



Dipartimento di Impresa e Management

Corso di Laurea Triennale in Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

**IL VENTURE CAPITAL E I METODI DI VALUTAZIONE
NELL'EARLY STAGE FINANCING: IL CASO PRINCIPIA II**

RELATORE

Prof. Roberto Mazzei

CANDIDATO

Ludovica Dauri

Matr. 228371

ANNO ACCADEMICO 2020/2021

INDICE

INTRODUZIONE.....	3
CAPITOLO 1: IL MERCATO DEL <i>VENTURE CAPITAL</i> E IL RUOLO COME STRUMENTO DI INNOVAZIONE.....	5
1.1. Il <i>Venture Capital</i> : definizione e origini.....	5
1.1.1. <i>Early stage financing</i> : investimento in capitale di rischio e la difficoltà per le <i>startup</i> nel trovare altre forme di finanziamento.....	8
1.1.2. Differenza dal <i>private equity</i> , dai <i>business angels</i> e dal <i>corporate venture capital</i>	12
1.1.3. Panorama del <i>Venture Capital</i> in Italia.....	13
1.2. Il funzionamento dei fondi di <i>Venture Capital</i>	15
1.2.1. La struttura: <i>limited partner</i> e <i>general partner</i>	15
1.2.2. Il processo di <i>decision making</i> : cosa cerca un fondo nell'impresa finanziata.....	18
1.2.3. Il processo di investimento nelle operazioni di <i>Venture Capital</i>	20
1.2.4. Rapporto tra fondo investitore e impresa finanziata: <i>moral hazard</i> e <i>agency theory</i>	23
1.2.5. Performance e redditività di un fondo.....	25
1.3. <i>Venture Capital</i> e <i>Fintech</i> : un processo di “distruzione creatrice”.....	26
1.3.1. Il ruolo del <i>Venture Capital</i> nel finanziamento delle <i>startup fintech</i>	31
1.3.2. L'interazione tra banche e <i>fintech</i> : da <i>competitor</i> a <i>partner</i>	33
1.3.3. Il <i>Fintech</i> come possibile bolla: distruzione del valore dei crescenti investimenti dei fondi di <i>Venture Capital</i>	34
CAPITOLO 2: VALUTAZIONE DI IMPRESA NELLE OPERAZIONI DI <i>VENTURE CAPITAL</i>.....	36
2.1. Il processo di valutazione in fase di <i>early stage</i> : dal valore <i>pre-money</i> al valore <i>post-money</i>	36
2.2. La rilevanza dei dati qualitativi per la valutazione di imprese finanziate dal <i>Venture Capital</i>	43
2.3. I principali metodi di valutazione nelle operazioni di <i>Venture Capital</i>	46
2.3.1. Il metodo del <i>Discounted Cash Flow (DCF)</i>	47
2.3.2. Il metodo dei multipli di mercato.....	53
2.3.3. Il <i>Venture Capital Method</i>	57
2.3.4. Il <i>First Chicago Method</i>	62
2.4. I limiti dei metodi tradizionali e la rilevanza delle prospettive di sviluppo nelle imprese giovani ed innovative.....	63
CAPITOLO 3: IL CASO DI UN FONDO ITALIANO DI <i>VENTURE CAPITAL</i>: PRINCIPIA II.....	66
3.1 Principia SGR: il fondo Principia II.....	66
3.2. Società ancora nel portafoglio del fondo.....	68
3.3. Operazioni concluse e risultati conseguiti.....	72
3.3.1. Il caso Docebo.....	79
3.4. Il contributo di Principia II allo sviluppo del <i>Fintech</i>	82
3.4.1. Il caso <i>Moneyfarm</i>	84
3.5. La <i>performance</i> del fondo.....	85
CONCLUSIONI.....	89
BIBLIOGRAFIA.....	91
SITOGRAFIA.....	96

INTRODUZIONE

In Italia sono sempre più rilevanti i concetti di innovazione e di digitalizzazione, ad oggi sostenuti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), presentato dall'Italia per rispondere ai gravi danni arrecati della crisi pandemica, la quale ha inciso non solo sul fronte sanitario, ma anche su quello economico: di 235,15 miliardi di euro stanziati, il 21% sono volti al perseguimento della missione relativa alla digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura.

Tra gli strumenti fondamentali di cui i Paesi dispongono per il raggiungimento di tali obiettivi non può non essere menzionato il tessuto imprenditoriale che li caratterizza e, in particolare, le c.d. *startup* innovative, le quali presentano elevate potenzialità di sviluppo in termini di dimensione, fatturato e capacità occupazionale. Tuttavia, la rilevanza attribuita alle giovani imprese non è sempre sufficiente a contrastare le difficoltà che esse incontrano nel superare le prime fasi del ciclo di vita e raggiungere stadi di sviluppo successivi. Tra le criticità di maggior rilievo emerge sicuramente il tema della disponibilità di risorse finanziarie: in uno scenario in cui le risorse interne sono insufficienti e le banche si mostrano restie per via della scarsa affidabilità in termini di merito creditizio di giovani *startup*, il ruolo dei fondi di *venture capital* diventa estremamente importante, sostenendo attività imprenditoriali emergenti e altamente promittenti che altrimenti avrebbero scarse probabilità di sopravvivenza.

Il presente elaborato si propone di condurre un'analisi relativa al mercato del *venture capital*, ovvero una forma di investimento alternativo, così definito per via della connotazione non tradizionale degli *asset* nei quali investe, con particolare attenzione al processo di valutazione delle imprese partecipate dai fondi oggetto d'analisi.

Il primo capitolo tratterà le caratteristiche delle operazioni di *venture capital*, definite da Borsa Italiana Spa come “attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate, in fase di *startup*, caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo”. Dopo aver esaminato le origini di tale forma di investimento e averne fornito una visione generale, si evidenzierà la rilevanza dei fondi in questione nelle fasi di *early stage*, distinguendoli dal *private equity* e dai *business angels*, per poi passare ad un'analisi della situazione relativa al mercato italiano. In seguito, verrà riportato il funzionamento dei fondi di *venture capital*: la struttura, le fasi da essi seguite, i rapporti tra i soggetti coinvolti e le *performance* delle operazioni di investimento. Infine, si concluderà con un'analisi relativa al contributo dei *venture capitalists* all'innovazione, facendo particolare riferimento al ruolo che essi ricoprono nell'innovazione finanziaria, ovvero il sempre più diffuso fenomeno del *fintech*.

Successivamente, il secondo capitolo si focalizzerà, come suddetto, sulla rilevanza del processo di valutazione nelle operazioni di *venture capital*, al fine di determinare il valore delle imprese *target* nelle quali i fondi impiegano le proprie risorse, con la speranza che tale valore cresca nel tempo, garantendo un rendimento positivo. In primo luogo, si delinea la differenza tra valutazione *pre-money* e *post-money*; in seguito, si

proseguirà mettendo in luce la peculiarità della valutazione relativa a giovani imprese, ovvero la rilevanza delle variabili qualitative. Andando avanti, si analizzeranno i principali metodi utilizzati nella prassi del *venture capital*: il *discounted cash flow (DCF)*, il metodo dei multipli di mercato, il *venture capital method* e il *first Chicago method*. Infine, il capitolo si concluderà con un'analisi relativa ai limiti dei metodi tradizionali, i quali non considerano sufficientemente le prospettive di sviluppo delle giovani imprese in un orizzonte futuro.

Per concludere, nel terzo e ultimo capitolo dell'elaborato verrà analizzato il caso di un fondo di *venture capital* italiano, in particolare un fondo di investimento alternativo mobiliare di tipo chiuso e riservato, che prende il nome di Principia II ed è gestito dall'omonima società di gestione Principia SGR. Di tale fondo verrà fornito un panorama sulle caratteristiche generali; si proseguirà riportando le operazioni relative alle società tutt'ora partecipate e, in seguito, quelle relative a società per le quali la fase di *exit* è ormai conclusa: di queste ultime, a Docebo S.r.l. verrà dedicato uno specifico paragrafo per la rilevanza che essa ha rivestito, o avrebbe potuto rivestire, nel portafoglio del fondo. Successivamente, si evidenzierà in che modo Principia II abbia contribuito all'innovazione nell'ambito finanziario descritta nel primo capitolo, ovvero all'evoluzione del *fintech*: anche in questo caso verrà analizzata separatamente la società di maggiore rilievo, ovvero *MoneyFarm SIM Spa*. Infine, lo studio del fondo si concluderà con un'analisi del valore ad esso attribuito a partire dal 2009, anno in cui ha iniziato ad operare.

CAPITOLO 1

IL MERCATO DEL *VENTURE CAPITAL* E IL RUOLO COME STRUMENTO DI INNOVAZIONE

1.1 Il *Venture Capital*: definizione e origini

Le *start-up* sono una componente fondamentale per lo sviluppo e la crescita economica di un Paese: dal 1980 hanno infatti contribuito del 20% alla creazione di posti di lavoro negli *USA*¹; mentre per quanto riguarda l'Italia, il Ministero dello Sviluppo Economico attesta una crescita del 25,6% tra il 2018 e i 2019 in termini di capacità occupazionale di *start-up* “innovative”².

Tuttavia, esse devono confrontarsi con la scarsità di risorse finanziarie, e spesso di competenze manageriali, che contraddistingue un'impresa nelle prime fasi del ciclo di vita. Tale fabbisogno, nel caso in esame, ovvero di una *startup*, viene spesso colmato da una specifica categoria di intermediari finanziari: le società di *Venture Capital*.

Per *venture capital* si intende, infatti, l'investimento istituzionale in capitale di rischio, da parte di fondi specializzati, in imprese non quotate e appena nate, con profili di rischio molto elevati ma con una promittente potenzialità di crescita, associata ad alti rendimenti attesi. Questi fondi raccolgono risorse finanziarie da parte di investitori istituzionali e non; successivamente, le allocano in nuove iniziative imprenditoriali attrattive in termini di scenari di sviluppo futuro, ottenendo in cambio azioni della società o, alternativamente, titoli obbligazionari convertibili in azioni³. Il contributo del *venture capital*, inoltre, non si limita all'apporto di risorse finanziarie: esperienza, contatti utili nel mercato di riferimento e *know-how* specialistico fanno parte del sostegno di cui le *startup* finanziate possono beneficiare.

Si tratta di intermediari che effettuano investimenti con un orizzonte temporale di medio lungo periodo, solitamente tra i 5 e i 10 anni, in quanto la mancanza di flussi di cassa positivi che solitamente caratterizza una *startup* non rende possibile una remunerazione a più breve termine.

Il *venture capital*, inoltre, appartiene alla categoria di investimenti definiti “alternativi”, per via delle caratteristiche tecniche degli *asset* non tradizionali nei quali impiega le proprie risorse.

Il *modus operandi* tipicamente adottato dai fondi istituzionali prevede una sequenza di fasi, che in seguito verranno discusse, nel corso delle quali ci si attende una crescita del valore delle partecipazioni acquisite, al fine di arrivare al disinvestimento finale ottenendo un'elevata remunerazione che giustifichi il rischio sostenuto.

Il *venture capital* si è dimostrato, fin dal secolo scorso, una risorsa preziosa per numerose *start-up*, molte delle quali sono riuscite a raggiungere il cosiddetto “*going public process*”. Quest'ultimo consiste nel percorso di un'impresa per diventare pubblica, in cui per pubblica non si allude all'appartenenza allo Stato o ad un altro

¹ Criscuolo, C., Gal, P.N., & Menon, C. (2014). The Dynamics of Employment Growth: New Evidence from 18 Countries. OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 14, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/5jz417hj6hg6-en>.

² Relazione annuale al parlamento sullo stato di attuazione e l'impatto delle policy a sostegno di startup e PMI innovative, Stefano Patuanelli, Ministero dello sviluppo economico

³ AIFI, Pricewaterhousecoopers (2000), “Guida pratica al capitale di rischio”

ente pubblico, ma al fatto che essa sia quotata, permettendo ad un ampio pubblico di investitori di acquistarne e detenerne le azioni. Considerando, infatti, il periodo dal 1995 al 2019, 1.930 *IPO* su 4.109 (il 47%) hanno riguardato imprese finanziate da fondi di *venture capital*; inoltre, del campione appena citato, 1.044 società risultano ancora quotate al termine del 2019, 582 delle quali finanziate da fondi d'investimento istituzionali in capitale di rischio⁴.

Ad oggi sono molti i fondi di *venture capital* noti e che hanno accompagnato nella crescita società che possono essere considerate dei veri e propri colossi: ne è un esempio Apple, sostenuta dal fondo Sequoia Capital, così come Cisco System, Microsoft e Starbucks. Tuttavia, possiamo interrogarci sul quando e sul dove questa forma di investimento sia nata, consentendo per la prima volta a soggetti con elevate potenzialità di sviluppo, ma in deficit di risorse finanziarie, di essere sostenuti nell'avvio di una nuova iniziativa imprenditoriale.

Per risalire agli albori del mercato del *venture capital* bisogna tornare indietro nel tempo, fino al 1946, quando fu costituito il primo vero fondo.

Sebbene già negli anni '30 prestigiose famiglie americane, ad esempio Rockefeller, andassero in cerca di talentuosi imprenditori bisognosi di capitale, fu solo in quell'anno che Karl Compton, presidente del *Massachusetts Institute of Technology (MIT)*, George F. Doriot, professore presso la *Harvard Business School*, e altri prestigiosi imprenditori nella città di Boston formalizzarono l'attività, fondando *l'American Research and Development (ARD)*. Lo scopo consisteva nell'investimento nel capitale di rischio di società che si stavano formando a seguito dei progressi in ambito tecnologico dell'epoca⁵. La Seconda guerra mondiale, dal quale il mondo era in procinto di uscire, ebbe infatti un ruolo chiave nello sviluppo di idee ad elevato contenuto innovativo e, in particolare, lo stesso Doriot partecipò al conflitto con l'incarico di creare prodotti funzionali alla salute dei soldati.

ARD, operativa per circa 25 anni, viene ricordata in particolar modo per l'investimento effettuato undici anni dopo la sua costituzione, nel 1957, nella *Digital Equipment Company*: furono investiti 70.000 \$ a fronte di un ritorno di 355.000.000 \$, permettendo di avere un rendimento complessivo del fondo del 15,8%, anziché del 7,4%, relativo allo scenario in cui l'investimento non fosse stato realizzato⁶. Tuttavia, l'obiettivo fondamentale del fondo, presieduto per molti anni da Doriot, non era tanto quello di diventare una macchina da soldi, quanto quello di investire in idee brillanti ed innovative: il primo finanziamento, erogato ad una società impegnata in uno studio per la cura del cancro tramite raggi X, fu approvato per il suo valore etico piuttosto che per la prospettiva di successo.

Effettuando un confronto con il mercato odierno del *venture capital*, in *ARD* è possibile identificare differenze e aspetti comuni. Sul primo fronte, *ARD* fu costituito come un fondo chiuso quotato: chiunque poteva acquisirne le quote, vista l'assenza di requisiti per investire imposti dalla SEC, per poi liquidarle facilmente, vendendo la partecipazione ad altri individui. Da quest'impostazione emerse presto il problema delle scadenze:

⁴ Lerner, J. and Nanda, R. (2020). *Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn*. Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper No. 20-131

⁵ Gompers, P.A. (1994). *The Rise and Fall of Venture Capital*. *Business and Economic History* 23, no. 2; Gompers, P.A., & Lerner, J. (2001). *The Venture Capital Revolution*. *The Journal of Economic Perspectives* 15, no. 2

⁶ Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley and Sons.

gli investitori si attendevano ritorni a breve termine che, come suddetto, non sono tipici del mercato del *venture capital*. Ad oggi, invece, la struttura più comune è quella della *limited partnership*, emersa per la prima volta nel 1958, con l'introduzione di regole più rigide per quanto riguarda i soggetti ammessi all'investimento e i tempi di restituzione del capitale a questi ultimi. Sul versante degli aspetti comuni, invece, ancora oggi restano saldi alcuni pilastri ereditati dal fondo del 1946: l'attenta analisi delle opportunità di investimento, il ruolo attivo del fondo nel fornire consigli ed esperienza oltre che capitale e l'erogazione di quest'ultimo in stadi separati.

Negli anni successivi il mercato americano del *venture capital* alternò fasi di sviluppo e di declino.

Negli anni '60 e '70 gli investimenti subirono una forte crescita. In primo luogo, il governo federale iniziò ad avere un ruolo più attivo nel finanziamento dell'innovazione tramite l'autorizzazione delle *SBICs* da parte della *Small Business Administration*, agenzia americana per le piccole imprese. Queste ultime si limitavano, però, a fornire capitale, senza agire attivamente per la crescita delle imprese finanziate; inoltre, la rigida regolamentazione ne impedì la conquista di un ruolo rivelante nel settore del *VC*. In secondo luogo, lo sviluppo di alcuni settori, ad esempio quello dei semiconduttori e dell'informatica, rappresentarono un terreno fertile per nuovi investimenti. Infine, gli anni '70 si conclusero con due riforme cruciali per l'aumento dei fondi investiti nelle società di *venture capital*: nel 1978 ci fu una riduzione dell'imposizione fiscale sui rendimenti in forma di *capital gain*, principale fonte di guadagno per i soggetti che si dedicano a tale forma di investimento alternativo; nel 1979, seguì la modifica dell'*Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) da parte del Dipartimento del Lavoro degli Stati Uniti. Precedentemente, la cosiddetta "*prudent man rule*" impediva ai fondi pensione di investire in *venture capital* per via dell'elevato livello di rischio al quale si sarebbero esposti: i fondi raccolti da ARD, infatti, provenivano principalmente da individui con cospicui patrimoni. Tale regola può essere ricondotta alla odierna "sana e prudente gestione" imposta alle Banche dall'articolo 5 del T.U.B.: le *start up*, infatti, raramente rispettano i requisiti di accesso al credito bancario. A partire dal '79, tuttavia, gli *asset* più rischiosi furono ammessi all'interno dei portafogli diversificati dei fondi pensione americani: la quota di partecipazione al *venture capital* passò così dal 15% nel '78 al 46% nel '88, riducendo quella degli individui dal 32% all'8%.⁷

A partire dagli anni '80, lo sviluppo del mercato americano del *venture capital* può essere suddiviso in tre periodi.

Dal 1980 al 1994, il cosiddetto periodo del "*preboom*"⁸, ci fu una forte crescita, alimentata in parte dai maggiori investimenti dei fondi pensione, in parte dallo sviluppo di nuovi settori come quello delle biotecnologie: il picco venne raggiunto nel 1987 con un ammontare di più di 4 miliardi di dollari investiti. La crescita riguardò anche i rendimenti che, tra metà degli anni '70 e i primi anni '80, superarono il 50%; tuttavia, l'euforia di quegli anni alimentò investimenti poco prudenti, facendo crollare il tasso di rendimento e i fondi raccolti fino al 1991, anno in cui iniziò la ripresa del mercato in questione.

