60 | 5,00 | 2,86 | 2,20 | 2,51 |
| Current Ratio *** | 3,87 | 4,61 | 5,00 | 2,86 | 2,20 | 2,51 |

FIGURA 21, DATA PROCESSED BY THE AUTHOR

Il Current Ratio relaziona gli asset totali ai debiti totali ed evidenzia la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni a breve termine, così come l'Acid test, anche detto Quick Ratio, che si differenzia dal rapporto precedente poiché al numeratore vengono sottratte le rimanenze agli asset totali dell'azienda. Dai dati è ben chiaro come Bending Spoons sia una azienda estremamente solvibile e non abbia alcun problema di liquidità. Infine, l'andamento dei ricavi insieme a quello dei profitti:



| YEARS | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 |
|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| PROFIT (LOSS) | - 3.656.000,00 | 13.782.000,00 | 12.838.000,00 | 9.151.000,00 | 3.097.702,00 | 1.557.423,00 | 1.601.121,00 | 727.218,00 |
| TOTAL REVENUES | 97.448.000,00 | 63.874.000,00 | 71.290.000,00 | 57.841.000,00 | 35.103.281,00 | 8.265.261,00 | 5.371.901,00 | 2.449.450,00 |

FIGURA 22, DATA PROCESSED BY THE AUTHOR

Si nota una crescita costante dei ricavi nel tempo, così come dei profitti, ad eccezione del 2022 in cui, nonostante una crescita del 53% circa dei ricavi, vi è una perdita di esercizio. Nel corso dell'anno si può apprezzare un forte aumento delle spese per servizi, passate da 27 milioni nel 2021 a 59 milioni nel 2022, ed anche un bilancio degli oneri/proventi finanziari negativo per 13.5 milioni nel 2022, invece del saldo positivo di 4 milioni nel 2021: a supporto del fatto che i debiti a breve termine nei confronti delle banche sono passati da 21 milioni nel 2021 a 56 milioni nel 2022. Per quanto concerne l'andamento generale, invece, si potrebbe identificare nel 2018 un salto nella performance dell'azienda passando da 8 milioni di fatturato nel 2017 a 35 milioni nel 2018.

Secondo ciò che è stato riportato si evince principalmente come Bending Spoons sia una azienda caratterizzata costantemente da un'ottima performance (ROE), in cui il ricorso al debito è parte fondamentale per la loro espansione. Nonostante ciò, sino ad ora non sono mai andati incontro ad alcun fenomeno di *financial distress*, confermato dal fatto che sia una azienda estremamente solvibile. Per quanto riguarda la loro crescita, è possibile rinvenire nel corso degli anni delle tappe importanti, per cui il 2018 è certamente una di queste. Nel 2022, in cui vi è stata una forte crescita dei ricavi è prevedibile assumere che siano andati incontro a degli investimenti denotati dall'ulteriore aumento dei debiti bancari, ma allo stesso tempo da ingenti crediti nei confronti di società controllate (probabili aziende acquisite).

3.5 AZIENDE COMPARABILI

Selezionare le aziende comparabili non è sempre una azione semplice. Soprattutto in questo caso, in cui Bending Spoons rappresenta una realtà innovativa, trovare aziende dal core business uguale risulta essere molto complicato. Infatti, uno dei maggiori fattori di successo per Bending Spoons risiede nel detenere un vantaggio competitivo, con *core competences* non rinvenibili in altre aziende. Questo le permette di guadagnare quote di mercato in ciò che produce e sviluppa. Bending Spoons ha le competenze per sviluppare ed ottimizzare dei prodotti digitali, partendo dalle applicazioni per cellulari. Nel fare ciò il suo team ha competenze trasversali, partendo dalle capacità di programmazione, alle competenze finanziarie necessarie per identificare aziende target di acquisizione, sino alle competenze

meno scientifiche per l'ideazione di prodotti che possano rispondere a dei bisogni. Per identificare aziende comparabili si possono tenere in considerazione molteplici fattori: aziende competitor, aziende dal simile *business model*, aziende dalle confrontabili caratteristiche finanziarie, ma anche accomunate da un percorso di crescita paragonabile. In questo senso sono state identificate 5 aziende con caratteristiche peculiari l'una fra l'altra.

- Vedrai è una azienda fondata nel 2020 da Michele Grazioli con un capitale sociale di € 1 mln, con sede a Milano. Iscritta nel registro delle startup innovative, Vedrai è una spa che sviluppa ed implementa soluzioni basate su intelligenza artificiale a supporto delle decisioni aziendali. Le loro *core competences*, quindi, risiedono nello sviluppo software e sono nati con l'obiettivo di ridare tempo agli imprenditori velocizzando ed ottimizzando i processi decisionali. Le loro aziende target sono le pmi, in questo senso cercano di “democratizzare” l'intelligenza artificiale.
- Things, srl fondata nel 2012, con sede a Milano sviluppa *software*. È operativa prevalentemente nel mercato B2B, poiché sviluppano prodotti e servizi con l'obiettivo di supportare e migliorare il business delle aziende. Fanno ciò attraverso lo sviluppo dell'IoT e dell'IA. I loro prodotti sono realizzati su misura per le esigenze aziendali.
- Vivendum media solutions spa è un'azienda leader globale nel suo business, fondata alla fine degli anni '60, produce e sviluppa attrezzature per fotografia, video, cinema ed intrattenimento. Offrono, quindi, prodotti e soluzioni premium per il mercato della creazione dei contenuti. Digital creator è una loro applicazione per gestire e modificare immagini e video da remoto. In questo senso, da azienda produttrice di attrezzature si inserisce in un mercato innovativo in cui come competitor vi sono le applicazioni del portafoglio prodotti di Bending Spoons, Remini e Splice.
- Satisfay è un'azienda fondata nel 2013 che ha sviluppato l'omonima applicazione mobile per il pagamento digitale in luoghi fisici e online e lo scambio di denaro in tempo reale. È nota per la sua elevata sicurezza, convenienza e facilità d'uso per funzionalità avanzate. Nel 2022 ha superato la valutazione di un miliardo di euro divenendo una azienda unicorno ed è proprio questo un criterio di scelta come azienda comparabile.
- Cyber Link è una azienda con sede a Taiwan e quotata nella Borsa di Taiwan. Questa, è un'azienda specializzata nello sviluppo software per l'intrattenimento digitale e

prodotti multimediali, su questo aspetto è una azienda comparabile a Bending Spoons.

3.6 RISULTATI FINANZIARI AZIENDE COMPARABILI

Evidenziando i risultati delle aziende prese in considerazione come possibili benchmark di Bending Spoons, queste verranno suddivise in tre gruppi, tenendo in considerazione tre differenti aspetti dell'azienda analizzata nel corso del capitolo. Le aziende Things e Vedrai vengono prese in considerazione per il loro focus sull'intelligenza artificiale e l'*Internet of Things*, Vivendum e Cyber Link per il core business aziendale ed i prodotti offerti in competizione fra loro; mentre Satsipay come caso di azienda unicorno italiana degli ultimi anni. Per evidenziare peculiarità, comunanze e differenze, sono stati presi in considerazione i medesimi indici analizzati per Bending Spoons.

| | things | | | vedrai | | |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|------------------|----------------|----------------|
| YEARS | 2022 | 2021 | 2020 | 2022 | 2021 | 2020 |
| Revenues | 710.326,00 € | 839.656,00 € | 792.961,00 € | 5.565.673,00 € | 4.934.242,00 € | 1.417.371,00 € |
| Net Income | 4.589,00 € | 87.970,00 € | 77.929,00 € | - 4.173.288,00 € | 1.348.377,00 € | 567.783,00 € |
| Current Ratio | 2,72 | 2,46 | 2,67 | 11,60 | 5,46 | 2,39 |
| Acid test | 2,72 | 2,46 | 2,67 | 11,60 | 5,46 | 2,39 |
| Return on Equity (ROE) | 1,45% | 28,14% | 34,69% | -9,03% | 17,03% | 36,22% |
| Return on Asset (ROA) | 0,55% | 9,67% | 10,71% | -8,18% | 14,70% | 25,47% |
| EBITDA Margin | 2,07% | 14,88% | 10,51% | -59,65% | 50,27% | 67,28% |
| Rapporto di indebitamento | 1,52 | 1,74 | 1,99 | 0,10 | 0,16 | 0,42 |
| Indipendenza finanziaria | 38,24% | 34,37% | 30,86% | 90,66% | 86,30% | 70,33% |