⁷ Gompers, P.A. (1994). The Rise and Fall of Venture Capital. *Business and Economic History* 23, no. 2; Gompers, P.A., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives* 15, no. 2

⁸ Metrick, A. and Yasuda, A. (2010). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley and Sons.

Gli anni '90 videro un aumento dei capitali investiti, provocato dallo sviluppo di *internet* e dell'*e-commerce*, dagli incredibili risultati ottenuti, dalla partecipazione dei fondi pensione e di grandi aziende. Il periodo dal 1995 al 2000, che prende il nome di "*boom period*"⁹, portò ad investimenti di circa 100 miliardi di dollari: il *VC* incise dell'1,045% sul PIL americano del 2000, livello mai raggiunto in precedenza.

Infine, il XXI secolo iniziò con un crollo dovuto alla bolla delle *dot-com*, in cui i *venture capitalists* avevano fortemente investito; tuttavia, lo sviluppo del settore dell'*IT*, della *sharing economy* e la riduzione dei costi di avvio di un'attività grazie all'utilizzo di *internet*, favorirono la nascita di numerose *start up* e la ripresa del mercato del *venture capital*: è questo il periodo del "*postboom*"¹⁰, in cui i numeri del settore, anche se inferiori agli anni precedenti, restarono comunque incoraggianti.

In Europa la diffusione del *venture capital* tardò rispetto agli USA e ancora oggi gli investimenti si rivelano disomogenei tra i vari Paesi: dagli anni '80 i fondi raccolti aumentarono, per poi diminuire nel 2000 a causa della crisi delle imprese di *internet* come accaduto negli Stati Uniti. Tuttavia, la straordinaria ripresa ha portato ad un picco di 112 miliardi di euro investiti nel 2006, con una partecipazione maggioritaria da parte dei fondi pensione, i quali hanno contribuito del 27,1%¹¹.

In tale scenario, l'Italia è passata dai 142 milioni di euro investiti nel 1986, a più di 2 miliardi nel 2006; tuttavia, le disparità rispetto agli altri Paesi europei rimangono accentuate: la percentuale di investimenti in rapporto al PIL italiano è dello 0,132%, a fronte dell'1,981% a Lussemburgo¹².

1.1.1. *Early stage financing*: investimento in capitale di rischio e la difficoltà per le *startup* nel trovare altre forme di finanziamento.

Ogni impresa, in qualunque stadio di sviluppo essa si trovi, è tenuta ad equilibrare le proprie decisioni investimento con quelle di finanziamento. Queste ultime riguardano la copertura del fabbisogno finanziario, ovvero l'insieme di mezzi finanziari necessari, in un determinato arco temporale, a coprire il costo di investimenti in attività funzionali alla gestione aziendale. Tuttavia, le fonti interne di finanziamento non sempre si rivelano sufficienti, rendendo necessario il ricorso a fonti esterne, derivanti dall'emissione di nuove azioni o dal debito.

Nel caso di una *start up*, l'analisi del fabbisogno finanziario è un aspetto particolarmente delicato, che presenta caratteristiche peculiari rispetto a fasi successive del ciclo di vita di un'impresa.

L'avvio di una nuova attività imprenditoriale implica, spesso, un periodo di flussi di cassa negativi, almeno fino al raggiungimento del *break-even point*, in cui i ricavi eguagliano i costi. Gli elevati impieghi di capitale per costituire una società, come ad esempio le spese di ricerca e sviluppo, non favoriscono la maturazione di *surplus* di liquidità, impendendo così l'autofinanziamento.

⁹ Metrick A. & Yasuda, A. (2010). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley and Sons, Inc.

¹⁰ Idem

¹¹ Di Giorgio, G., & Di Odoardo, M. (2007). *Venture capital e private equity in Italia*. Ministero dell'Economia e delle Finanze.

¹² Mishkin, F.S., Eakins, S.G., & Beccalli, E. (2019). *Istituzioni e mercati finanziari*. Milano: Pearson.

A tal proposito, risulta utile la misurazione del quoziente “*cash runway*”, dato dal rapporto tra liquidità disponibile e tasso di assorbimento, che porta a determinare il periodo di autosufficienza oltre il quale la liquidità generata si esaurirà, rendendo necessario la raccolta di ulteriore capitale.¹³ In una *start up* il “*cash runway*” rivela brevi periodi di autonomia, con la conseguente necessità di ricorrere a fonti esterne di finanziamento; tuttavia, l’assenza di garanzie reddituali e patrimoniali che una *start up* è in grado di offrire porta all’esclusione del debito e ad una sola strada perseguibile: la raccolta capitale di rischio.

Quest’ultimo non è altro che il capitale proprio, apportato dai soci nella fase di costituzione o in aumenti successivi. Il capitale di rischio conferisce al soggetto investitore un diritto residuale sull’utile della società, con una remunerazione che non è prefissata contrattualmente, ma legata all’andamento nel corso dell’esercizio; quest’ultima avviene sotto forma di dividendi e di *capital gain*. La sottoscrizione di *equity* permette di partecipare alle scelte aziendali, conferendo diritti di natura amministrativa; è una forma di finanziamento più facilmente accessibile, non essendo condizionata dai vincoli richiesti per il debito, e di medio lungo periodo; inoltre, il costo dell’*equity*, per via della maggiore rischiosità, è superiore a quello del debito.

L’investimento in capitale di rischio può essere suddiviso in diverse categorie a seconda dello stadio del ciclo di vita in cui si colloca l’impresa *target*: ovvero nella fase di avvio, sviluppo, espansione o maturità.

Per quanto riguarda il *venture capital*, l’AIFI fornisce la seguente definizione: “Attività di investimento in capitale di rischio realizzata da operatori professionali e finalizzata alla realizzazione di operazioni di *early stage ed expansion*”.¹⁴ Inizialmente la terminologia europea divergeva da quella americana e il *venture capital* comprendeva solo l’intervento in fase di nascita delle *start up*; oggi, invece, vi è una maggiore convergenza. Con il termine “*early stage financing*” si fa riferimento all’apporto di *equity* nelle prime fasi del ciclo di vita; questo stage può essere ulteriormente suddiviso in:

- *Seed financing*, in cui non vi è ancora nulla di concreto, se non un’idea di *business* in sperimentazione, ma ancora da valutare, e un’analisi di mercato. La fase di valutazione può comportare delle criticità e, per tale motivo, richiede competenze di tipo tecnico; i finanziamenti, che difficilmente superano i 150.000 euro, sono erogati da amici, familiari, operatori pubblici, incubatori o *business angels*;
- *Start up financing*, in cui la fase di elaborazione del prodotto è stata superata, passando allo sviluppo e alla costituzione della società. I capitali richiesti sono maggiori, attorno al milione di euro, ed è in questo stadio che solitamente interviene per la prima volta un investitore istituzionale, ovvero il *venture capitalist*. Inoltre, anche se il prototipo, che prende il nome di “*minimum viable product*”¹⁵, è stato validato, la ripercussione commerciale, e quindi il successo sul mercato, è ancora sconosciuta, mantenendo elevato il livello di rischio;
- *first stage financing*, in cui anche l’aspetto commerciale è stato testato e i maggiori fondi sono funzionali ad un aumento della scala produttiva.

¹³ Moro visconti, R. (2020). I flussi di cassa previsionali nelle start-up prive di debito.

¹⁴ <https://www.aifi.it>

¹⁵ CB Insights. (2020). What is venture capital?

Le fasi appena descritte sono caratterizzate da una notevole rischiosità, per la minor presenza di garanzie e la maggiore lontananza dal futuro disinvestimento, di conseguenza il rendimento richiesto è maggiore: in uno studio sul mercato del *VC* emerge che di 885 fondi intervistati, il 62% si dedica al finanziamento di uno specifico stadio di sviluppo, di questi il 32% opta per la fase di “*early stage*”, richiedendo un rendimento medio del 33%, a fronte del 29% dei fondi dediti al “*late stage*”¹⁶.

Infine, sempre nell’ambito del *venture capital*, nonostante una parte della letteratura lo attribuisca al *private equity*, vi è quella categoria di investimento che prende il nome di “*expansion financing*”, in cui l’avvio del processo produttivo e la commercializzazione sono già avvenuti e l’impresa è in cerca, appunto, di un’espansione a livello di mercato o di prodotto. Il finanziamento, che avviene tramite aumento di capitale, anche in questo caso può essere ulteriormente suddiviso, a seconda dello stadio di sviluppo, in *second stage financing*, *third stage financing* e *bridge financing*.

Nelle fasi successive, chiamate di “*later stage*”, la società è più matura e gli operatori che più frequentemente intervengono sono i fondi di *private equity*, con operazioni di *replacement capital*, *buyout* e *turnaround financing*.

Nel mercato americano, il 2019 ha visto crescere le operazioni di *venture capital*, raggiungendo i seguenti numeri: 4.760 nel *seed stage*; 3.882 nel *early stage* e 2.717 nel *late stage*¹⁷. In Italia, nello stesso periodo, sono state 168 le operazioni di *early stage*, 48 nella fase di *expansion* e 123 i *buyout*¹⁸.

Le fasi di finanziamento sinora analizzate consentono alle *start up* di raccogliere capitale di rischio, favorendo l’accesso alle risorse per l’impresa nel breve periodo e il rendimento per l’investitore nel lungo. Questo meccanismo permette di evitare il peso del debito, in quanto sconveniente per entrambi i soggetti coinvolti nello scambio finanziario.

Il capitale di debito fornito dalle banche, *senior* rispetto al capitale di rischio, è una forma di finanziamento concessa a seguito di una rigida analisi sul merito creditizio; prevede precise scadenze per il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale, fissate contrattualmente e indipendenti dall’andamento della società. La resistenza al debito può essere analizzata sia dal punto di vista delle banche, sia da quello delle *start up* stesse. Partendo dagli istituti bancari, il primo fattore critico è l’assenza di garanzie “*asset based*” o “*cash flow based*” utilizzabili come *collateral*: le giovani imprese, operanti in settori innovati ed *high-tech*, sono dotate per lo più di attività intangibili che non garantiscono a sufficienza la banca; i *cash flow* negativi, allo stesso modo, non danno certezza della recuperabilità del credito nel breve periodo.

Ogni banca, inoltre, prima di erogare un prestito è tenuta, nel rispetto della “sana e prudente gestione”, a valutare il merito creditizio; l’articolo 5 del Testo Unico Bancario enuncia: “Prima della conclusione del contratto di credito, il finanziatore valuta il merito creditizio del consumatore sulla base di informazioni adeguate, se del caso fornite dal consumatore stesso e, ove necessario, ottenute consultando una banca dati

¹⁶ Gompers, P.A., Gornall, W., Kaplan, S.N., & Strebulaev, I.A. (2020). How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, Volume 135.

¹⁷ NVCA 2020 Yearbook, Pitchbook

¹⁸ AIFI (2019), “Il mercato italiano del venture capital, del private equity e del private debt”

pertinente”. Tuttavia, nel caso di una *start up*, la mancanza di una storia, così come di rendiconti e di bilanci passati, rende difficile l’applicazione di modelli di valutazione tradizionalmente usati dalle banche: è da qui che deriva la necessità di ricorrere a fondi alternativi, quali i *venture capitalists*, specializzati nella valutazione in fase di *early stage*.

Infine, il *Risk Appetite Framework*, introdotto nel 2013, è volto a limitare il livello di rischio che una banca può assumere e, in quest’ottica, le *start up* vengono ritenute investimenti con un profilo di rischio eccessivamente elevato: di dieci giovani imprese solo due o tre riescono a raggiungere stadi successivi di sviluppo¹⁹, mentre la probabilità di diventare una “*unicorn*” è dell’1,07%.²⁰ Le maggiori cause di fallimento sono il debole riscontro nel mercato, il deficit di liquidità; l’incompetenza del management; la sconfitta da parte dei competitor. Nel presente scenario risulta più conveniente investire in *equity*, in cui il rischio è giustificato da un maggior rendimento atteso, tanto più elevato quanto maggiore sarà il successo della *start up*: fornendo capitale di debito, invece, il guadagno si limiterebbe agli interessi prestabiliti a fronte di un rischio molto elevato.

Sono queste le ragioni per le quali le banche preferiscono lasciare strada libera al *venture capital*; inoltre, come suddetto, la convenienza sussiste anche per le *start up* finanziate.

In primo luogo, l’assenza di debito, e quindi di oneri finanziari ai quali far fronte, permette di crescere più rapidamente, beneficiando di finanziamenti a lungo termine: un livello maggiore di leva finanziaria in una fase di *cash flow* negativi sarebbe eccessivamente rischioso, sottoponendo l’imprenditore allo stress del pagamento periodico degli interessi. Inoltre, chi fornisce capitale di debito, avendo dei pagamenti “assicurati” e non diventando azionista della società, non ripone particolare interesse nella crescita di quest’ultima, ma esclusivamente nella solvibilità: i *venture capitalists*, invece, entrando nella proprietà dell’impresa, apportano non solo capitale ma anche collegamenti con esperti del settore e presenza attiva nel Consiglio di Amministrazione.

In conclusione, l’opzione del ricorso al *venture capital* è, da un lato, preferita dalle *startup* che ricevono, in tal modo, capitale “paziente”, rimborsabile in fasi successive e più profittevoli, dall’altro, è dettata dalla non bancabilità delle stesse; tuttavia, l’impatto positivo sulla reputazione della società, garantito dai fondi istituzionali, favorisce successivi accessi al credito bancario.

A sostegno della tesi fin qui supportata, le statistiche sugli investimenti in *start up* effettuati in Europa nel 2018 riportano i seguenti dati: le banche coprono il 7,4% a fronte del 26,3% dei fondi di *venture capital*.²¹ La prevalenza dei fondi istituzionali, tuttavia, può variare in base al Paese di riferimento: gli Stati “*bank-centred*”, come la Germania o l’Italia, hanno sviluppato un mercato del capitale di rischio debole rispetto a quello dei paesi “*market-centred*”, come gli USA, in cui risulta più facile la futura IPO. Nel 2020, infatti, il mercato del

¹⁹ Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., & Sandri, S. (2020). *Principi di finanza aziendale*. McGraw-Hill Education

²⁰ <https://www.cbinsights.com>

²¹ Gilson, Ronald J. and Black, Bernard S. (1998), *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets* (November 1997). *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp. 243-277

venture capital ha ricevuto 130 miliardi di dollari negli USA, raggiungendo il record storico; i numeri europei sono invece di 6,3 miliardi di euro in Germania e 0,59 miliardi in Italia.²²

1.1.2. Differenza dal *private equity*, dai *business angels* e dal *corporate venture capital*

Nelle pagine precedenti del presente elaborato è stato definito il concetto di investimento istituzionale in capitale di rischio, suddividendolo in *stage* successivi che non sempre hanno come protagonista i fondi di *venture capital*.

Nelle primissime fasi, chiamate di “*seed stage*” o addirittura di “*pre-seed*”, gli investitori più attivi sono i *business angels*. Si tratta di soggetti denominati “*high net worth individuals*”, per via delle loro cospicue disponibilità patrimoniali, che decidono di impiegare in società appena nate e, di conseguenza, molto rischiose. Essi investono in settori in cui vantano una certa esperienza, la quale rende più agevole il processo di *due diligence*. L’operazione può essere effettuata individualmente o in gruppo con altri *angel investors*, consentendo di minimizzare il rischio supportato da ognuno di essi e le perdite in caso di fallimento.

A partire dal 2010, inoltre, la riduzione dei costi di avvio di una nuova attività imprenditoriale, in parte dovuta allo sviluppo tecnologico, ha favorito l’aumento di individui con disponibilità di risorse da investire. A differenza del *venture capital*, i *business angel* non possono essere considerati intermediari finanziari, poiché i fondi messi in gioco non vengono raccolti da terzi ma sono personali; in più, nel caso dei *private angels*, non viene costituito alcun fondo istituzionale dotato di personalità giuridica e tale peculiarità permette loro di mantenere la totalità del rendimento senza pagare alcuna commissione ad un eventuale gestore.

Quest’ultima è invece una caratteristica comune al *Private Equity*, tipologia di investimento che presenta differenze più sfumate dal *Venture Capital*: si tratta in entrambi i casi di fondi che raccolgono capitale da terzi, allocandolo in imprese con elevato fabbisogno finanziario. Il *VC* viene spesso considerato un sotto insieme del *private equity*, definito dall’AIFI come segue: “termine utilizzato per indicare, in modo generale, l’attività dell’investitore nel capitale di rischio”. Tuttavia, la distinzione comunemente accettata riguarda la fase di intervento e gli obiettivi: il *PE* finanzia stadi di sviluppo più maturi ed imprese più consolidate rispetto al *VC*, con la finalità di aiutarle in momenti di difficoltà successivi all’avvio e in procedure di ristrutturazione.

Infine, un *business* diffuso negli ultimi anni tra alcune grandi imprese consiste nel fornire capitale di rischio a iniziative imprenditoriali altamente promittenti e innovative, agendo così da *venture capitalist*: questa forma di finanziamento prende il nome di *Corporate Venture Capital*. L’impresa erogatrice di fondi ne trae un duplice beneficio: non solo realizza un guadagno in caso di crescita del valore delle azioni sottoscritte ma, spesso, lo scopo è quello di finanziare innovazioni che possano essere successivamente utilizzate a proprio vantaggio. D’altronde, i privilegi della grande dimensione devono spesso fare i conti con altrettanti ostacoli: in particolare, la maggiore inerzia al cambiamento e, quindi, la difficoltà ad innovare, rendono necessaria la ricerca di novità provenienti dall’esterno, attraverso la c.d. “*open innovation*”. Il *corporate venture capital*

²² <https://www.statista.com>

unisce così, allo scopo finanziario, un obiettivo strategico e, a partire dagli anni '90 del secolo scorso, società che avevano sempre contato sulle proprie unità di *R&D*, cominciarono a considerare le potenzialità delle piccole imprese, avvantaggiate da una maggiore flessibilità. Un esempio ne è Intel, che ha recentemente agito da *corporate venturer* nei confronti di 1300 *startup*²³. Il contributo del *CVC* non si limita all'apporto di risorse finanziarie ma, spesso, fornisce consulenza, infrastrutture per la realizzazione del progetto, aiuti nel *marketing* e, soprattutto, un maggiore credibilità all'impresa. Tuttavia, motivazioni legate al conflitto di interessi potrebbero disincentivare le *start up* a ricevere fondi da grandi società e, di conseguenza, a queste ultime non resta che investire indirettamente, tramite fondi di *VC*.

1.1.3. Panorama del *Venture Capital* in Italia

La diffusione del *venture capital* in Europa è iniziata con qualche anno di ritardo rispetto agli Stati Uniti; un decisivo passo in avanti è stato compiuto nel 1983, con la costituzione della *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA). A partire dagli anni Ottanta, alcuni Paesi europei hanno vissuto un notevole incremento degli investimenti, pur non raggiungendo i numeri statunitensi: nel 2019 il 63% dei fondi è stato investito in America e solo il 12% in Europa²⁴. In tale scenario l'Italia ha mostrato ritmi addirittura meno sorprendenti: ancora oggi il nostro Paese si trova all'undicesimo posto in Europa per valore degli investimenti, con un ammontare di 0,59 miliardi di euro e una elevata distanza dall'Inghilterra, prima classificata con 13,5 miliardi²⁵.

Anche in Italia, come in Europa, la nascita di un'associazione rappresentativa della finanza alternativa a livello nazionale ha rappresentato un momento decisivo: nel 1986, tre anni dopo la nascita dell'EVCA, è stata fondata l'Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento (AIFI); nel 1994 ha preso il nome di Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio; nel 2003 Associazione Italiana del *Private Equity e Venture Capital*; infine, nel 2014, è stato aggiunto alla denominazione del 2003 il *Private Debt*²⁶. La *mission* che fin da subito ha guidato l'operato dell'Associazione si può evincere da un manifesto che quest'ultima pubblicò nel 2000: "A.I.F.I., Associazione Italiana degli Investitori nel Capitale di Rischio, è sin dalla sua nascita impegnata per la promozione e lo sviluppo del mercato del *venture capital* e del *private equity* in Italia. In tale ottica ha anche sviluppato un'intensa attività di dialogo con le istituzioni governative, legislative, regolamentari e di vigilanza, al fine di contribuire a creare un contesto favorevole alla crescita del settore e al raggiungimento di standard di competitività internazionali"²⁷.

Tuttavia, a causa della scarsa propensione al rischio e dell'insufficiente sviluppo del mercato azionario, il valore degli investimenti in Italia nel 2000 era ancora modesto, seppur avesse mostrato miglioramenti. Negli anni precedenti, infatti, i successi del settore *dell'information technology* portarono a maggiori investimenti

²³ Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., & Sandri, S. (2020). Principi di finanza aziendale. McGraw-Hill Education

²⁴ KPMG Enterprise (2019), Venture Pulse Q1 2019: Global analysis of venture funding

²⁵ <https://www.statista.com>

²⁶ <https://www.aifi.it>

²⁷ AIFI (2000), Manifesto. Lo sviluppo degli start-up tecnologici e delle growing company in generale

in *start up* innovative: mentre nel 1998 l'ammontare investito in fase di *early stage* era di 109 milioni di euro e 104 milioni gli investimenti in *high-tech*, nel 2000 i rispettivi numeri arrivarono a 540 milioni e 672 milioni²⁸. Allo stesso modo, nel 1998 la percentuale di fondi di *venture capital* impiegata nel settore informatico era minore del 10% e il primato spettava al settore manifatturiero, poco sotto il 60%; due anni dopo, i pesi si invertirono letteralmente. Quando la bolla delle imprese di *internet* scoppiò, gli investimenti italiani in *early stage* calarono drammaticamente, raggiungendo i 59 milioni nel 2003. Nonostante ciò, gli anni successivi furono caratterizzati da un *trend* positivo degli investimenti in *venture capital*, che si incrinò nel 2008 a causa della crisi finanziaria e riprese negli anni successivi, sfiorando i 10 miliardi di euro nel 2018²⁹.

Gli ultimi dati disponibili a proposito del mercato italiano riguardano il primo semestre del 2020: i capitali raccolti ammontano a 960 milioni di euro (435 nello stesso periodo del 2019); di questi, il 43,3% proviene dal settore assicurativo, il 15,9% dal settore pubblico e fondi istituzionali e l'1,1% dalle banche; la quota indirizzata al comparto dell'*early stage* è del 19% (+9% rispetto al 2019). Inoltre, gli investimenti sono stati di 1.880 milioni di euro (2.518 nel 2019), il 53% effettuati nel Nord Italia e il 9% all'estero; i disinvestimenti sono diminuiti, passando da 886 milioni nel primo semestre 2019 a 395 milioni nel 2020. Infine, è interessante osservare la distribuzione per settori avvenuta nel periodo in esame: ai primi posti ci sono 37 operazioni nel settore ICT e 21 in ambito medicale; osservando gli stessi settori in ambito *high-tech*, i numeri sono rispettivamente 17 e 14³⁰.

Con l'avvento dell'emergenza sanitaria l'AIFI ha studiato l'impatto della pandemia attraverso un'analisi quantitativa, condotta somministrando questionari a 75 soci, 19 dei quali operanti nel *venture capital*. La percentuale più alta di partecipanti, ovvero il 26%, sostiene che le valutazioni del settore medicale miglioreranno, seguita dall'*ICT* con il 22%; al contrario, lo 0% prevede un peggioramento per il settore medicale e meno dell'1% per l'*ICT*. A causa della pandemia, le previsioni per i prossimi mesi non includono disinvestimenti e, infatti, il 47% dei rispondenti sostiene che le fasi di *exit* si allungheranno di un anno, preferibilmente con vendita ad alti soggetti finanziari (*private equity* e non), per via del maggiore danno subito dai canali di *IPO* e *M&A*³¹.

Per quanto riguarda il futuro, l'emergenza sanitaria ancora in corso ha stimolato un aumento dei processi di *due diligence* e della capacità di minimizzare i rischi in caso di eventi straordinari, cercando di salvaguardare il settore in questione per il quale, in un paese come l'Italia che nel terzo trimestre del 2020 conta 12.068 *start up* con un capitale sociale di 689.832.478 €, è auspicabile un esponenziale sviluppo. A questo scopo, la Legge di Bilancio del 2019, tra le varie misure relative al *venture capital*, ha istituito un fondo di sostegno statale; inoltre, le modifiche del decreto "Rilancio" (Decreto n. 34/2020) hanno previsto misure di incentivazione all'investimento in capitale di rischio di *start up* innovative: le persone fisiche o giuridiche che investono in *venture capital* sono esentate dall'imposizione sui proventi e non sono soggette a limite sull'ammontare investito.

²⁸ AIFI (2004), Manifesto AIFI: Proposta per sostenere la nascita e lo sviluppo di nuove imprese high tech

²⁹ AIFI, Dati di mercato

³⁰ Idem

³¹ AIFI, L'impatto della pandemia sul settore del Private capital

1.2. Il funzionamento dei fondi di *Venture Capital*

Nel paragrafo precedente sono stati analizzati gli aspetti caratteristici del *venture capital* e il ruolo che esso riveste nel sostegno di imprese in fase di *early stage* o *expansion financing*: in modo diretto, fornendo risorse finanziarie e consigli a livello manageriale, e indiretto, permettendo l'accesso delle *start up* al *network* di individui rilevanti nel settore di riferimento. Inoltre, è stato specificato che si tratta di investimenti molto rischiosi, in mercati dinamici, ma che presentano prospettive di crescita e di rendimento eccellenti, seppur incerte.

L'attività di raccolta di risorse da soggetti in *surplus* e l'impiego verso giovani imprese in *deficit*, ancora non pronte al “*going public process*”, consente di collocare i fondi di *venture capital* nel mondo degli intermediari finanziari. Tuttavia, il ruolo attivo da essi svolto nella crescita dei soggetti finanziati crea una netta distinzione rispetto ad intermediari tradizionali, quali le banche.

La capacità del *venture capitalist* nell'aumentare le possibilità di sviluppo, e di una potenziale quotazione in borsa, sono dovute alla dimestichezza di questi fondi, specializzati *nell'early stage*, nel concludere affari con società ancora immature: il 42% delle imprese che si sono quotate in America tra il 1974 e il 2015 sono state sostenute da un fondo di VC³². Le abilità si sostanziano in processi di *due diligence* accurati rispetto a quelli che altri investitori potrebbero condurre, in fasi distinte e successive per la conclusione dell'operazione, nel mantenimento di rapporti trasparenti con le *startup* finanziate al fine di ottenere migliori *performance*. Tali caratteristiche, riguardanti il funzionamento degli operatori nel mercato del *venture capital*, saranno oggetto di approfondimento del presente paragrafo.

1.2.1. La struttura: *limited partner* e *general partner*

L'attività di *venture capital* viene svolta da società che possono assumere diverse strutture; tuttavia, qualunque sia la forma societaria scelta, si avrà sempre una composizione dello stato patrimoniale che vede nel passivo le risorse raccolte dagli investitori del fondo e nell'attivo, in contropartita, le partecipazioni in imprese emergenti, che vengono infatti finanziate attraverso l'investimento in *equity*.

In particolare, le forme che possono essere adottate sono le seguenti: società per azioni; fondi chiusi di investimento e *limited partnership*.

Nelle S.p.a. i soggetti che finanziano la società, ovvero gli azionisti, hanno il duplice ruolo di apportare risorse e di occuparsi della gestione. Vi è, inoltre, uno svantaggio dal punto di vista fiscale: la realizzazione di *capital gain*, ovvero della principale fonte di guadagno che si ottiene dall'investimento in *startup* che prospettano una rapida crescita, è soggetta a tassazione in capo alla società.

³² Gornall, W. & Strebulaev, I. A. (2015). The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies. Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 15-55

La seconda possibilità è quella di optare per un fondo mobiliare chiuso di investimento: si tratta di fondi comuni in cui la definizione del numero di quote e la raccolta di capitale avvengono al momento della costituzione, senza possibilità di effettuare successivi aumenti o accogliere nuovi investitori; analogamente, la scadenza del rimborso viene prefissata contrattualmente, impedendo ai sottoscrittori di liquidare anticipatamente l'investimento. Questo meccanismo impone una valutazione più rigorosa dell'impresa *target* da parte del fondo, al fine di evitare che la vita utile prestabilita non sia sufficiente ad effettuare un disinvestimento remunerativo.

I fondi mobiliari chiusi coinvolgono quattro principali soggetti: i sottoscrittori, che forniscono le risorse finanziarie acquistando quote del fondo nella fase di *fundraising*, la quale prevede un solo *round* come suddetto; la società di gestione (o *management company*), indicata con la sigla SGR in Italia, autorizzata in via esclusiva ad amministrare il patrimonio del fondo e ad effettuare il disinvestimento finale; l'azienda *target*, la quale riceve *equity* in cambio di azioni; infine, il fondo stesso, che raccoglie risorse dai sottoscrittori, per poi finanziare le startup e ricevere in cambio le azioni di queste ultime. A differenza dei fondi aperti, oltre all'impossibilità di entrare ed uscire in momenti diversi di quelli stabiliti, il TUIF definisce "chiusi" quei fondi comuni che investono in strumenti finanziari non quotati sul mercato, come avviene tipicamente nel *venture capital*; infine, un'ulteriore caratteristica consiste nell'autonomia patrimoniale del fondo, della società di gestione e dei sottoscrittori³³.

La struttura in esame è stata la prima ad essere adottata dalle società di *venture capital*: l'*American Research and Development (ARD)* era, infatti, un fondo chiuso quotato, che raccoglieva capitali principalmente da individui privati per investirli a lungo termine. Negli anni successivi la struttura dei vari fondi non mutò e, ancora oggi, essa ha un ruolo dominante in Italia per la gestione collettiva del risparmio.

L'ultima opzione è quella della *limited partnership*, la quale è stata introdotta per la prima volta nel 1958, sulla falsa riga di analoghe strutture nell'ambito del *real estate*, e si è diffusa a macchia d'olio a partire dagli anni '70, fino ad arrivare a dominare il mercato americano negli anni '90³⁴.

La durata della *partnership* varia tra i 7 e i 10 anni: nei primi due o tre anni si effettuano gli investimenti, questi ultimi durano circa cinque anni e, infine, negli ultimi due o tre vengono smobilizzati. Finita la vita utile del fondo, la partecipazioni non ancora liquidate vengono ripartite e gestite direttamente dagli investitori.

Una *limited partnership* è caratterizzata dalla simultanea presenza di due tipologie di soci con ruoli differenti: i *general partner*, ovvero la società di gestione, e i *limited partner*. Nel primo caso si tratta di azionisti con responsabilità illimitata nei confronti del fondo che, nonostante ne possano sottoscrivere le quote, hanno come compito principale quello della gestione e del controllo. Come ricompensa dell'attività svolta ricevono una *management fee* e i *carried interests*: rispettivamente, una commissione per i costi di gestione, attorno al 2% del capitale, e una quota di partecipazione al rendimento complessivo generato, solitamente pari al 20%³⁵. Quest'ultima può variare in base vari aspetti: la percentuale di partecipazione ai guadagni applicata e l'*hurdle*

³³ <https://www.borsaitaliana.it>

³⁴ Gompers, P., & Lerner, J. (2001), The Venture Capital Revolution. The Journal of Economic Perspectives 15, no. 2

³⁵ De Feo, L. (2014). La valutazione d'azienda nelle operazioni di private equity [Tesi di Laurea magistrale, LUISS Guido Carli].

return, ovvero una soglia minima di rendimento che il *GP* promette ai *LP*, al di sotto della quale non si ricevono i *carried interests*³⁶. La *fee*, invece, sebbene negli anni si fosse rivelata insufficiente a coprire le spese, ha rappresentato ultimamente una fonte di profitto: essa è rimasta invariata, nonostante la crescita dimensionale dei fondi abbia generato economie di scala, erodendone i costi e aumentandone il margine.

Infine, le forme di ricompensa citate per un *general partner* possono servire come meccanismo di incentivazione a far perseguire gli interessi degli investitori: Gompers e Lerner, in uno studio del 1999 condotto in America, dimostrarono che i fondi più giovani tendono ad avere *management fee* superiori rispetto ai *carried interest*, provocando una minore sensibilità alla *performance*³⁷.

I *limited partner* si contraddistinguono per una particolare importanza per la sottoscrizione di quote del fondo, apportando la percentuale superiore di capitale; inoltre, sono tutelati da una responsabilità limitata per quanto riguarda la gestione. Il ruolo dei *LP* può essere svolto da investitori individuali, ovvero gli *high net worth individuals*, o da investitori istituzionali, ad esempio i fondi pensione, gli *hedge fund*, le università, le compagnie di assicurazione, i fondi sovrani o le banche. Nel 2018 i capitali raccolti da privati non raggiungevano il 5%, mentre quelli dei fondi pensione superavano il 45%; tra questi due estremi, il ruolo delle università è stato rilevante, non tanto per la percentuale di investimenti, quanto per la qualità degli stessi, che ha generato elevati rendimenti. Infine, all'interno di un fondo si possono distinguere *LP "junior"* e *"senior"*: questi ultimi sono investitori con una maggiore esperienza che tramandano ai primi.

L'ammontare totale che viene raccolto durante la vita del fondo prende il nome di *"committed capital"* e, nella maggior parte dei casi, la quota apportata dal *general partner* è molto esigua, attorno all'1%.

L'accordo viene formalizzato tramite un documento giuridico che prende il nome di *limited partnership agreement (LPA)*³⁸ e include tutte le condizioni e le regole di funzionamento del fondo fino alla fine del partenariato, definendo come avverrà la ripartizione degli utili tra investitori e gestore. Esso comprende, inoltre, delle clausole che tutelano i *limited partner*, esclusi dalla gestione, da comportamenti opportunistici messi in atto dal *general partner*: La limitazione di problemi di agenzia è, infatti, uno degli obiettivi che spinge a stipulare un contratto, che non sarebbe altrimenti conveniente per via dei costi che comporta in sede di negoziazione e monitoraggio dell'accordo. Un'ulteriore motivazione associata all'utilizzo dei contratti è data dalle variazioni di domanda e offerta di fondi: mentre quest'ultima tende a rimanere stabile nel breve periodo, la domanda potrebbe variare, portando ad un innalzamento dei prezzi nel mercato del *venture capital*, ovvero della commissione dovuta al *general partner*.

Fin dai primi anni le *limited partnership* sono state agevolate da un minor peso a livello normativo, sfuggendo ai vincoli dell'*Investment Security Act* del 1940; ancora oggi la regolamentazione garantisce a questa struttura una "neutralità fiscale", in quanto la tassazione avviene in capo ai *partner*, a seconda della percentuale di capitale sottoscritto, e non al livello del fondo.³⁹

³⁶ Metrick, A. and Yasuda, A. (2010). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley and Sons, Inc.

³⁷ Da Rin, M., Hellmann, T.F. & Puri, M. (2011), *A survey of venture capital research*. National Bureau of Economic Research

³⁸ Harrison R.T. & Mason C.M. (2019) *Venture Capital 20 years on: reflections on the evolution of a field*, *Venture Capital*, 21:1, 1-34

³⁹ Mishkin, F. S., Eakins, S. G., Beccalli, E. (2019). *Istituzioni e mercati finanziari*. Milano: Pearson.

1.2.2. Il processo di *decision making*: cosa cerca un fondo nell'impresa finanziata

Il finanziamento da parte di un fondo di *venture capital* rappresenta un'importante opportunità di crescita per una *startup*: i dati del mercato statunitense del 2019 mostrano che 82 *IPOs* su 192 hanno coinvolto imprese supportate da operazioni di *VC*. Tuttavia, non tutti gli imprenditori con un'idea di *business* possono beneficiarne, in quanto un processo di *decision making* porta a rifiutare una parte delle richieste, per accettare quelle che rispecchiano maggiormente i criteri di scelta del fondo. D'altronde, i *venture capitalists* sono degli intermediari finanziari e, in quanto tali, trasferiscono i fondi da investitori in *surplus* verso imprenditori con idee innovative ma privi risorse: l'efficienza di questo processo di allocazione, data da un'attenta valutazione *ex ante*, è fondamentale affinché non si distrugga valore nel tempo.

Le operazioni di *venture capital* sono caratterizzate da una fase pre-investimento, in cui il fondo deve effettuare una selezione che conduca alla decisione finale e all'esecuzione del contratto. Essa si suddivide in quattro sottopassaggi:⁴⁰

- i. ricerca degli affari;
- ii. *screening*;
- iii. *due diligence*;
- iv. negoziazione.

In primo luogo, ogni fondo di *venture capital* inizia con una ricerca di investimenti e di affari che possano aumentarne la redditività e la reputazione, incanalando proposte provenienti da imprenditori in cerca di finanziamenti, da conoscenti dei *partner*, da altri fondi o, in alcuni casi, ricercate dal fondo stesso.