FIGURA 23, DATA PROCESSED BY THE AUTHOR

Dalla presente tabella è possibile apprezzare le nette differenze tra Bending Spoons e Vedrai, i quali hanno un approccio probabilmente opposto circa le fonti di finanziamento. Difatti, Vedrai ha un indice di indipendenza finanziaria che evidenzia un ricorso al debito decisamente inferiore. Things, invece, rappresenta una via di mezzo fra le due aziende. Per quanto riguarda gli indici di performance, anche se con entità differenti, è comune tra le varie aziende una tendenza decrescente. Per quanto riguarda Vedrai, come per Bending Spoons, tali risultati possono essere ricondotti ad una strategia di investimento che le aziende stanno perseguendo. Questo, è denotato da una crescita percentuale decisamente superiore dei costi (+200% yoy) rispetto ai ricavi (+13% yoy), così come delle immobilizzazioni immateriali. È fattore comune avere degli indici di liquidità estremamente positivi, tra cui Vedrai che è quella con una capacità di estinzione dei debiti a breve termine migliore tra tutte.

| | Vivendum | | | cyberlink | | |
|---------------------------|------------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| YEARS | 2022 | 2021 | 2020 | 2022 | 2021 | 2020 |
| Revenues | 182.770.527,00 € | 187.430.257,00 € | 134.619.687,00 € | 1.691.200.000,00 € | 1.577.069.000,00 € | 1.640.662.000,00 € |
| Net Income | 13.350.653,00 € | 11.504.609,00 € | 1.124.147,00 € | 266.880.000,00 € | 222.036.000,00 € | 183.625.000,00 € |
| Current Ratio | 1,89 | 1,54 | 2,03 | 1,92 | 1,91 | 2,18 |
| Acid test | 1,15 | 0,95 | 1,34 | 3,17 | 2,90 | 2,91 |
| Return on Equity (ROE) | 11,89% | 11,54% | 1,34% | 4,77% | -20,80% | 4,94% |
| Return on Asset (ROA) | 8,01% | 7,09% | 0,90% | 3,81% | -14,20% | 3,67% |
| EBITDA Margin | 14,63% | 11,88% | 4,54% | 18,08% | -29,61% | 17,53% |
| Rapporto di indebitamento | 0,45 | 0,59 | 0,47 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Indipendenza finanziaria | 67,35% | 61,48% | 66,97% | 99,76% | 99,90% | 99,60% |

FIGURA 24, DATA PROCESSED BY THE AUTHOR

Per quanto riguarda CyberLink, azienda quotata, i dati sono stati analizzati attraverso la piattaforma YahooFinance, mentre, per Vivendum spa sono stati scaricati i bilanci ed analizzati dalla piattaforma Aida come per le altre aziende. Per CyberLink è stato preso in considerazione il *Book Value* dell'*equity*, e si può notare come sia una azienda con ben poche fonti a finanziamento. È meno evidente, invece, la patrimonializzazione di Vivendum che presenta comunque una media del 65% delle fonti dell'azienda provenire dal capitale proprio. Peculiarità di quest'ultima è che la quasi totalità dei debiti sia di breve termine ed un 35% sia nei confronti di aziende controllate, al contrario di Bending Spoons che aveva una buona percentuale delle attività correnti composta dai crediti verso controllate. Le performance di CyberLink sono caratterizzate da risultati negativi nel 2021 a differenza del 2020 e del 2022 dove riscontriamo indici positivi.

Circa gli indici di liquidità si rappresenta un'ottima gestione finanziaria nel triennio 2020-2022, sia nella sua forma più ampia (Current ratio) sia nella sua forma più ristretta (Acid test), al netto delle riserve di magazzino, stando a segnalare come la CyberLink possa far fronte ai suoi impegni a breve termine con risorse prontamente liquidabili.

Per quanto riguarda la Vivendum, si segnala una sostanziale buona gestione finanziaria con indici di liquidità positivi nel triennio 2020-2022, ad eccezione del 2021 (post Covid) nella sua forma più ristretta dove si attesta a 0,95 veicolato da un aumento della sua situazione debitoria tra il 2020 e 2021 (+48% yoy).

A differenza di Bending Spoons, la Vivendum e CyberLink, sono due realtà aziendali più mature ed è evidente dal fatturato prodotto nel triennio analizzato. Nello specifico il fatturato Bending Spoons è il 53% del fatturato di CyberLink ed il 6% di quello di Vivendum stando ad indicare come il giro d'affari dell'ultimo unicorno italiano è ancora al di sotto dei suoi competitor.

| | satispay | | |
|---------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| YEARS | 2022 | 2021 | 2020 |
| Revenues | 10.212.093,00 € | 8.641.384,00 € | 5.612.919,00 € |
| Net Income | - 42.040.352,00 € | - 25.796.674,00 € | - 12.675.527,00 € |
| Current Ratio | 27,99 | 12,20 | 1,13 |
| Acid test | 27,99 | 12,20 | 1,13 |
| Return on Equity (ROE) | -23,47% | -31,48% | -96,59% |
| Return on Asset (ROA) | -22,58% | -28,26% | -59,80% |
| EBITDA Margin | -564,00% | -359,33% | -267,77% |
| Rapporto di indebitamento | 0,03 | 0,10 | 0,54 |
| Indipendenza finanziaria | 96,20% | 89,79% | 61,91% |

FIGURA 25, DATA PROCESSED BY THE AUTHOR

Si rappresenta come il fatturato di Satispay abbia registrato un trend positivo sia tra il 2020 e il 2021 (+54% yoy) sia tra il 2021 ed il 2022 (+18%); allora stesso tempo anche i costi operativi hanno registrato un andamento simile (+84% tra il 2020 ed il 2021, +54% tra il 2021 ed il 2022). Tra i costi le voci più significative sono i costi per i servizi pari a ca € 37,7 mln (+203% yoy) ed i costi per il personale pari a ca € 10,6 mln (+48% yoy). Come si può notare dalla tabella sopra riportata, l'Ebitda risulta in peggioramento (-67% 2021 vs 2022) e negativo poiché i costi sono cresciuti più che proporzionalmente rispetto al valore di produzione e di conseguenza anche l'Ebitda Margin è in riduzione e negativo.

Tuttavia, la società è caratterizzata da una ottima gestione finanziaria con buoni indici di liquidità che stanno a segnalare la presenza di mezzi liquidi per fronteggiare gli impegni correnti. Di seguito, si riporta un grafico riepilogativo circa gli indici di liquidità delle aziende analizzate durante il capitolo.