In seguito, le proposte che non sono state scartate, in quanto non ritenute fin da subito poco convincenti, raggiungono la fase successiva di *screening*. Quest'ultima risulta fondamentale per il processo di *decision making*: vengono infatti valutate quelle caratteristiche della *startup* che appaiono determinanti per la decisione di investimento e che rispecchiano ciò che il fondo ricerca in un'azienda.

Anche in questo caso la proposta può essere scartata o passare allo *step* successivo. La *due diligence* consiste in una valutazione ancora più approfondita e formale, in cui si analizzano i rischi del progetto prima che il contratto venga concluso. Essa può riguardare rischi interni, legati alla capacità del fondo di selezionare e monitorare gli investimenti, ed esterni, legati al successo del business; inoltre, può essere distinta in vari ambiti: di mercato, finanziaria, legale, fiscale e ambientale.

Infine, si giunge alla negoziazione, fase conclusiva durante la quale il fondo presenta un *term sheet* che la *startup* deve approvare e che solo una piccola percentuale delle imprese presenti all'inizio del percorso

⁴⁰ Cumming, D.J. (2010), *Venture capital Investment Strategies, Structures, and Policies*, John Wiley and Sons, Inc.

riescono a raggiungere: su una media di 1000 imprese che presentano un *business plan*, solo 10 operazioni vengono portate a termine; per il settore *hightech*, di 151 affari se ne conclude uno.⁴¹

Il processo di *decision making* appena descritto non sempre segue una logica razionale, soprattutto quando la valutazione viene effettuata da *venture capitalists* con un'esperienza pregressa che li porta ad adottare delle scorciatoie decisionali, chiamate euristiche: di fronte ad una proposta di investimento, non valuteranno tutte le informazioni disponibili, ma decideranno in base ad un "modello mentale" e a dei *bias* cognitivi che, spesso, portano a sottovalutare alcuni dati rilevanti per una decisione ottimale.

Tuttavia, vi sono delle caratteristiche specifiche che un fondo istituzionale ricerca in una *startup*, identificate in un recente sondaggio condotto in America su 885 *venture capitalists*⁴².

In primo luogo, il *management*, di cui vengono valutate le competenze tecniche e manageriali, così come l'esperienza pregressa, è considerato importante dal 95% dei rispondenti: doti di *problem solving*, credibilità, *leadership* e un passato all'interno di una *startup* diventata "*unicorn*", sono considerate ottime qualità.

I prodotti/servizi e il mercato di riferimento hanno delle percentuali di importanza rispettivamente del 74% e 68%: un fondo si attende di valutare progetti in cui vi sia un elevato contenuto innovativo e una bassa sostituibilità dei prodotti. Allo stesso tempo, l'offerta deve rispecchiare l'esigenza del mercato al quale ci si vuole rivolgere: quest'ultimo deve essere abbastanza ampio e dinamico affinché vi siano prospettive di crescita per la *startup*, la quale deve saper rispondere a tale dinamismo. Se il mercato rimanesse una nicchia eccessivamente ristretta, infatti, le possibilità di rendimento per il *venture capitalist* sarebbero insoddisfacenti. Alcuni fondi, infine, hanno dichiarato di valutare principalmente lo stadio di sviluppo, il settore di riferimento, l'area geografica nella quale si va ad investire, le prospettive di disinvestimento e il tasso di rendimento.

Un ulteriore criterio per valutare se l'investimento rispecchi ciò che il fondo ricerca sono i documenti redatti dall'impresa *target*:

- il *business plan*, il quale rappresenta il documento più rilevante sul quale i *venture capitalists* si focalizzano e un parametro decisivo per l'83% dei soggetti intervistati: esso comprende vari elementi di previsione e sintesi di quello che è il progetto d'impresa in questione;
- i report economico-finanziari potrebbero non rappresentare un criterio di selezione altamente incisivo, in quanto con un'impresa ai primi stadi del ciclo di vita non è possibile basarsi su bilanci passati; inoltre, per una *startup*, la documentazione richiesta deve sottostare a regole meno rigide. Tuttavia, nonostante questi limiti e l'onerosità della raccolta di dati per la redazione di *report*, i benefici nel fornire informazioni sulle *performance* economico-finanziarie potrebbero superare i costi per giovani imprese. Relativamente a queste ultime, infatti, essendo appena nate e non quotate è difficile che gli investitori riescano a trovare i dati necessari al processo di *decision making*, con conseguenti problemi di asimmetria informativa, che provoca selezione avversa *ex ante* e azzardo morale *ex post*: questi

⁴¹ Gompers, P.A., Gornall, W., Kaplan, S.N. & Strebulaev, I.A. (2020), How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, Volume 135; AIFI, Pricewaterhousecoopers (2000), "Guida pratica al capitale di rischio"

⁴² Gompers, P.A., Gornall, W., Kaplan, & Strebulaev, I.A. (2020). How do venture capitalists make decisions?, *Journal of Financial Economics*, Volume 135.

rischi potrebbero frenare i finanziatori nell'impiegare risorse "ad occhi chiusi". In questo scenario, diventa conveniente per la *startup* fornire quante più informazioni possibili, che attraggano investitori e che, riducendo il rischio, abbassino il costo dell'*equity*. A questo proposito, un questionario somministrato a 262 startup ha rivelato che circa il 60% ritiene di voler redigere ogni mese il conto economico, il 66% il prospetto dei flussi di cassa e il 32% una previsione sulle vendite⁴³.

La fase preliminare di *decision making* si conclude con la selezione degli investimenti che il fondo ritiene opportuno effettuare, dando avvio alle fasi successive che verranno discusse di seguito.

1.2.3. Il processo di investimento nelle operazioni di *Venture Capital*

Un'operazione di *venture capital* può essere scomposta in una sequenza di fasi che costituiscono il cosiddetto "venture capital cycle":

- i. raccolta di capitali
- ii. investimento
- iii. disinvestimento

La prima fase (i) è fondamentale affinché il fondo abbia risorse a sufficienza da impiegare in opportunità di investimento profittevoli. I soggetti coinvolti nella raccolta sono, nella maggior parte dei casi, investitori istituzionali, *high net worth individuals* o fondi di fondi. I *venture capitalists* determinano un ammontare massimo di risorse da raggiungere e un impiego minimo che può essere effettuato da ogni *limited partner*.

L'ammontare di capitali raccolti ha subito variazioni nel corso degli anni e queste oscillazioni sembrano avvenire principalmente in corrispondenza di due fenomeni. Il primo consiste in cambiamenti del quadro normativo inerente al mercato del *venture capital*: nelle pagine precedenti di questo elaborato è stato citato il ruolo della riforma che ha autorizzato investimenti dei fondi pensione americani, così come l'impatto generato da un aumento o una riduzione dell'aliquota applicata ai guadagni in conto capitale. Il secondo fenomeno, invece, è legato alla movimentazione dei mercati: è stata rilevata una correlazione positiva tra il numero di *IPO* e la contestuale raccolta di risorse da parte dei fondi di *venture capital*, entrambi cresciuti all'inizio degli anni '80 e '90⁴⁴. Questo legame potrebbe essere dovuto al fatto che un mercato azionario attivo permette di liquidare più facilmente gli investimenti attraverso, appunto, una futura quotazione.

La crescita di capitale raccolto, inoltre, rischia di condurre a una situazione descritta dalla frase "too much money chasing too few deals"⁴⁵: ovvero, un'eccedenza di risorse disponibili rispetto alle opportunità di investimento.

⁴³ Cassar, G. (2009). Financial Statement and Projection Preparation in Start-up Ventures. *The Accounting Review*, 84(1), 27-51. 5

⁴⁴ Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168.

⁴⁵ idem

L'EVCA effettua una ripartizione di sette sottofasi che si verificano durante la raccolta di capitale: identificazione del mercato *target*, al quale rivolgersi per richiedere capitali; *pre-marketing*, ovvero selezione dei migliori investitori; strutturazione del fondo; preparazione e distribuzione del materiale di *marketing*, quindi di un documento di presentazione; incontri con i potenziali investitori; preparazione della documentazione legale; chiusura.⁴⁶

La seconda fase (ii), quindi il vero e proprio investimento, concretizza il passaggio di risorse dagli investitori alla *startup*, tramite l'intermediazione dal fondo di *venture capital*. Si tratta di una fase di cruciale importanza soprattutto per le imprese finanziate che, a causa dell'elevato livello di incertezza e di rischiosità, difficilmente attraggono finanziatori diversi dai *venture capitalists*, i quali riescono a moderare il rischio grazie a meccanismi di valutazione più accurati, già discussi a proposito del processo di *decision making*.

La fase di investimento deve avvenire nel rispetto di due principi fondamentali del *venture capital*: investire solo a condizione che si intravedano potenzialità di crescita nel *business plan* presentato e fornire il capitale in *round* di finanziamento distinti. Quest'ultimo rappresenta allo stesso tempo un meccanismo di protezione del fondo, il quale limita le perdite che si verificherebbero nel caso in cui il progetto finanziato non dovesse andare a buon fine, e uno strumento di incentivazione per l'impresa, che solo a seguito del raggiungimento di determinati obiettivi (c.d. *milestone*), raggiunti con *performance* soddisfacenti, accederà al prossimo *round* di finanziamento, con la possibilità di ricevere maggiori risorse. Contrariamente, *performance* deludenti comportano una riduzione delle risorse erogate o l'uscita definitiva dall'affare. Inoltre, l'aumentare degli investimenti origina i c.d. *takedown*: il fondo, soddisfatto delle *performance* della *startup*, decide di erogare ulteriori risorse e, di conseguenza, richiama i capitali promessi dai *limited partner*.

I *venture capitalists*, in fase di investimento, tendono a non focalizzarsi su una sola impresa, in quanto legare la redditività del fondo esclusivamente a quest'ultima si rivelerebbe eccessivamente rischioso: la strada che perseguono è quella della diversificazione, la quale permette di ridurre la parte di rischio intrinseca alla singola *startup*, ovvero il rischio specifico. Alternativamente, un'ulteriore strategia che consente ai fondi di "salvaguardare" le proprie risorse consiste nella creazione di un *coinvestment network*⁴⁷: esso non è altro che una collaborazione di più fondi, i quali uniscono le rispettive competenze per effettuare migliori decisioni di investimento e creare maggior valore, sia per sé stessi che per le *startup* finanziate. Lerner, a tal proposito, specificò che la collaborazione avviene spesso tra fondi con un livello pressoché uguale di esperienza, in quanto vi è scarso interesse nel cercare il sostegno in fondi più giovani e meno esperti⁴⁸.

Il portafoglio del fondo potrebbe presentare una focalizzazione su uno specifico settore industriale, ad esempio favorendo le *startup high tech*, su una specifica area geografica, semplificando così la fase di monitoraggio, oppure su uno stadio di sviluppo, tipicamente *l'early-stage* nel *venture capital*.

Infine, una recente proposta di sviluppo per la fase di investimento nel mercato del *venture capital* propone di includere esperti in settori innovativi all'interno dei fondi, dalle biotecnologie all'*high tech*, così da incubare

⁴⁶ <https://www.evca.org>

⁴⁷ Moro visconti, R. (2008). Investimenti in private equity e venture capital: problemi di governance e conflitti tra stakeholders. banche e banchieri.

⁴⁸ Gompers, P. & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. Journal of Economic Perspectives.

e finanziare idee sviluppate internamente, e non solo progetti di imprenditori esterni, che generano maggiore incertezza sugli sviluppi futuri e sull'onestà del soggetto finanziato⁴⁹.

Nella fase di disinvestimento (iii), infine, il *venture capitalist* esce dall'affare, ottenendo un rendimento con il quale remunerare i *limited partner*: i *venture capitalists* sono, infatti, investitori "temporanei"⁵⁰ e la maggior parte del guadagno che essi ottengono dalle azioni sottoscritte deriva dai *capital gain*, i quali possono essere realizzati solamente liquidando le relative partecipazioni. Tuttavia, non è detto che l'operazione vada a buon fine e, nel caso in cui il valore del finanziamento venga distrutto anziché aumentato, il fondo potrebbe dover procedere con un "write-off", ovvero la cancellazione dall'attivo del proprio bilancio.⁵¹

Una prima modalità di *exit* è quella dell'*IPO*, attraverso la quale l'impresa avvia il "going public process", rendendo le azioni accessibili al pubblico di investitori sul mercato. Come già detto in precedenza, il numero di *IPO* effettuate da imprese "venture-backed" è oggi elevato ed è cresciuto costantemente dal 1980.

Le azioni detenute dal fondo non possono essere vendute contestualmente alla quotazione (clausole di *lock up*), in quanto il mercato ne coglierebbe un segnale negativo, incidendo sul valore dei titoli. La presenza di un fondo di *venture capital*, inoltre, ha diversi effetti sulle conseguenze dell'*IPO*. In primo luogo, il fenomeno dell'*underpricing* fa sì che durante la prima giornata di negoziazione il valore di mercato delle azioni appena quotate cresca incredibilmente, con dei rendimenti medi che in Cina arrivano a sfiorare il 140%⁵². Tuttavia, in sede di *IPO* di un'impresa finanziata da un *venture capitalist* tale fenomeno è meno accentuato e la motivazione risiede nel fatto che la sottovalutazione è spesso inferiore per via del monitoraggio al quale queste imprese sono state sottoposte da parte del fondo. I *VCs*, inoltre, hanno maggiori competenze nel valutare se risulti conveniente o meno portare l'impresa verso il "going public process", a seconda del prezzo al quale riuscirebbero a vendere le azioni.

I costi generati dalle *IPO*, tuttavia, portano a considerare strade alternative per uscire dall'investimento.

Una di queste è la cessione, la quale può essere distinta in forme differenti a seconda dell'acquirente: se effettuata nei confronti di un'altra impresa, solitamente di grandi dimensioni, si parla di *trade sale*; con un fondo di *private equity* o di *venture capital* si parla di *replacement* e *secondary buy back*; infine, si ha un *buy back* in caso di riacquisto del socio fondatore.

La scelta tra *IPO* e cessione è influenzata da fattori che ne determinano la convenienza: gli andamenti del mercato azionario stabiliscono se l'eventuale prezzo di vendita dei titoli risulti favorevole o meno; la cessione, invece, potrebbe non essere desiderabile in situazioni in cui i fondatori desiderino mantenere il controllo, come avverrebbe in caso di *IPO*, attraverso la quale il fondo si limiterebbe a liquidare la propria partecipazione.

Infine, il report di *Invest Europe* redatto nel 2019 relativo al mercato del *venture capital* europeo attesta i seguenti risultati: la fase di raccolta ha coinvolto 14,8 miliardi di euro (12,6 nel 2018) e 246 fondi; della fase di investimento ne hanno beneficiato 4696 imprese con un ammontare totale di 10,6 miliardi di euro (8,9 nel

⁴⁹ Lerner, J. & Nanda, R. (2020). Venture Capital's Role in Financing Innovation. *The Journal of Economic Perspectives*

⁵⁰ Il periodo di investimento corrisponde a circa 7-10 anni

⁵¹ Bottazzi, L. & Da Rin, M. (2002). Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. *Economic Policy*. 17. 229-270.

⁵² Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., & Sandri, S. (2020), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Education

2018); infine, sono stati disinvestiti 2,5 miliardi (2,3 nel 2018), di cui il 34% tramite *trade sale* e il 17% tramite *IPO*.

1.2.4. Rapporto tra fondo investitore e impresa finanziata: *moral hazard* e *agency theory*

L'attività di un fondo di *venture capital* si esaurisce, a titolo esemplificativo, nelle fasi di raccolta, investimento e disinvestimento; tuttavia, questa sequenza deve essere completata con ulteriori passaggi senza i quali il fondo non potrebbe sopravvivere. Lo stadio dell'investimento, infatti, è accompagnato da un'ulteriore fase *ex-ante* ed una *ex-post*: nel primo caso, si tratta del processo di *decision making* sopra descritto; nel secondo caso, si fa riferimento al monitoraggio del portafoglio che il *venture capitalist* gestisce.

Per comprendere da cosa derivi la necessità di un'accurata supervisione bisogna capire cosa si intenda quando si parla di *agency theory*.

Quest'ultima fa riferimento al rapporto contrattuale che sorge tra un soggetto, detto *principal*, ed un altro, detto *agent*: il secondo viene delegato dal primo affinché agisca nei suoi interessi; tuttavia, l'*agent* potrebbe non rispettare il compito che gli è stato assegnato ed agire a proprio vantaggio, danneggiando il *principal*.

L'*agency theory* è strettamente legata al concetto di asimmetria informativa, ovvero una situazione in cui si crea uno squilibrio tra le informazioni possedute dai soggetti coinvolti in una transazione, con la conseguenza che una delle parti viene ostacolata nel prendere una decisione giusta e pienamente consapevole.

Prima della conclusione di un contratto, la mancanza di dati necessari ad effettuare una corretta valutazione potrebbe condurre a scegliere la controparte sbagliata, generando un problema di selezione avversa: il c.d. "*market for lemons*" di Akerlof. Analogamente, l'impossibilità di ottenere informazioni sulla condotta della controparte a contratto concluso non consente di valutare se essa stia rispettando gli impegni prestabiliti, esponendo al rischio di azzardo morale.

Nel mercato del *venture capital*, questo tema assume particolare rilevanza per la duplice possibilità che si generino costi di agenzia: nel rapporto tra il fondo e i *limited partner* che forniscono le risorse e nel rapporto tra il fondo e le *startup* finanziate.

Nel primo caso, dal momento che i *limited partner* detengono una responsabilità limitata, essi non sono coinvolti nella gestione e potrebbero non essere in grado di valutare che il fondo stia facendo buon uso delle risorse che essi hanno fornito. Nel secondo caso, visto l'elevato livello di incertezza che caratterizza una *startup* nelle prime fasi del ciclo di vita e vista la carenza di informazioni su una nuova impresa, il fondo potrebbe effettuare una valutazione erronea circa la *startup* che conviene finanziare (selezione avversa) o esporsi al rischio che quest'ultima non utilizzi le risorse con l'obiettivo di massimizzarne il valore (azzardo morale).

Tuttavia, i *venture capitalists* si contraddistinguono, tra gli intermediari finanziari, per la loro abilità nel ridurre i problemi che le asimmetrie informative generano e, proprio per questo, risultano spesso gli unici disposti a fornire capitale di rischio in condizioni di elevata incertezza.

La fase di monitoraggio del portafoglio si sostanzia in un insieme di meccanismi che salvaguardano il fondo da comportamenti opportunistici delle aziende finanziate e, di conseguenza, anche i *limited partner* che erogano capitale al fondo vengono tutelati dalla distruzione del valore degli investimenti.