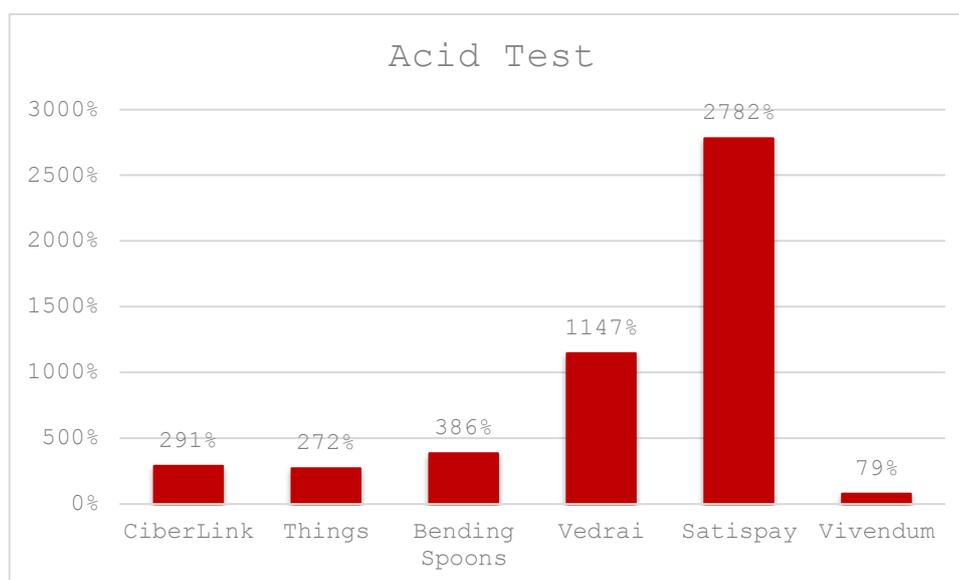


FIGURA 26, DATA PROCESSED BY THE AUTHOR

A fronte dell'analisi svolta circa i comparables di Bending Spoon, l'ultimo unicorno italiano appare la realtà più equilibrata tenendo in considerazione i diversi indici analizzati. Molto interessante è che, malgrado faccia ricorso molto spesso alla leva finanziaria, possiede indici di liquidità nettamente positivi stando a segnalare la sostenibilità del proprio business.

3.7 CONCLUSIONI

Oltre all'analisi effettuata che delinea la storia, i round di finanziamento ed i risultati di Bending Spoons, ciò che ha portato pochi mesi fa l'azienda ad essere valutata per oltre 2,5 miliardi di dollari, sono certamente le prospettive future. Secondo un piano finanziario quinquennale (2024-2028) emerge come nel 2023 i ricavi si siano attestati intorno ai 393 milioni di dollari, previsti circa 580 nel 2024 per poi proseguire con una crescita del 2.3% sino a raggiungere i 640 milioni. Tuttavia, a differenza di quanto osservato nel 2022 questa crescita del fatturato non ridurrà i profitti: è previsto un ebitda margin passare dal 48.6% nel 2023 al 53.5% nel 2028, grazie ad un maggiore assorbimento dei costi fissi e alla riduzione delle commissioni dal 30% al 15% pagate ad Apple. Anche l'utile è previsto passi dagli 80 milioni del 2023 a 167 milioni nel 2028. È proprio dall'app store di Apple che arriva il 71% dei ricavi aziendali, soltanto il 9% da Android, ed il mercato di riferimento è proprio quello statunitense con il 57% del fatturato proveniente dagli USA. Sono state, in seguito, selezionate cinque aziende da comparare a Bending Spoons tenendo in considerazione tre differenti aspetti: intelligenza artificiale, prodotti offerti e status di azienda unicorno. A tal proposito si è potuto apprezzare come Bending Spoons abbia un approccio unico alle fonti di finanziamento, che però non influenza gli indici che evidenziano la capacità di restituzione del debito. È stato preferito selezionare aziende specifiche piuttosto che prendere in considerazione l'intero settore tech poiché troppo dispersivo, con la presenza di aziende dal core business molto diverso dall'unicorno italiano. Tuttavia, ad evidenziare una situazione di mercato incerta per quanto riguarda le aziende unicorno di *software development*, di seguito si riporta un grafico in merito ai volumi delle IPO di tali aziende in Europa.

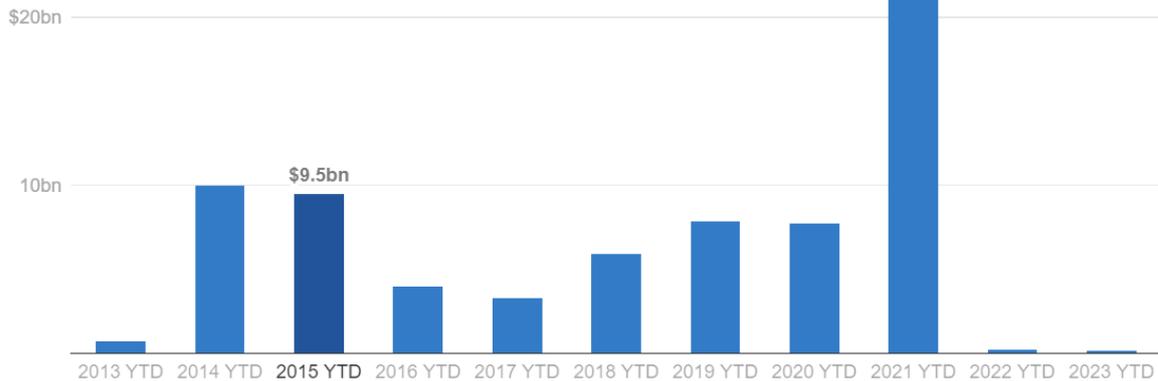


FIGURA 27, DEAL VOLUME, MERGERMARKET

Si nota un trend positivo dal 2016 al 2019, con un picco nel 2021. La ripresa post Covid è stata caratterizzata da politiche che hanno incetivato la ripresa economica, come tassi d'interesse vantaggiosi e ciò si riflette nei risultati 2021. Nel 2022 e 2023, invece, sono state applicate politiche restrittive che hanno sfiduciato i mercati finanziari posticipando future IPO.

L'azienda sta inevitabilmente destando l'interesse dei mercati finanziari che osservano le strategie aziendali in termini di equity financing su tutte, nel 2024 si è appena concluso il più grande round di finanziamento in cui sono entrati ed usciti diversi fondi. In questo senso, però, è stata resa nota dal fondo di venture capital NB Renaissance, l'intenzione di far crescere l'azienda in un modo tale da essere un ottimo candidato all'IPO in pochi anni. Queste scelte aziendali saranno sicuramente influenzate dall'andamento futuro dei mercati finanziari.

CONCLUSIONI

La tesi ha analizzato il processo dell'offerta pubblica iniziale, le fasi di un'azienda dal momento dell'idea imprenditoriale sino al raggiungimento dello status di azienda unicorno e, infine, un approfondimento sull'unicorno Bending Spoons. In questo modo è stato possibile apprezzare la complessità di un processo di quotazione in termini di risorse

manageriali, finanziarie e temporali. Ciò che è stato evidenziato più volte, è quanto l'IPO sia un'operazione strettamente legata agli obiettivi aziendali, a ciò che l'azienda vuole diventare e perseguire nel lungo periodo. Nonostante ciò, è chiaro come non tutti i fattori siano controllabili dal management aziendale, dovendo entrare in contatto con molteplici soggetti che prendono parte al processo, nonché, a dover rendere conto ed avere attenzione al singolo investitore, il quale andrà sempre tenuto in considerazione a seguito della quotazione. Per quanto riguarda il processo di crescita da startup ad azienda unicorno, è stata evidenziata la rarità che una azienda riesca a raggiungere una valutazione di un miliardo di dollari ed oltre. Le startup sono idee imprenditoriali in cui i primi investitori e i fondatori devono avere la consapevolezza della rischiosità e della difficoltà per cui il *business* possa prendere forma e decollare. Per questo motivo, ad ogni momento della vita della startup, sono stati associati i soggetti finanziatori che entrano in gioco nei differenti metodi di finanziamento. È risultato che andando sempre più avanti con le operazioni, il rischio si riduceva e l'ammontare dei finanziamenti, assieme ai soggetti interessati, aumentava. A seguito di ciò, l'attenzione si è concentrata sul rapporto e l'approccio delle aziende unicorno nei confronti della quotazione. È stato possibile apprezzare come nel tempo si sia accelerata la crescita di queste aziende, come tali valutazioni miliardarie venissero raggiunte in tempi più brevi, segnando non per forza una caratteristica positiva per gli investitori in fasi più avanzate. Allo stesso tempo è stato preso in considerazione un modello econometrico che evidenzia una particolare relazione tra il numero di round di finanziamento e l'*underpricing* al momento della quotazione. Per concludere si è visto come il panorama imprenditoriale italiano stia crescendo negli ultimi anni. Per evidenziare tali risultati sono stati presi in considerazione gli investimenti dei fondi di *venture capital* nel corso del tempo ed i settori maggiormente interessati. È importante dire come l'Italia partisse da un livello nettamente inferiore rispetto agli altri principali paesi europei. Per proseguire tale discorso in tema di aziende unicorno e sviluppo imprenditoriale in Italia, è stato scelto di analizzare l'ultima azienda unicorno italiana. Bending Spoons è stata confrontata con altre aziende selezionate per prodotti comuni, utilizzo dell'intelligenza artificiale e status di azienda unicorno sul profilo della performance aziendale, degli indici patrimoniali e di liquidità. Si è visto come Bending Spoons rappresenti un caso particolare di ricorso al debito per la crescita. Allo stesso tempo è da considerare il tutto in ottica di una futura quotazione in borsa. Sicuramente una decisione di questo tipo è influenzata, come detto, dalla strategia a lungo termine dell'azienda stessa. Nonostante ciò, risulta chiaro come le situazioni di mercato in generale, lo scenario geopolitico e le politiche monetarie, siano fattori che influenzano le decisioni aziendali. In