Una prima modalità di controllo è data dalla presenza del fondo all'interno del C.d.A. della società: esso nomina un determinato numero di componenti che lo rappresentino, così da poter prendere parte al processo decisionale e controllare le spese. Per questa ragione i *venture capitalists* vengono considerati investitori attivi, con un beneficio a favore della *startup* stessa: l'investitore istituzionale, assistendo alle scelte aziendali, non si limiterà a fornire risorse finanziarie, ma renderà disponibili anche le proprie competenze manageriali. Infine, se l'impresa dovesse raggiungere *performance* soddisfacenti, il controllo potrebbe divenire meno rigido; al contrario, andamenti negativi potrebbero portare il fondo a sostituirsi al *management* o costituire un nuovo *team* manageriale.

Un ulteriore meccanismo di controllo, già citato a proposito della fase di investimento, consiste nella suddivisione del finanziamento in più *round*: inizialmente viene resa disponibile solo una piccola parte delle risorse e in seguito, a condizione che vengano raggiunti i *milestone* richiesti dal fondo, si passerà ai *round* successivi. Tale modalità fa sì che il fondo si tenga aggiornato sulle *performance* conseguite e che l'impresa sia incentivata a non disperdere le risorse in attività poco produttive. In un primo momento, essendo l'incertezza più elevata, il fondo opererà per *round* più brevi e un monitoraggio più rigido; queste condizioni potrebbero essere rese più o meno stringenti a seconda della condotta dell'impresa *target*.

Secondo uno studio condotto da Baker e Gompers nel 2000⁵³ i piani di *stock option* rappresentano un ulteriore meccanismo di tutela dall'azzardo morale: essi hanno rilevato che le imprese sostenute da investitori istituzionali in capitale di rischio tendono, infatti, ad erogare una quota inferiore di stipendi fissi al *management*.

Inoltre, le *startup*, restie a condividere informazioni non per motivi di opportunismo ma per paura che l'idea di *business* innovativa possa essere "rubata" dal fondo, potrebbero tutelarsi usufruendo di protezioni legali, quali i brevetti.

Per quanto riguarda i problemi di agenzia tra fondi e *limited partner*, l'EVCA ha introdotto un quadro informativo⁵⁴ con l'obiettivo di migliorare la trasparenza dei *venture capitalists* nei confronti degli *stakeholders*; inoltre, la teoria che prende il nome di "*costly contracting theory*" prevede di dover bilanciare i benefici di stipulare un contratto con i relativi costi: nel caso in questione, i *limited partnership agreement* hanno sicuramente maggiori benefici, data la possibilità di inserire clausole che vincolino il comportamento dei *venture capitalists*.

Per concludere, il tema delle asimmetrie informative rimane un aspetto delicato e critico per imprese giovani e non quotate; le *IPO* rappresentano un miglioramento in questa direzione, in quanto la quotazione implica maggiori obblighi informativi che migliorano la trasparenza, con effetti positivi sul costo dell'*equity*. Tuttavia,

⁵³ Baker, M.P. & Gompers, P.A., The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering (August 2002). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.236035>

⁵⁴ EVCA Reporting guidelines

il ruolo principale è svolto dai meccanismi sopra descritti, senza i quali si rischierebbe di passare da conflitti di interesse a “profitti di interesse”⁵⁵, in cui la parte avvantaggiata realizza migliori rendimenti a scapito degli altri soggetti coinvolti nell’operazione.

1.2.5. *Performance e redditività di un fondo*

Gli investimenti effettuati dai fondi di *venture capital* sono per definizione rischiosi. Tuttavia, uno dei cardini della finanza aziendale consiste nell’associare, ad un più alto livello di rischio, un maggior rendimento atteso. Tale correlazione è fondamentale affinché gli investitori decidano di impiegare i propri fondi in investimenti alternativi, come il *venture capital*, con notevoli profili di incertezza. La letteratura sostiene, a tal proposito, che i rendimenti attesi da un investimento in *venture capital* siano superiori rispetto a quelli osservati in mercati azionari come il *NASDAQ*: quest’ultimo è un segmento borsistico specializzato in titoli di imprese appartenenti al settore tecnologico. Anche nel *venture capital* il comparto *high tech* ha un ruolo dominante: tuttavia, i maggiori rendimenti attesi sono dovuti al fatto che a parità di rischiosità generata dal settore di riferimento, e quindi un identico beta, nel *venture capital* vi è un rischio aggiuntivo dato dalla giovane età delle imprese *target*.

Per quanto riguarda la relazione tra rischio e rendimento è stato coniato il termine di “*Babe Ruth Effect*”⁵⁶, il quale descrive la seguente situazione: i fondi di *venture capital* che tendono a valutare le *startup* al fine di investire solo in quelle più sicure, finiscono per avere rendimenti inferiori rispetto ai fondi che invece assumo maggiori rischi, sottoponendosi anche a maggiori fallimenti, riuscendo ad aumentare il rendimento complessivo, le *performance* e la dimensione. Di conseguenza, i fondi di maggiore grandezza tendono ad avere ricompense più sensibili alle *performance*, e quindi con una maggiore varianza, non solo per gli investitori ma anche per i *general partner*⁵⁷.

La pericolosità delle operazioni di *early stage financing*, che spinge al rialzo il rendimento atteso, è dovuta a diverse caratteristiche degli *asset* acquistati: in primo luogo la scarsa liquidità dell’investimento, non essendo titoli quotati e negoziabili su un mercato secondario; in secondo luogo, il modesto effetto della diversificazione, in quanto la varietà di titoli in cui i fondi possono investire hanno comunque un livello di rischio elevato e sono spesso correlati, soprattutto quando la strategia conduce a focalizzarsi in un solo settore; infine, una parte della remunerazione deve compensare le risorse e il tempo che i *venture capitalists* impiegano partecipando attivamente alle decisioni aziendali.

A differenza del capitale di debito, il capitale di rischio non garantisce il pagamento periodico di interessi e, di conseguenza, i *limited partner* potranno ottenere un rendimento solo nel lungo periodo: nel frattempo si assicurano che i *general partner* massimizzino il valore dell’impresa, così da ottenere guadagni elevati sotto forma di *capital gain*. Quest’ultimo può essere definito come segue: differenza, solo nel caso in cui risulti

⁵⁵ Moro visconti, R. (2008). Investimenti in private equity e venture capital: problemi di governance e conflitti tra stakeholders. banche e banchieri.

⁵⁶ CB Insights. (2020). What is venture capital?

⁵⁷ Gompers, P., and J. Lerner. 1999. An analysis of compensation in the U.S. venture capital partnership. *Journal of Financial Economics* 51:3–44.

positiva, tra il prezzo di vendita/rimborso di uno strumento finanziario e il suo prezzo di acquisto/sottoscrizione⁵⁸. In fase di disinvestimento, il fondo liquiderà la propria partecipazione e una percentuale del guadagno spetterà ai *limited partner*, mentre quella restante andrà ai gestori: solitamente ai primi spetta il 70-80% e ai secondi il restante 30-20%⁵⁹.

Osservando i dati storici, inoltre, è possibile constatare che in periodi in cui il mercato del *venture capital* si è mostrato più debole dal punto di vista dei rendimenti, i fondi raccolti sono stati decisamente inferiori: nel 1980 un picco del tasso di rendimento medio annuo negli *USA*, maggiore del 50%, ha provocato un miglioramento della fase di raccolta per gli anni successivi; lo stesso si è verificato negli anni '90. Tuttavia, i capitali raccolti provengono principalmente da investitori istituzionali, i quali non dedicano la maggior parte delle loro risorse al *venture capital*, ma solo quanto basta ad includere questa categoria di *asset* all'interno del loro portafoglio diversificato: da questo ragionamento discende che, da un lato, essi si aspetteranno rendimenti elevati per via del rischio sostenuto, intorno al 25% e il 35% l'anno; dall'altro, l'*IRR* non sarà l'unico criterio di scelta del fondo nel quale investire e conterranno aspetti quali la fiducia nei *partner* e il contenuto innovativo della *startup*.

In conclusione, l'aspetto fondamentale da ricordare quando si pensa alla *performance* di un fondo di *venture capital* è che, per la natura dell'operazione in fasi di *early stage*, il guadagno non si realizzerà ricevendo dividendi, ovvero una quota di utile, in quanto i flussi di cassa negativi di una *start up* non lo rendono possibile. Esso si otterrà, invece, in conto capitale (*capital gain*) e verrà monetizzato nel lungo termine.

Il tasso di rendimento può essere stimato guardando al mercato complessivo, usando indicatori come il *gross-return index*, oppure concentrandosi su un singolo fondo, attraverso l'*internal rate of return (IRR)*. Quest'ultimo assume, nella maggior parte dei casi, una forma chiamata "*J curve*":⁶⁰ si tratta di una funzione che inizialmente decresce verso tassi negativi, per poi investire il *trend* e recuperare gradualmente. Tale andamento riflette la situazione tipica di una *startup* che, inizialmente, incontra numerose difficoltà, ottenendo *performance* deludenti; successivamente, nel caso in cui riesce a superare lo stadio iniziale, la redditività potrebbe crescere incredibilmente. Da ciò discende l'incentivo dei fondi di *venture capital* ad investire in *startup* "innovative" e, negli ultimi anni, un settore nel quale la focalizzazione è in forte crescita è quello del *fintech*.

1.3. *Venture Capital* e *Fintech*: un processo di "distruzione creatrice"

Nella prima parte di questo elaborato è stato delineato un quadro complessivo che caratterizza il mercato del *venture capital*, identificando i *player* che vi operano con lo scopo di fornire risorse e *know-how*. Nelle pagine seguenti verrà discusso il ruolo che questa forma di investimento alternativo svolge in termini di motore dell'innovazione, con particolare riguardo all'innovazione finanziaria.

⁵⁸ www.borsaitaliana.it

⁵⁹ Zider, B. (1998). How venture capital works. Harvard Business Review

⁶⁰ Moro Visconti, R. (2019). The Valuation of Technological Startups.

L'obiettivo del *venture capital* consiste nel sostenere la crescita di imprese che, sebbene rischiose, presentino prospettive di sviluppo altamente promittenti per via del contenuto innovativo che le contraddistingue, ovvero quelle imprese caratterizzate dalla c.d. “*innovator strategy*”⁶¹. Se non esistessero fondi specializzati in questa particolare tipologia di investimento, le *startup* con un elevato fabbisogno finanziario avrebbero scarse probabilità di sopravvivenza: per tale ragione i *venture capitalists* possono essere considerati un vero e proprio motore dell'innovazione che, a sua volta, favorisce lo sviluppo di un Paese. Nel 2019, infatti, l'impatto del *venture capital* sul PIL europeo è stato dello 0,062%, mentre in alcuni Paesi presi singolarmente le percentuali sono state decisamente più elevate⁶².

Fin dalle prime forme di investimento istituzionale in capitale di rischio, la proposta di un *business* “rivoluzionario” ha rappresentato un fattore determinante per la selezione delle imprese *target* in fase di *early stage*. I primi fondi di *venture capital*, come già detto, nacquero infatti per finanziare gli sviluppi tecnologici della Seconda Guerra Mondiale. Negli anni a seguire questo principio non mutò: gli anni '60 e '70 videro come protagonisti il settore dei semiconduttori e quello dei *computer*, assolutamente rivoluzionari all'epoca; il decennio successivo si focalizzò sul *personal computing* e sulle biotecnologie; gli anni '90 furono caratterizzati da un'innovazione che ad oggi è per noi indispensabile, soprattutto a causa della crisi pandemica, ovvero l'*e-commerce*. Alcuni di questi settori rappresentano tutt'ora l'obiettivo di molti *venture capitalists*: il report annuale di *Invest Europe* relativo al 2019 evidenzia che la maggior parte dei capitali viene impiegata in settori altamente innovativi, quali l'*ICT* e il *biotech*.

Un'ulteriore conferma del ruolo rilevante del *venture capital* come promotore dell'innovazione è data dal fatto che alcune delle società odierne più innovative al mondo sono state sostenute, nei primi stadi del loro ciclo di vita, da fondi istituzionali operanti nel mercato dell'*early stage financing*. Un esempio a tal proposito è la *Apple*: quest'ultima, infatti, sin dal 2005 (escludendo solo il 2019) si trova al primo posto nella classifica di *Boston Consulting Group* intitolata “*The most innovative companies ranking over time*”⁶³.

Una fonte di dibattito sul tema del contributo all'innovazione riguarda la relazione di causa effetto che lega l'investimento dei *venture capitalists* e il contenuto innovativo delle *startup* finanziate: se una parte della letteratura sostiene che siano i fondi a stimolare le imprese affinché producano nuovi progetti in grado di generare cambiamenti radicali, altri studi smentiscono tale tesi. Inoltre, ad oggi non è ancora presente un metodo di valutazione certo, che definisca in termini quantitativi l'impatto della presenza di un fondo di *venture capital* sull'innovazione di un settore: la correlazione con il numero di brevetti in un determinato arco temporale, infatti, non può essere considerata una misura precisa, in quanto non è possibile affermare che vi sia un legame diretto tra le due variabili; da qui discende la possibilità, per alcuni, che il finanziamento di un fondo istituzionale specializzato sia solo un mezzo, scelto dalla *startup* con una “strategia innovatrice”, per emergere e abbreviare il *time-to-market*. A questa tesi si opposero Lerner e Kortum nel 2000⁶⁴, i quali

⁶¹ Hellmann, T., & Puri, M. (2000). The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *The Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984. Retrieved May 23, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/2646058>

⁶² Invest Europe 2019

⁶³ <https://www.bcg.com/it-it/publications/2020/most-innovative-companies/data-overview>

⁶⁴ Kortum, S., & Lerner, J. (2000). Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *The RAND Journal of Economics*.

condussero un'analisi sul tema in questione per giungere alla conclusione che il 10% dell'innovazione prodotta negli Stati Uniti tra gli anni '80 e gli anni '90 è stata incentivata da fondi istituzionali di investimento in capitale di rischio. Essi ottennero questo risultato solo dopo aver smentito argomentazioni opposte, secondo le quali il finanziamento sotto forma di *equity* non risulterebbe poi così incisivo e che l'innovazione sia stimolata da variabili esogene, ad esempio modifiche a livello normativo o il presentarsi di particolari opportunità imprenditoriali.

Nonostante questi dibattiti, in binomio *venture capital*-innovazione mantiene una posizione dominante e, a tal proposito, la presenza di un mercato del *VC* attivo viene considerata un punto di forza per il *National Innovation System (NIS)*, il quale è stato definito come segue: “ .. *the national institutions, their incentive structures and their competencies, that determine the rate and direction of technological learning (or the volume and composition of change generating activities) in a country.*” (Patel and Pavitt, 1994)⁶⁵.

Inoltre, nelle pagine precedenti di questo elaborato è stato spiegato il concetto di *corporate venture capital*, che si verifica quando l'attività *core* di un fondo istituzionale in capitale di rischio, e quindi il finanziamento di *startup* emergenti, viene svolta da grandi gruppi industriali. Questo fenomeno stimola una particolare forma di innovazione che prende il nome di “*open innovation*”: le imprese si distaccano dall'approccio tradizionale che prevede la costituzione di una funzione specifica di *R&D*, le quale incuba e sviluppa idee all'interno dei confini aziendali, e tendono ad aprire questi ultimi per incentivare il flusso di conoscenze proveniente dall'esterno. Di conseguenza, erogare finanziamenti che facilitino lo sviluppo di piccole imprese favorisce l'innovazione da un lato e la possibilità per i *corporate venturer* di usufruirne dall'altro.

Al giorno d'oggi, la presenza di nuove tecnologie altamente soggette ad obsolescenza ha esposto la maggior parte dei settori ad un forte dinamismo; questo stravolgimento rende indispensabile per le imprese adattarsi al cambiamento e cercare quante più forme di innovazione possibili. Un contributo teorico di fondamentale importanza su questo tema è stato fornito dall'economista Schumpeter nella sua opera intitolata “*Teoria dello sviluppo economico*” (1934): egli sosteneva che le imprese non si facessero concorrenza esclusivamente tramite il meccanismo dei prezzi, ma anche attraverso l'innovazione. In sintesi, le idee di *business* che non resistono ai continui cambiamenti si estinguono, per essere sostituite da nuove idee che vengono sviluppate e, a loro volta, vengono poi sostituite: questo processo dinamico di evoluzione del sistema economico prende il nome di “*distruzione creatrice*”. Tuttavia, ogni giovane impresa ha bisogno di finanziamenti che le permettano di crescere e di materializzare le proprie idee: le asimmetrie informative che contraddistinguono la fase di *early stage financing* fanno sì, per i motivi sopra citati, che solo i *venture capitalists*, in quanto specializzati in questo specifico stadio di sviluppo, siano disposti a scommettere su tali imprese, confermando il loro ruolo di promotori dell'innovazione.

La teoria elaborata da Schumpeter, oggi più che mai, trova applicazione in settori che stanno radicalmente cambiando. In tale scenario, il *venture capital* ha mostrato un ruolo sempre più attivo nella rivoluzione che riguarda l'intermediazione finanziaria a seguito della nascita del *fintech*: i dati europei dimostrano che le

⁶⁵ <https://www.oecd.org/science/inno/2101733.pdf>

risorse investite da fondi di *VC* nel settore del *fintech* siano passate da 1.198 milioni di dollari nel 2014 a 3.525 milioni nel 2018; inoltre, la più grande *startup fintech* europea, ovvero N26, è stata finanziata da fondi di *venture capital* e questo le ha consentito, nel 2019, di superare un valore di mercato di due miliardi di dollari. Per parlare del ruolo del *venture capital* nel *fintech* è necessario, in primo luogo, capire cosa esso rappresenti. Con il termine “*fintech*” si fa riferimento alla fusione tra finanza e tecnologia: “*Since the end of the first decade of the 21st century, the term has expanded to include any technological innovation in the financial sector, including innovations in financial literacy and education, retail banking, investment and even cryptocurrencies like Bitcoin*”⁶⁶. Il termine allude, inoltre, a tutte le *startup* che emergono nel settore e agli intermediari tradizionali che si avvicinano ai nuovi servizi *fintech*.