ottica IPO, e nello specifico delle aziende unicorno, è stato visto come le incertezze geopolitiche e le politiche post-Covid hanno influenzato il calo nei volumi delle quotazioni. Allo stesso tempo, i dati a riguardo del mercato delle startup e dei fondi di *venture capital* nel mercato italiano, mostrano una crescita ed un ottimismo per il futuro. Bending Spoons, nella sua scelta coraggiosa di far crescere un modello di business ed una cultura aziendale innovativa in Italia, evidenzia come ci siano delle opportunità anche in un paese da anni sottovalutato. Bending Spoons e le precedenti aziende unicorno italiane possono, quindi, con le loro esternalità positive innescare un meccanismo di crescita negli investimenti in idee imprenditoriali giovani e nuove. C'è fiducia che nei prossimi anni tale crescita possa continuare con ancora maggiore rapidità, anche sul fronte delle quotazioni, prevedendo una riduzione dei tassi e delle situazioni di mercato più stabili, tenendo sempre in considerazione l'imprevedibilità delle tensioni figlie dei conflitti in corso.

BIBLIOGRAFIA

- Bain & Company – Venture Capital Scanner (2023).
- Borsa italiana. <https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>
- Brealey, R. & Myers, S. & Allen, F. & Edmans, A. (2023). *Financial Accounting, eleventh edition. Introduction to Finance and Accounting*. McGrawHill.
- Brealey, R. & Myers, S. & Allen, F. & Edmans, A. (2023). *Principles of Corporate Finance, fourteenth edition*. McGrawHill.
- Davydova, D. & Fahlenbrach, R. & Sanz, L. & M. Stulz, R. (2022). *The Unicorn Puzzle*. National Bureau of Economic Research.
- Erdogan, B. & Kant, R. & Miller, A. & Sprague, K. (2016). *Grow fast or die slow: Why unicorns are staying private*. McKinsey&Company.
- EY - EY Venture Capital Barometer – (2022).
- Fiori, G. & Tiscini, R. (2020). *Economia aziendale*. Egea edizione.
- Gardin, T. (2021). *Business Angels: un'analisi empirica dell'influenza esercitata sulle performance delle aziende finanziate*. Università Ca' Foscari Venezia.
- Horváth, K. (2018). *Financial Bootstrapping techniques: a systematic review of the literature*. ON RESEARCH Journal of EU Business School Vol. 1.
- Lezana, B. & Cubillos, P. & Lopez, H. (2023). *Funding Rounds and IPO Underpricing for Unicorns: A Non-Monotonic Relation*. SSRN.
- Pontoni, G. (05 luglio 2023). *Startup, scaleup e unicorni. Persone, Energie, Futuro*. I libri di Ca'Foscari 22.
- Rosenbaum, J. & Pearl, J. (2020). *Investment Banking third edition*. Wiley.
- Varadarajan, G. (26 giugno 2021). *In che modo le strategia e i modelli asset-light possono stimolare la crescita del business*. Ey.
- Vilasboas Calixto Casnici, C. (07 ottobre 2020). *The Rise of Unicorn Companies: a Magical Growth?* (Capitolo 29). C. Vilasboas Calixto Casnici, *The Palgrave Handbook of Corporate Sustainability in the Digital Era*. Palgrave Macmillan.

SITOGRAFIA

- Aida. Italian company information and business intelligence. <https://login.bvdinfo.com/R1/AidaNeo>
- Crunchbase. <https://www.crunchbase.com/home>
- Deloitte. <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/audit/articles/up-c-structure-ipo-advantages.html>
- EY - *press release* – (28 settembre 2023). https://www.ey.com/en_gl/newsroom/2023/09/global-ipo-market-investor-appetite-shifts-from-growth-to-value-amid-tighter-liquidity.
- Mergermarket. <https://info.mergermarket.com>
- Yahoo Finanza. <https://it.finance.yahoo.com>