A partire dal secolo scorso, *incumbents* ben saldi in alcuni mercati sono stati sempre più sfidati da nuovi entranti che si sono presentati con una vera e propria “*disruptive innovation*”. Essa può essere descritta come l’esatto opposto dell’innovazione incrementale: mentre quest’ultima è guidata dagli *incumbents* che cercano di migliorare gradualmente la qualità della propria offerta, un’introduzione “*distruttiva*” è promossa da nuovi *competitors* che si insediano in mercati non serviti, in quanto non esistenti o di fascia bassa, per proporre nuovi modelli di *business* che finiscono per distruggere i precedenti. Sebbene inizialmente non vengano visti di buon occhio dalla domanda, riescono con il tempo ad ottenere una quota di mercato che supera quella degli *incumbents*. Questo processo ha riguardato vari settori, portando ad esempio *Blockbuster* a scomparire dietro l’ombra di *Netflix*.

Ad oggi, l’introduzione della tecnologia nel settore finanziario, nel caso in cui gli intermediari esistenti non dovessero reagire al cambiamento che li sta minacciando, potrebbe essere una vera e propria fonte di *disruptive innovation*, nonostante il tema critico della fiducia, fondamentale nell’intermediazione finanziaria, e l’elevata inerzia a riparla in servizi tecnologici.

Un punto di svolta per il *fintech* si è presentato nel 2008, quando la crisi che ha colpito il sistema finanziario ha portato a rivisitare i servizi precedentemente offerti dalle varie categorie di intermediari: la debolezza di questi ultimi e il crescente sviluppo tecnologico portarono alcuni nuovi operatori a cavalcare l’onda e insediarsi nel settore. Gli *incumbent* tradizionali, infatti, ebbero una maggiore difficoltà nel cogliere e sfruttare le potenzialità del cambiamento tecnologico che il mondo stava vivendo, per via della rigida regolamentazione che fu imposta nel periodo post-crisi al fine di evitare conseguenze ancora più disastrose di quelle che si verificarono. Le *startup* trovarono quindi una strada di accesso in spazi liberi del mercato, rivoluzionando le modalità di erogazione di alcuni servizi e facilitandone la fruizione, migliorando così la *customer experience*. Esse furono agevolate non solo dalla regolamentazione che colpì gli istituti tradizionali, ma anche da un vantaggio di costo rispetto a questi ultimi, garantito dall’utilizzo di *software* anziché di strutture fisiche, dalla crollo di fiducia nei modelli pre-crisi e della maggior abilità nello sfruttamento di *big data* per raccogliere e elaborare quante più informazioni possibili sui clienti, ottenendo anche una riduzione del rischio tipica dei

⁶⁶ <https://www.investopedia.com/terms/f/fintech.asp>

servizi finanziari: queste condizioni hanno portato ad un tasso annuo di crescita del 20%⁶⁷, con un ruolo dominante degli *USA* e della Cina, dove si trovano il maggior numero di *fintech unicorn*.

La rivoluzione *fintech* ha portato a parlare di “*open finance*”, definita dall’Osservatorio Fintech & Insurtech del Politecnico di Milano come segue: “*l’Open Innovation* applicata al settore finanziario e assicurativo, che ha l’obiettivo di catturare tutte le opportunità di business derivanti dal ricorso a risorse (idee, competenze, dati, ecc.) esterne all’azienda”. Questo cambiamento ha condotto ad un processo di disintermediazione finanziaria, ovvero la tendenza a non affidarsi più ad operatori tradizionali, privilegiando dispositivi digitali, come *computer* e *smartphone*, per ottenere gli stessi servizi, in qualunque momento e in qualunque posto.

Le *startup* che si inseriscono in questo scenario usano come vantaggio competitivo le competenze tecnologiche per concentrarsi su uno dei seguenti modelli di business⁶⁸:

- Sistemi di pagamento e *money transfer*, caratterizzati sempre di più dalla scomparsa dei contanti per lasciare il posto a pagamenti tramite *app*, *online wallet* e *instant payment*, i quali rendono le transizioni più rapide e sicure;
- *Personal finance*, ovvero piattaforme per gestire conti personali;
- *Open banking*, basato sull’offerta di servizi bancari tramite strumenti tecnologici e utilizzo di *blockchain*;
- *Peer-to-Peer lending* e *crowdfunding*, rispettivamente il trasferimento di denaro tra individui senza l’interposizione di un intermediario e la raccolta di capitali dalla folla;
- *Insurtech*, con riferimento all’applicazione della tecnologia nel settore assicurativo;
- *Regtech*, nel quale la tecnologia si applica alla regolamentazione e la vigilanza finanziaria;
- *Robo advice*, basato sull’automazione della consulenza in ambito finanziario e della gestione dei portafogli, sfruttando le potenzialità dell’*artificial intelligence* e dei *big data*;
- *Blockchain*, o *distributed ledger technology*, ovvero un registro distribuito, quindi non centralizzato, di dati a cui tutti possono accedere e che formano, appunto, gli anelli di una catena all’interno della quale tutto è tracciabile.

L’utilizzo di servizi *fintech* sopra citati è aumentato progressivamente, per i vantaggi dell’offerta e per l’impulso proveniente dal lato della domanda: le nuove generazioni sono sempre più confidenti con le tecnologie più avanzate e propensi a gestire i conti bancari accendendo il telefono, piuttosto che recandosi alla filiale di una banca con le scomodità che ne conseguono. Tuttavia, i benefici in termini di comodità e innovazione apportati dall’unione tra finanza e tecnologia si accompagnano con altrettanti rischi che questi nuovi strumenti possono comportare. Da qui discende la necessità di una normativa specifica per la quale il Parlamento Europeo ha definito i principi cardine: approccio per attività, neutralità tecnologica e

⁶⁷ <https://www2.deloitte.com/it/it/pages/financial-services/topics/fintech---deloitte-italy---financial-services.html>

⁶⁸ Banca d’Italia (2017). *Fintech in Italia: indagine conoscitiva sull’adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*; Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri (2020), “*Principi di finanza aziendale*”, McGraw-Hill Education

proporzionalità dei rischi. Una degli interventi normativi di maggior rilevanza è la direttiva Europea del 2015, la PSD2, per la diffusione dei servizi di pagamento.

1.3.1 Il ruolo del *Venture Capital* nel finanziamento delle *startup fintech*

I fondi di *venture capital* dedicano gran parte delle loro risorse a *startup* che vengono definite “innovative” in base ad una pluralità di criteri introdotti in Italia nel 2012 (DL 179/2012, art. 25, comma 2), in particolare: non possono avere più di 5 anni di operatività e un fatturato superiore ai 5 milioni di euro, non devono essere quotate, devono avere come oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di un prodotto o servizio ad alto valore tecnologico, devono rispettare specifici criteri di spesa in *R&D*, di personale dipendente e possesso di brevetti. Negli ultimi anni, tuttavia, il requisito di “elevato valore tecnologico” è stato ricercato dai *venture capitalists* in *startup* operanti nel settore finanziario, delle vere e proprie *fintech*. L’importanza di un attivo mercato del *venture capital* si estende, in questo modo, al supporto di nuovi fenomeni emergenti e *disruptive* come quello dell’unione tra tecnologia e finanza, senza limitarsi al finanziamento di innovazioni incrementali; analogamente, è di particolare interesse analizzare se il *VC* abbia inciso ed inciderà sulla sopravvivenza, nel lungo termine, del fenomeno in questione.

L’investimento istituzionale in capitale di rischio ha ormai esteso la propria presenza in tutti i segmenti in cui è possibile scomporre il settore del *fintech* (pagamenti, assicurazioni, *personal finance*...), finanziando *startup* che hanno raggiunto valori di mercato straordinari, da *Nubank* in America Latina a *Revolut* in Europa.

Bisogna tuttavia chiedersi da dove deriva il contributo che un fondo di *venture capital* è in grado di fornire ad una *startup* che offre servizi finanziari senza perdere di vista il focus tecnologico.

In primo luogo, il sostegno di un fondo si manifesta in due modalità principali: la prima consiste nell’apporto di risorse finanziarie; la seconda, invece, ha a che fare con il miglioramento delle aspettative circa le possibilità di successo, grazie al fatto di poter contare sul sostegno di un fondo in un settore in cui conquistare una quota di mercato non è scontato, visto l’elevato contenuto innovativo a cui i consumatori non sono abituati e la solidità degli *incumbent*.

In primo luogo, si verifica comunemente una correlazione positiva tra la disponibilità di fondi resi disponibili dal mercato del *venture capital* e il livello di sviluppo nel settore *fintech* del Paese. Quest’ultimo potrebbe sembrare un paradosso, considerando che si finirebbe per avere maggiori finanziamenti nei paesi in cui il processo di innovazione finanziaria è già avviato, lasciando in uno stato di arretratezza tutti quelli che, invece, presentano una maggiore inerzia. Tuttavia, vi sono delle motivazioni alla base di tale meccanismo.

La prima spiegazione trova il presupposto negli accordi di *limited partnership*: i *limited partner*, infatti, per evitare il rischio di azzardo morale da parte dei gestori tenderanno a inserire negli accordi dei vincoli spesso riguardanti il settore in cui investire; di conseguenza, laddove il settore del *fintech* non dovesse riscuotere ampio successo, difficilmente verrà imposto come obiettivo ai *general partner* e il sostegno ricevuto dal *venture capital* sarà molto scarso. La seconda motivazione è legata alla presenza di un *management*

competente, in quanto i *venture capitalist* non hanno molte informazioni relative alle *startup* e si basano spesso su fattori manageriali: in un paese in cui il *fintech* ha un numero maggiore di anni alle spalle sarà più probabile interfacciarsi con imprenditori esperti. Allacciandosi a questo tema, un ulteriore fattore che viene considerato in fase di valutazione della *startup* è la probabilità di riuscire ad insediarsi nel mercato obiettivo e, soprattutto, le potenzialità di sviluppo di quest'ultimo: laddove il *fintech* è assente, risulta difficile per un *venture capitalist* stimare la probabilità di successo e riporre fiducia nel riscontro positivo del mercato. Infine, un settore già avviato consente ai fondi di creare dei *network* con soggetti *incumbent* al fine di acquisire competenze e relazioni che riducano il livello di asimmetria informativa: anche in questo caso un sistema poco sviluppato risulta sfavorevole. Da qui discende il problema che, se da un lato le *startup fintech* trovino conveniente insediarsi dove la regolamentazione è minore, dall'altro quest'ultima è presente in zone in cui lo stato di avanzamento del settore e della rete è maggiore e, quindi, sarà più facile creare collegamenti per i finanziatori e accedere ai capitali per le neo-imprese.

Nonostante la presenza di tali potenziali ostacoli tra il *venture capital* e il *fintech*, vi sono Paesi in cui il contributo dei fondi istituzionali all'innovazione finanziaria è decisamente rilevante, soprattutto nelle fasi di *early stage*.

A livello globale, il numero di affari, e il valore di questi ultimi, tra *venture capital* e *fintech* sono cresciuti dal 2017 al 2020, con il livello più alto raggiunto nel 2018⁶⁹.

Il panorama europeo del 2019 presenta una totalità di 6,5 miliardi di dollari investiti in ambito *fintech* da parte di *venture capitalists*: nello stesso anno il settore della finanza tecnologica risulta al primo posto nella top 12 dei settori finanziati attraverso il mercato del *venture capital*⁷⁰.

Sempre in Europa, il numero di affari conclusi nel settore in questione è aumentato tra il 2014 e il 2018, passando da 144 a 367. Il coinvolgimento dei fondi istituzionali in capitale di rischio ha condotto alcune delle *fintech* europee ad essere tra le più valutate al mondo: Klarna, *startup* svedese finanziata dal Sequoia Capital, ha oggi una valutazione che supera i dieci miliardi⁷¹.

In Italia le principali fonti di finanziamento *fintech* del 2019 risultano essere il patrimonio personale e i *business angles*; tuttavia, il *venture capital* si trova al quarto posto considerando fondi internazionali e al quinto per quanto riguarda i fondi italiani. I capitali raccolti sono in crescita dal 2016 e dopo l'eccezione del picco al ribasso nel 2019, il 2020 è tornato ai livelli precedenti.

In questo contesto, le più grandi *startup fintech* del paese, ovvero *Moneyfarm*, Prima Assicurazioni e Soldo, hanno raccolto rispettivamente 115, 100 e 76 milioni di euro dalla loro fondazione⁷²; invece, la *startup* italiana che ha ricevuto maggiori capitali nel 2020 è stata *Satispay*. I fondi di *venture capital* più attivi nel settore del *fintech* tra il 2019 e il 2020 sono stati: *Sequoia Capital*, finanziando le ormai affermatissime *start up Stripe*, *Nubank*, e *Robinhood*; *500startup*; *RibbitCapital*, finanziatore di *Revolut*; *Accel*; *GFC*⁷³.

⁶⁹ KPMG (2021). Pulse of fintech H2'20

⁷⁰ EY & Fintech district (2021). FinTech waves – The italian FinTech ecosystem

⁷¹ <https://www.cbinsights.com>

⁷² EY & Fintech district (2021). FinTech waves – The italian FinTech ecosystem

⁷³ CB Insights. (2021). State Of Fintech Report: Investment & Sector Trends To Watch

1.3.2. L'interazione tra banche e *startup fintech*: da *competitor* a *partner*

Il *venture capital* si è dimostrato, in questi anni, il principale sostenitore delle *startup* emergenti nel mondo del *fintech* e, specularmente, il *fintech* ha rappresentato una vera e propria chiave strategica per i fondi, permettendo di ottenere rendimenti molto elevati. Nella maggior parte dei settori, tuttavia, avviene che siano grandi gruppi industriali, i *corporate venture capital*, a sostenere nuove iniziative imprenditoriali in fase di sviluppo: anche nel settore finanziario, di conseguenza, accade che siano gli intermediari tradizionali già affermati a sostenere l'evoluzione tecnologica.

Le logiche competitive porterebbero a pensare alle *startup* nel settore finanziario con un forte vantaggio competitivo basato sulla tecnologia come dei veri e propri *competitor* per le banche e gli altri istituti presenti nel mercato, per lo più estremamente minacciosi visto il tasso di crescita che li ha distinti negli ultimi anni. Tuttavia, un approccio esclusivamente competitivo potrebbe essere deleterio per gli *incumbent*: nonostante il sistema finanziario sia caratterizzato da *player* estremamente affermati allo stato attuale e nonostante in alcuni paesi la tendenza ad affidare i propri risparmi alla tecnologia sia ancora bassa, nel futuro si prevede una crescita del tasso di adozione, per non parlare dell'indiscutibile aumento della tecnologia in tutti i settori; di conseguenza, se ad oggi il *fintech* non è ancora un fattore totalmente “*disruptive*”, potrebbe esserlo nel giro di pochi anni se gli intermediari preesistenti non riuscissero ad adattarsi al cambiamento.

Da qui discende la necessità di un approccio collaborativo, portando alcuni *incumbent* ad agire da veri e propri *corporate venturer*. L'evoluzione del *fintech* ha, infatti, messo in evidenza quanto, nella maggior parte di casi, *start up* e banche abbiano preferito la strada della collaborazione: ogni *startup fintech* emerge con l'obiettivo di stravolgere il settore, attraversando una fase di “*disruption*”; in un secondo momento di “*discussione*” *startup* e banche iniziando a considerare i vantaggi reciproci che otterrebbero unendo le rispettive competenze; si passa così allo *step* successivo di “*partnership*”⁷⁴.

In quest'ottica, la prospettiva futura è quella di una vera e propria integrazione tra banche e servizi *fintech*, in modo tale che non siano più mondi separati, ma le parti di un insieme: per raggiungere tale obiettivo si deve prioritariamente consolidare il concetto di “*open banking*”, basato sull'apertura delle banche a innovazioni provenienti dall'esterno.

La c.d. “*fintegration*”, data dalla fusione non più tra finanza e tecnologia, ma tra *fintech* e istituti tradizionali, porterebbe reciproci vantaggi: le banche riuscirebbero ad innovarsi, senza perdere quote di mercato per via della crescente evoluzione delle *startup*, potenziate dall'incrementale sostegno del *venture capital*; allo stesso tempo, le *startup* beneficerebbero della *brand awareness* tipica di un istituto già consolidato, guadagnando punti in termini di fiducia.

La conseguenza di questo ragionamento ai fini del mercato del *venture capital* è la seguente: sebbene fondi istituzionali in capitale di rischio e banche siano spesso visti come rette parallele, con obiettivi di investimento totalmente differenti, in quanto nel primo caso viene fornito *equity* e si selezionano investimenti rischiosi,

⁷⁴ Pwc & Italian fintech observatory (2020). Fintech calls for fuels To exploit a great, maturing and increasing potential.

mentre nel secondo si tratta di debito con la richiesta di maggiori garanzie, in realtà questi due istituti potrebbero sovrapporsi nell'ambito del *fintech*. Infatti, le operazioni di *VC* dei fondi istituzionali verrebbero affiancate da quelle di *CVC*, condotte dalle banche.

Un recente esempio di questo fenomeno è fornito dal gruppo bancario olandese *ING Group*, operante su 40 Paesi con 39,3 milioni di clienti. Nel 2017 è stato lanciato il fondo di *corporate venture capital* *ING Ventures*, costituito con 300 milioni di dollari e con lo scopo di finanziare lo sviluppo del *fintech*: “*It targets disruptive technologies that have the potential to impact ING’s business and ensure customers and clients get access to best-in-class services.*”⁷⁵. Tra le *fintech* finanziate vi sono gli *unicorns* *Kabbage* e *WeLab*; attualmente il fondo dedica il 25% delle risorse a *startup fintech*, a fronte del 6% dedicate alle *non-fintech*.

Lo stesso percorso era stato avviato nel 2016 da Intesa Sanpaolo, costituendo il fondo di *corporate venture capital* *Neva Finventures*⁷⁶, il quale investe in iniziative *fintech* con possibili sinergie a beneficio del gruppo bancario. Intesa Sanpaolo ha infatti dichiarato di voler allargare la sua presenza nel *venture capital*, partecipando al 100% *Neva Finventures*, al fine di poter collaborare con le numerose *startup fintech* “potenzialmente *disruptive* per il settore”: quest’ultima affermazione del comunicato stampa di Intesa Sanpaolo dimostra come le banche siano sempre più consapevoli di doversi sostituire al *venture capital* per inglobare l’innovazione finanziaria che non riescono a generare internamente.

Le evidenze che si potrebbero citare a proposito di questa sorta di presa di coscienza, oltre alle due sopra riportate, sono innumerevoli: *CommerzVentures*, fondo di *CVC* di *Commerzbank*, la quale ha dichiarato di essere l’unico *LP*; *Mouro capital*, *CVC* di *Santander Group*; *Allianz X* e molte altre banche ancora⁷⁷.

Per quanto riguarda lo scenario italiano, la Banca D’Italia ha condotto nel 2017 un’analisi conoscitiva sullo stato di avanzamento del *Fintech* nel paese, riportando i seguenti dati: il 37% degli intermediari italiani prevede di effettuare investimenti nel breve periodo in *startup fintech*; un’uguale percentuale effettua la medesima previsione per il medio-lungo periodo; infine, il 26% non prevede alcun investimento⁷⁸.

1.3.3. Il *Fintech* come possibile bolla: distruzione del valore dei crescenti investimenti dei fondi di *venture capital*

Il *fintech* negli ultimi anni ha rappresentato un cambiamento radicale sia per il settore finanziario che per le scelte di investimento nel mercato del *venture capital*, sempre più orientato a scommettere su questo nuovo mondo.

Ogni fondo istituzionale, investendo nel capitale di rischio di imprese molto giovani e rischiose, spera in uno sviluppo soddisfacente e in una crescita della *startup*, affinché si possa arrivare al termine della *limited partnership* con un consistente guadagno in conto capitale da monetizzare e distribuire tra *limited* e *general partner*. Tuttavia, come già specificato in precedenza, la rischiosità dell’investimento in *early stage financing*

⁷⁵ <https://www.ing.com/About-us/Innovation/ING-Ventures.htm>

⁷⁶ <https://group.intesasanpaolo.com/it/sala-stampa/news/innovazione-digitale-e-fintech/2021/neva-sgr-fondazioni>

⁷⁷ Deloitte (2020). *Fintech, on the brink of further disruption*

⁷⁸ Banca D’Italia. (2017). *Fintech in Italia: Indagine conoscitiva sull’adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari.*

risiede proprio nell'incertezza futura e nella possibilità che si distrugga valore, rendendo impossibile remunerare gli investitori.

Le *startup* ad elevato contenuto tecnologico negli anni hanno generato un notevole livello di entusiasmo, soprattutto per i *venture capitalists* in cerca di opportunità profittevoli; allo stesso tempo, però, sono state protagoniste di disastrosi fallimenti. Basti ricordare lo scoppio della bolla speculativa delle imprese *dot-com*: negli anni Novanta l'incredibile disponibilità di fondi aveva portato il mercato del *venture capital* in una situazione di “*too much money chasing too few deals*”⁷⁹ e, di conseguenza, furono impiegati eccessivi capitali nelle emergenti ed attrattive imprese *Internet*, valutando il rischio in modo più superficiale di come sarebbe stato effettuato in una situazione di minore disponibilità di fondi e, quindi, di maggior parsimonia. Ben presto si creò una bolla speculativa con la quale il valore dei titoli crebbe enormemente e l'indice *NASDAQ* raggiunse livelli mai toccati precedentemente. Tuttavia, nei primi anni duemila l'entusiasmo rallentò, sgonfiando la bolla e mettendo in difficoltà il mercato del *venture capital* che aveva investito enormemente per la crescita delle *startup* in questione. In Italia, i dati AIFI riportano che, nonostante la crescita di fondi investiti alla fine degli anni Novanta, la crisi che si scatenò provocò un netto calo degli investimenti *high tech* nel mercato del *venture capital*.

Ad oggi, la sorprendente crescita del *fintech* porta a parlare della possibilità che si stia creando una nuova bolla speculativa, soprattutto per quanto riguarda *bitcoin* e *ICO*, le quali promettono di raccogliere risorse sfuggendo ai vincoli regolamentari di una classica *IPO*. L'odierna disponibilità di capitali potrebbe portare i fondi di *venture capital* ad agire con imprudenza come fecero quando videro crescere il valore delle *dotcom*; allo stesso modo, le *fintech* che oggi raggiungono lo stato di *unicorn* sono sempre più numerose ed attrattive. Se negli anni Novanta il problema fu relativo alla scarsa valutazione delle *startup* nelle quali vennero impiegate elevate risorse e sull'inefficiente monitoraggio dei *venture capitalists*, la sfida odierna dei fondi consiste nel non ripetere il medesimo errore.

A tal proposito, il capitolo successivo si focalizzerà sulla rilevanza della valutazione nelle operazioni di *venture capital*.

⁷⁹ Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168. Retrieved May 24, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/2696596>

CAPITOLO 2

VALUTAZIONE DI IMPRESA NELLE OPERAZIONI DI VENTURE CAPITAL

2.1. Il processo di valutazione in fase di *early stage*: dal valore *pre-money* al valore *post-money*

La procedura di valutazione aziendale, secondo la definizione riportata da Borsa Italiana S.p.a., non è altro che un “processo finalizzato alla stima del valore di un’azienda tramite l’utilizzo di uno o più metodi specifici”. Determinare il valore di un *asset*, o di una società, è una fase estremamente importante per ogni decisione di investimento e risulta fondamentale al fine di effettuare scelte consapevoli, sia di acquisto che di vendita; in particolare, specifiche tipologie di operazioni richiedono che tale attività sia eseguita con estrema accuratezza: dai processi di quotazione in borsa, in sede di *IPO*, a quelli di *M&A*; così come nel caso di investimento istituzionale in capitale di rischio, attività *core* di un fondo di *venture capital*. Da tale rilevanza discende che una pluralità di soggetti, compresi operatori professionali e istituzioni finanziarie, quali banche di investimento che prendono parte alle *IPO* in veste di sottoscrittrici, partecipino alla valutazione adottando il metodo di stima che più si adatta alle peculiarità del caso.

Per condurre un processo valutativo, i soggetti coinvolti necessitano un *set* di informazioni rappresentative della *performance*, della storia passata e delle aspettative future riguardo la società valutata: alcuni parametri, di carattere quantitativo, sono estraibili dai documenti contabili disponibili; altri elementi, invece, riguardano stime sul livello di rischiosità, così come sulle opportunità di mercato e di crescita dell’impresa, focalizzandosi maggiormente sul versante qualitativo. Nell’osservare i *report* economico-finanziari, la società che presenta migliori tassi di crescita riguardo ai flussi di cassa attesi tenderà ad avere valutazioni migliori; dall’altra parte, tuttavia, il posizionamento di un’impresa in un mercato in rapida e forte espansione potrebbe rendere la stessa preferibile rispetto ad un’altra che, per quanto presenti buone *performance*, si colloca in un mercato stabile, senza possibilità di sviluppo⁸⁰.

I metodi di valutazione utilizzabili sono molteplici; tuttavia, a seconda dello stadio evolutivo e delle caratteristiche delle imprese valutate, potrebbe non risultare utile l’impiego di modalità tradizionali, focalizzate sulle aspettative dei flussi di cassa futuri o su valori di imprese comparabili, e subentra la necessità di adottare criteri differenti per superare le difficoltà valutative che emergono. Le fasi del ciclo di vita, e le corrispettive peculiarità che influenzano la valutazione, possono essere riassunte nella modalità seguente⁸¹:

- *Seed e start up*, fasi in cui la valutazione non può che basarsi su dati qualitativi e aspettative future, in quanto vi è ben poco da valutare oltre al prototipo e la *business idea*: i flussi di cassa sono negativi e i *benchmark* di mercato spesso inesistenti;

⁸⁰ CB Insight. (2021). How To Value A Company: An In-Depth Guide To The Business Valuation Process.

⁸¹ Damodaran, A. (2012). Valuing Young and Start-up Firms. In A. Damodaran, Investment Valuation (terza edizione). John Wiley & Sons.

- *Expansion*, momento in cui la crescita del prodotto e della società mantiene un ruolo essenziale nella valutazione, in quanto le attese sui flussi di cassa sono ancora irrilevanti;
- *High growth*, stadio in cui la storia della società, così come la consistenza patrimoniale, la generazione di flussi di cassa e il livello di *comparables* aumentano, rivestendo un ruolo complementare a quello delle potenzialità di crescita in fase di valutazione;
- *Mature growth*, fase di svolta per via del peso del patrimonio e della redditività del soggetto in esame, che diventa superiore relativamente a quello delle aspettative di sviluppo, essendo ormai queste ultime in riduzione;
- *Decline*, caratterizzata da un'inversione del *trend* di crescita per via dello stato di crisi che non tutte le imprese riescono a superare. A tal punto, la storia vissuta e le attività, tangibili e intangibili, risultano cruciali per la valutazione, la quale potrebbe essere effettuata in un'ottica di liquidazione.

Focalizzandosi sul mercato del *venture capital*, il processo di valutazione presenta notevoli complessità causate dalla giovane età delle imprese oggetto di analisi.

L'*iter* tradizionalmente seguito in un'operazione di *early-stage financing* prevede una fase pre-investimento nella quale vengono analizzate le potenziali opportunità: un fondo di *venture capital* impiega circa il 10% del proprio tempo a selezionare e esaminare *business plan*; successivamente all'avvio degli affari scelti, allo stadio di *screening* e a quello di *due diligence*, ha invece inizio il momento di negoziazione, durante il quale la stima del valore della *start up* non può che essere messa in primo piano⁸².

Per un fondo di *venture capital*, il quale investe le risorse apportate dai *limited partner* in capitale di rischio delle società *target*, acquistandone quote di *equity*, la determinazione del valore intrinseco complessivo delle stesse sarà propedeutica alla comprensione di quale percentuale esso abbia acquisito. Inoltre, una corretta valutazione consente di selezionare quelle imprese che risultano più idonee al raggiungimento del cosiddetto *hurdle return*, ovvero il tasso interno di rendimento minimo che il fondo si attende di ricevere nella fase finale di disinvestimento, qualunque sia la modalità di *exit* prescelta tra quelle citate nelle precedenti pagine di questo elaborato, e al di sotto del quale non verrebbe ritenuto conveniente l'impiego di fondi⁸³. A dimostrazione dell'importanza attribuita alla fase di valutazione, un recente studio condotto su 885 fondi di *VC* ha rivelato che il 56% di essi considera la valutazione un fattore critico per la selezione degli investimenti (47% in *early stage* e 74% il *late stage*); il 38% dei partecipanti sostiene che l'elemento fondamentale per una stima corretta in fase di *early stage* siano le aspettative di disinvestimento; inoltre, l'orizzonte temporale medio di proiezione è emerso essere di tre anni, con il 20% dei fondi che invece non effettua previsioni⁸⁴.

Quando la società *target* si colloca in fase di *start up*, il raggiungimento dell'obiettivo del processo di valutazione, ovvero una stima quanto più precisa possibile del valore economico della stessa, è ostacolato da vari fattori: i bassi livelli di redditività, in quanto l'elevato tasso di assorbimento di liquidità e i costi operativi

⁸² Cumming, D.J. (2012). *Venture Capital: Investment Strategies, Structures, and Policies*.

⁸³ Borsa Italiana (2014). *Guida alla valutazione Listing Guides*

⁸⁴ Gompers, P.A., Gornall, W., Kaplan, S.N., & Strebulaev, I.A. (2016). *How Do Venture Capitalists Make Decisions?* NBER Working Paper Series, No. 22587.

elevati impediscono la generazione di flussi di cassa positivi per un periodo più o meno lungo, facendo venir meno i presupposti per una valutazione esatta e completa attraverso metodi che, invece, si rivelerebbero ottimali in stadi più avanzati; la natura privata, essendo società non ancora quotate, o coinvolte nel c.d. “*going public process*”, e che quindi sfuggono agli obblighi informativi e di rendicontazione che faciliterebbero la raccolta di dati e il confronto con imprese simili; l’assenza di garanzie, di storia passata e di certezze sul destino della *start up*, così come l’illiquidità dell’investimento e le elevate probabilità di fallimento, incrementano il profilo di rischio; infine, la scomposizione del capitale in titoli azionari che non presentano il medesimo valore, per via della diversa composizione di diritti amministrativi e patrimoniali volta a tutelare da future diluizioni, provoca un’ulteriore complessità⁸⁵.

In particolar modo, la mancanza di una storia, che rende esiguo il *set* di informazioni disponibili per la valutazione, incide sulla difficoltà di quest’ultima: non solo non si hanno basi concrete per una valutazione prospettica dei flussi di cassa e delle *performance* future, ma anche le informazioni per un’analisi retrospettiva sono carenti o del tutto assenti relativamente ad un’impresa appena nata. In tale scenario, le citate criticità e la rilevanza delle prospettive di crescita fanno emergere la necessità di accostare a quelli tradizionali metodi ritenuti alternativi: ovvero, metodi che attribuiscono un valore a variabili qualitative che si rivelano spesso più idonee per una *start up*.

Tuttavia, i metodi di valutazione alternativi, basandosi su stime, potrebbero condurre più facilmente a commettere errori e, per tale motivo, diventano fondamentali i fondi di *venture capital*: questi ultimi, specializzati nell’*early stage financing*, beneficiano di maggiori competenze sviluppate nello stadio del ciclo di vita in questione e, di conseguenza, presentano una maggiore dimestichezza nell’impiego di criteri di valutazione specifici, che divergono da quelli tradizionali. Inoltre, i due approcci risultano spesso complementari, fornendo una valutazione più completa di quella che si otterrebbe se usati individualmente.

Il processo di valutazione presenta delle differenze a seconda che l’impresa si trovi in una fase precedente o successiva al momento in cui diventa redditizia: nello stadio “pre-ricavi” il ricorso a metodi alternativi qui descritti potrebbe essere indispensabile; diversamente, in una situazione “post-ricavi”, modelli tradizionali come il *discount cash flow* risultano maggiormente applicabili.

Superata la fase di investimento, in cui il fondo ha impiegato le proprie risorse diventando azionista della *start up* finanziata, i processi di valutazione non perdono la loro rilevanza, continuando ad incidere sulla corretta gestione delle operazioni: mantenere il controllo sull’andamento dell’impresa *target* permette di comprendere se essa stia creando o distruggendo valore, di fornire *feed back* ai *limited partner*, i quali erogano capitali ai fondi di *VC* seppur privi di potere gestionale, e di determinare quali siano le aspettative di crescita attese della società ad ogni *round* di finanziamento. Inoltre, consente di stabilire se sia necessario aumentare i meccanismi di tutela dalle asimmetrie informative, come ad esempio una presenza più rigida nell’organo esecutivo della società, ovvero il consiglio di amministrazione, e se sia opportuno, in fase di *exit*, collocare i titoli ad un determinato prezzo piuttosto che ad un altro.

⁸⁵ Damodaran, A. (2012). *Valuing Private Firms*. In A. Damodaran. *Investment Valuation: third edition*. John Wiley and Sons

La rilevanza del valore attribuito alle *startup* sussiste non solo per il fondo prestatore di risorse finanziarie, ma anche per il prenditore che ha dato avvio all'iniziativa imprenditoriale: a fronte di un determinato ammontare di risorse apportate dai *venture capitalists*, la valutazione della società inciderà sulle quote che verranno cedute a questi ultimi, tanto minori quanto maggiore è il valore, e quindi sulla diluizione dei fondatori.

Nelle operazioni di *venture capital* l'attuazione di una procedura di investimento, ovvero il momento esatto in cui le risorse finanziarie vengono trasferite all'impresa *target*, porta a distinguere tra valutazione *pre-money* e valutazione *post-money*, relative allo specifico round.

Nel primo caso, si tratta di una stima *ex-ante* del valore della *start up*, ovvero prima che l'investimento abbia luogo e, di conseguenza, non include il valore creato da quest'ultimo. Specularmente, nel secondo caso la valutazione riguarda la fase *ex-post*, ovvero successivamente al trasferimento di fondi, e non è altro che una somma tra il valore *pre-money* e il capitale investito⁸⁶. Ulteriormente, la valutazione *ex ante* effettuata nel primo round consente di determinare il valore dell'*equity* fornito dai fondatori della *start up* e il prezzo che il *venture capitalist* dovrà pagare al fine di sottoscriverne nuove azioni; la valutazione *ex post*, come verrà dimostrato, rivela la quota di *equity* spettante al *venture capitalists* a fronte di uno specifico investimento.

Da tali definizioni si evince che le valutazioni *pre e post-money* assumono un significato solo se viste come il risultato di un'operazione di investimento, durante la quale l'apporto di ulteriori fondi fa sì che il valore della *startup* cresca: per tale ragione, si tratta di valutazioni "implicite", ovvero legate allo specifico *round* e dipendenti dall'ammontare investito e dalla quota di partecipazione ottenuta⁸⁷.

Da un punto di vista matematico, dei semplici calcoli possono condurre alla valutazione *pre-money* e a quella *post-money*. Considerando uno specifico *round* di finanziamento, che sia esso il primo o uno dei *round* successivi, è sufficiente partire dal prezzo richiesto per l'acquisto delle azioni della società: moltiplicando quest'ultimo per i titoli emessi prima e dopo l'investimento, si otterrà rispettivamente il valore *pre-money* e *post-money*; tuttavia, a seconda delle informazioni a disposizione, il metodo adottato varierà.

Innanzitutto, ipotizzando che si conosca, oltre al capitale impiegato, la quota di *equity* che il fondo ha diritto ad ottenere come conseguenza dell'investimento, è possibile determinare la valutazione *ex-post* e, successivamente, *ex-ante*. Supponendo che un fondo apporti 3 milioni di euro in cambio di una partecipazione del 46%, sarebbe opportuno procedere come segue⁸⁸:

$$\text{valutazione post - money} = \frac{3.000.000 \text{ €}}{46\%} = 6.521.739,13 \text{ €}$$

$$\text{valutazione pre - money} = 6.521.739,13 \text{ €} - 3.000.000 \text{ €} = 3.521.739,13 \text{ €}$$

⁸⁶ Damodaran, A. (2009). Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418687>

⁸⁷ Cyr, L.A. (2002). A Note on Pre-Money and Post-Money Valuation (A&B). Harvard Business Review.

⁸⁸ Idem

Si osserva quindi che, come suddetto, la valutazione *pre-money* non è altro che una sottrazione tra il valore *post-money* e l'ammontare investito.

Nel considerare la percentuale ceduta al fondo di *venture capital*, a fronte di un determinato importo investito, può essere introdotto il concetto di prezzo di riserva: dal punto di vista del *venture capitalist*, esso rappresenta il limite massimo di risorse che esso intende concedere (in questo caso 3 milioni), e quindi il prezzo che è disposto a pagare, per una determinata quota della società (in questo caso il 46%); dal punto di vista opposto, ovvero della società, si tratta invece di un limite inferiore del prezzo che essa è disposta ad accettare a fronte della cessione di una parte di capitale sociale.

In secondo luogo, ipotizzando di conoscere, oltre all'ammontare investito, la valutazione *post-money* e il prezzo per azione (PPS), si ha la possibilità di determinare il numero di nuove azioni emesse e la quota ottenuta dal *venture capitalist*, facendo attenzione a come quest'ultima vari nel susseguirsi di una pluralità di *round*. Riprendendo l'esempio precedente, un investimento di 3 milioni, a fronte di una valutazione *post-money* di 6.521.739,13 €, conduce ad una quota di partecipazione del 46% tramite un rapporto tra il primo e il secondo dato. Ipotizzando che ogni azione abbia un valore di 1€, dividendo il capitale apportato da uno specifico investitore e il PPS, ai fondatori spetterebbero circa 3,5 milioni di titoli, mentre il *venture capitalists* ne avrebbe 3 milioni. Infine, ipotizzando un ulteriore *round* di 1 milione di euro, portando la *valutazione post-money* a 7.521.739,13 €, la quota acquisita in questo specifico caso si calcolerebbe come segue:

$$\text{quota acquisita nel secondo round} = \frac{1.000.000 \text{ €}}{7.521.739,13 \text{ €}} = 13,29 \%$$

Tuttavia, per determinare la quota totale di partecipazione del *venture capitalist* a seguito di due *round* di investimento, sarebbe scorretto ritenere che essa possa essere ricavata sommando la prima quota ottenuta, ovvero del 46%, e la seconda, del 13,29%, con un risultato finale del 59,29%: più *round*, infatti, possono generare un effetto di diluizione che incide sulla quota di partecipazione al capitale sociale. Ne consegue che, per ottenere un risultato quanto più accurato possibile, la procedura idonea sia la seguente:

$$\text{investimento totale nella start up} = 3.000.000 \text{ €} + 1.000.000 \text{ €} = 4.000.000 \text{ €}$$

$$\text{valore post - money} = 7.521.739,13 \text{ €}$$

$$\text{partecipazione complessiva del fondo di VC} = \frac{4.000.000 \text{ €}}{7.521.739,13 \text{ €}} = 53,18 \%$$

Infine, la medesima tesi a sostegno dell'impossibilità di sommare le percentuali acquisite in *round* successivi è dimostrabile partendo dalla percentuale cumulata, con l'obiettivo di determinare quella spettante al singolo *round*. Ipotizzando, come nel caso precedente, un primo investimento di 3 milioni di euro a fronte di una

partecipazione del 46%, si otterrebbe una valutazione *post-money* di 6.521.739,13 € e, di conseguenza, un valore *pre-money* di 3.521.739,13 €; nel secondo *round* si supponga, invece, un trasferimento di fondi di 1 milione di euro, ottenendo una quota complessiva del 53,18%. L'obiettivo di conoscere la quota acquisita grazie a quest'ultimo *round* di investimento, come già detto, non può essere raggiunto sottraendo alla quota complessiva quella detenuta in precedenza. Tuttavia, una specifica procedura conduce alla risposta corretta, tenendo conto della diluizione generata dall'aggiunta di ulteriori capitali:

$$\text{partecipazione complessiva 1}^{\text{o}} \text{ round} = \text{partecipazione complessiva 2}^{\text{o}} \text{ round} * (1 - X) + X$$

Dove X rappresenta la quota acquisita esclusivamente nel *round* in questione.

Invertendo gli elementi dell'equazione al fine di determinare il valore della X, e ottenere il risultato aggiustato per gli effetti diluitivi, si giungerebbe alla seguente operazione:

$$X = \frac{53,18\% - 46\%}{1 - 46\%} = 13,29 \%$$

I precedenti passaggi consentirebbero di ottenere di volta in volta le percentuali acquisite e aggiustate per gli effetti dell'apporto di nuovi fondi, rilevanti laddove subentrino nuovi investitori, diluendo i precedenti.

Un'ulteriore modalità di calcolo della valutazione *pre-money* e *post-money* a disposizione dei *venture capitalists* consentirebbe di includere l'impatto della liquidità disponibile e dei debiti della società, nonostante questi ultimi siano spesso assenti nelle primissime fasi del ciclo di vita per i motivi già analizzati nel presente elaborato⁸⁹:

$$\text{pre - money firm value} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF}{(1 + Ke)^t} + \text{disponibilità di cassa e titoli negoziabili}$$

$$\text{pre - money equity value} = \text{pre money firm value} - \text{debiti}_{\text{pre round}}$$

$$\text{post - money firm value} = \text{pre money firm value} + (\text{equity}_{\text{post round}} + \text{debiti}_{\text{post round}} - \text{cash out})$$

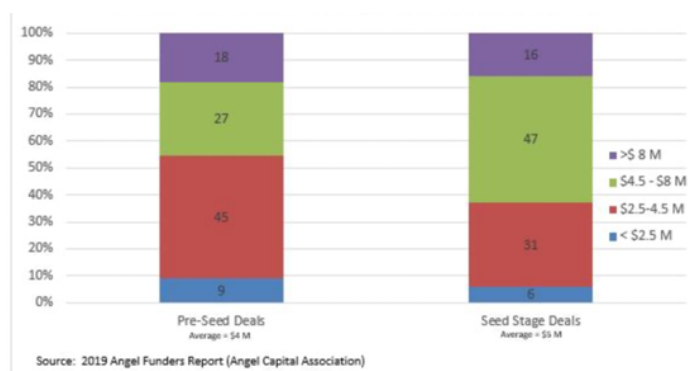
$$\text{post - money equity value} = \text{post money firm value} - \text{debiti}_{\text{pre round}} - \text{debiti}_{\text{post round}}$$

Tale procedimento, conducendo sia al valore della società sia a quello dell'*equity*, permette infine di raggiungere il medesimo *output*, ovvero una valutazione *pre* e *post-money*.

⁸⁹ Damodaran, A. (2009). Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418687>

Per quanto riguarda la valutazione *pre-money*, essa può essere condizionata da aspetti che riguardano la fase del ciclo di vita, la collocazione geografica dell'impresa, il settore di riferimento e la dimensione del fondo⁹⁰. Se per i settori vi è un comune accordo relativamente alle maggiori valutazioni recentemente attribuite in ambito *tech*, prevalentemente nell'*ICT*, la dimensione del fondo crea invece diversi dibattiti: essa potrebbe essere direttamente proporzionale ad un elevato potere contrattuale del *VC*, il quale assume una rilevanza tale da influenzare a proprio vantaggio le transizioni; tuttavia, nel momento in cui essa comporta maggiori affari da gestire, la razionalità "*bounded*" dell'uomo, quindi l'impossibilità di valutare tutte le informazioni disponibili a proposito di tutti gli affari intrapresi, rischierebbe di incidere sull'esattezza della valutazione. Infine, la fase del ciclo di vita potrebbe portare a risultati migliori per le imprese che, trovandosi in uno stadio di sviluppo più avanzato, risultano meno rischiose, sfavorendo l'*early stage*, con effetti negativi sul lungo periodo, data l'importanza delle *startup* per lo sviluppo economico di un paese e le capacità occupazionali. A tal proposito, una media globale delle valutazioni *pre-money* relative ai *round* di finanziamento realizzati tra il 2012 e il 2019 ha evidenziato la divergenza tra il valore medio in fase di *seed stage* e in stadi più avanzati, di *round D*, rispettivamente di 7,5 milioni di dollari e 560 milioni di dollari⁹¹.

Figura 1 Valutazione Pre-Money in base allo stadio di sviluppo (2018)



Fonte 2019 Angel Funders Report (Angel Capital Association)

A conclusione del tema relativo alla valutazione *pre-money* e *post-money* nelle operazioni di *VC*, devono essere evidenziati i problemi che potrebbero sorgere in tale fase. Un errore comunemente commesso è quello di ritenere che, nel susseguirsi di più *round* di finanziamento, la valutazione *pre-money* coincida con quella *post-money* relativa al *round* precedente. Assumendo che l'obiettivo della raccolta di fondi in un determinato *round* sia quello di utilizzare il capitale ottenuto ai fini della crescita della *startup* e della creazione di valore, se tale valore fosse stato effettivamente creato, il *round* successivo dovrebbe aprirsi con una valutazione maggiore rispetto a quella di chiusura del *round* precedente. Tale ragionamento è fortemente influenzato dal prezzo di riserva dei nuovi investitori che, in base alle condizioni dell'investimento, determinano quale debba

⁹⁰ Cumming, D.J. & Dai, N. (2011). Fund size, limited attention and valuation of venture capital backed firms. *Journal of Empirical Finance*, Elsevier, vol. 18(1), pages 2-15.

⁹¹ KPMG (2019). *Venture Pulse Q1 2019*

essere la valutazione *pre-money* e quella *post-money*, permettendo di verificare un possibile aumento rispetto ai *round* precedenti.

Un ulteriore problema consiste nell'eccessiva semplicità del procedimento valutativo condotto finora, il quale, tenendo conto degli effetti diluitivi dati dall'apporto di maggior capitale, ignora il fatto che i fondatori della *startup* potrebbero avvalersi di diritti amministrativi e patrimoniali correlati ai propri titoli, in modo di evitare una diluizione futura.

2.2. La rilevanza dei dati qualitativi per la valutazione di imprese finanziate dal *venture capital*

Le difficoltà fin qui citate relativamente alla fase di *early stage* fanno sì che la considerazione di dati di carattere prettamente quantitativo non possa risultare sufficiente per la valutazione di una *startup*, rendendo necessaria un'analisi qualitativa, volta ad ottenere un risultato che sia quanto più attendibile possibile. La stima del valore intrinseco, infatti, dovrebbe attenersi ai fondamentali di una società, estraibili dai documenti contabili della stessa; tuttavia, una giovane impresa in cui il patrimonio è esiguo, i ricavi ancora modesti e i flussi di cassa per l'impresa o per gli azionisti negativi, diventa difficilmente valutabile considerando tali variabili, le quali escluderebbero aspetti qualitativi che, aumentando le potenzialità di sviluppo di una *startup*, conferiscono un maggior valore. In tale scenario risulta fondamentale la capacità di non limitarsi all'analisi dei *report* economico finanziari, e quindi del valore degli *asset* iscritti, poiché essi potrebbero rappresentare solo una piccola parte della valutazione totale, portando a risultati scoraggianti, che sarebbero in realtà altamente promittenti ampliando gli *input* del processo valutativo.

A tal proposito, nella valutazione di un'impresa in fase di *early stage*, obiettivo di un fondo di *venture capital*, tre variabili di natura qualitativa da considerare sono le seguenti⁹²:

- Il settore di riferimento;
- Le risorse intangibili e il *know-how* del *team* manageriale;
- Le relazioni con soggetti esterni.

Le opportunità di mercato di cui un'impresa può beneficiare operando in un determinato settore non solo rappresentano una variabile discriminante per i fondi di *venture capital* nel processo di *decision making*, ma un elemento di estrema rilevanza anche in fase di valutazione. La ragione risiede nel fatto che una serie di caratteristiche strutturali incrementano le potenzialità di sviluppo di una giovane impresa e, di conseguenza, vengono ricompensate con un maggior valore. Innanzitutto, la valutazione aumenterà con la maggior differenziazione dei prodotti della *start up* rispetto alle media del settore. Quest'ultima è una strategia competitiva introdotta da Porter che allude alla misura in cui i beni o i servizi proposti da un'impresa abbiano

⁹² Miloud, T. & Aspelund, A., & Cabrol, M. (2012). Startup valuation by venture capitalists: An empirical study. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*.

caratteristiche diverse dal resto dei beni o servizi presenti sul mercato: ciò giustifica agli occhi dei consumatori un maggior prezzo, dal quale deriverà una migliore redditività e, quindi, una correlazione positiva con la valutazione dell'azienda. Le *start up* finanziate da fondi di *venture capital* presentano un elevato contenuto innovativo e, spesso, il prototipo del prodotto, il *minimum viable product*, è tutto ciò che l'impresa è in grado di mostrare per essere valutata: ne consegue un'elevata influenza della differenziazione sul valore ad esse attribuito. Un'ulteriore variabile rilevante è il tasso di sviluppo del settore in esame: prima di arrivare alla fase di saturazione, in cui sarà sconveniente l'ingresso per nuovi entranti e limitata la crescita per gli *incumbents*, ogni settore attraversa un momento di rapido sviluppo. I mercati appena nati, oggi principalmente *high tech*, nonostante i profili di rischio presentano prospettive altamente promittenti: è in quest'ambito che solitamente si focalizzano i *venture capitalists*, rivelando anche in questo caso una correlazione positiva tra il tasso di sviluppo e la valutazione effettuate.

Il secondo parametro da considerare per la valutazione dell'impresa oggetto d'analisi, in quanto determinante per le potenzialità di creazione di valore, è rappresentato dal patrimonio di risorse che essa possiede. Tuttavia, nei primi stadi del ciclo di vita, gli *asset* intangibili prevalgono su quelli tangibili e le risorse finanziarie sono spesso insufficienti, portando a focalizzarsi primariamente sulle risorse umane: ne consegue che, per una *startup*, il valore del patrimonio iscritto a bilancio sarà irrilevante rispetto alla stima del valore delle componenti qualitative e intangibili, come il *know-how* e le qualità del *management*, in quanto la vastità del *team* e l'eterogeneità dello stesso potrebbero essere fonte di maggiori idee e competenze. Inoltre, le caratteristiche dell'imprenditore stesso risultano positivamente correlate alla valutazione, nella misura in cui quest'ultimo possieda competenze tecniche, manageriali e esperienze pregresse, ad esempio in una *unicorn*⁹³, che ne aumentano la reputazione. Ancora una volta, si tratta di variabili fondamentali per la selezione dell'impresa *target*, così come per la valutazione della stessa.

Infine, è possibile riscontrare una correlazione positiva tra il valore stimato e il *network* di relazioni di cui la *start up* può beneficiare. Le imprese, essendo sistemi chiusi e aperti allo stesso tempo, generano un valore che può dipendere dagli *stakeholder* con i quali si interfacciano, assorbendo idee, *know-how*, risorse o generando collaborazioni, con un impatto positivo a livello reputazionale nell'ipotesi in cui si tratti di marchi già affermati. Un recente esempio di questo fenomeno riguarda le *start up fintech*: nonostante esse presentino potenzialità incredibili, incontrano spesso la resistenza dei consumatori di servizi finanziari, restii a proposito dell'affidamento dei loro risparmi a *start up*, quali banche digitali. Queste ultime, di conseguenza, tendono ad affiancarsi a istituzioni finanziarie affermate, beneficiandone in termini di reputazione e di finanziamenti, determinanti per una maggiore crescita.

Le tre variabili sopra citate evidenziano come gli approcci valutativi tradizionali, basati sulla redditività, sulla stima dei flussi di cassa e sul costo del capitale, possano essere sostituiti da metodi che sfruttano parametri qualitativi, più rapidi e in grado di rappresentare le future possibilità di sviluppo, in contesti in cui il *set* di informazioni appare limitato e le incertezze elevate, come nel caso di una *startup*.

⁹³ Una società unicorn, o una startup unicorn, è una società privata con una valutazione maggiore di 1 miliardo. (CBinsights)

Un primo approccio alternativo è il metodo *Berkus*, elaborato alla fine degli anni Novanta da Dave Berkus, un *business angel* americano particolarmente attivo nell'*early stage financing* legato al mondo della tecnologia⁹⁴. Egli, dalla propria esperienza, era giunto a ritenere inutile la stima di valori economici, finanziari e patrimoniali di una *startup*, i quali risultano inaffidabili e spesso insignificanti nell'orizzonte temporale dei *venture capitalists*; contrariamente, riteneva di estrema rilevanza specifici fattori critici di successo per una giovane impresa ai fini dell'attribuzione di un valore a quest'ultima: essi sono espressi da variabili qualitative che, non essendo considerate nei flussi di cassa attesi, devono essere valutate in modo alternativo.

L'assunto fondamentale del metodo di *Berkus* è basato sul fatto che una *startup* debba essere valutata in base alle caratteristiche che ne aumentano le probabilità di successo e ne riducono il rischio di fallimento, in quanto un investitore sarà disposto a pagare per queste ultime e non per flussi di cassa negativi e patrimoni inesistenti: un buon *team* manageriale, un'idea vincente e un prodotto ben fatto, aumentando le probabilità di raggiungere stadi avanzati del ciclo di vita, incrementano il valore rispetto a una *startup* con caratteristiche opposte⁹⁵. Di conseguenza, *Berkus* elaborò un metodo che, per quanto approssimativo, punta ad ignorare i dati quantitativi, focalizzandosi esclusivamente su fattori qualitativi, spesso intangibili: l'originalità e il contenuto innovativo della *business idea*, il prototipo realizzato, il *team* manageriale, il *network* di relazioni instaurate e il livello di diffusione del prodotto. Ad ognuna di tali cinque variabili può essere riconosciuto un valore massimo di 500.000 euro: nel migliore scenario in cui ognuna di esse soddisfi al meglio le aspettative, il valore *pre-money* raggiungerebbe 2,5 milioni di euro. Il metodo *Berkus*, applicabile a condizione che non si prevedano 20 milioni di dollari di ricavi entro cinque anni dall'avvio dell'attività imprenditoriale, rimane valido fin quando la *startup* non diventi redditizia in modo stabile, momento in cui viene meno l'inaffidabilità del ricorso a proiezioni economico-finanziarie.

Una seconda alternativa focalizzata sulla rilevanza delle variabili qualitative e particolarmente adatta per le primissime fasi di *seed stage* è stata introdotta dal *business angel* Bill Payne e prende il nome di metodo *Scorecard*. Quest'ultimo, anziché focalizzarsi sui fondamentali di società ancora eccessivamente giovani, si basa sul paragone con un campione di imprese comparabili relativamente allo stadio di sviluppo, al settore di riferimento e alla collocazione geografica. Il punto di partenza per valutare la *startup* di proprio interesse è la valutazione *pre-money* media del campione; successivamente, tale valore viene aggiustato in base a variabili di natura qualitativa con le quali confrontare le *startup*, con un peso attribuito a ciascuna di esse e una stima di come l'impresa in esame preformi rispetto alla media. Tali aggiustamenti permettono di determinare se la valutazione *pre-money* debba essere inferiore, uguale o maggiore a quella rappresentativa del campione. Di conseguenza, anche in questo caso, il processo valutativo si svolge attraverso stime approssimative e soggettive, divergenti da quelle tradizionali, ma in grado di cogliere le caratteristiche che maggiormente racchiudono il valore di una *startup*.

⁹⁴ Berkus, D. (2009). The Berkus Method – Valuing the Early Stage Investment. <https://berkonomics.com/?p=131>

⁹⁵ CB Insights. (2021). How To Value A Company: An In-Depth Guide To The Business Valuation Process

La tabella che segue evidenzia i parametri comunemente utilizzati nello *Scorecard method*, ognuno dei quali ulteriormente suddiviso in sottolivelli, come l'esperienza del *management* e la replicabilità del prodotto:

Qualità del team manageriale	0-30%
Dimensione delle opportunità di sviluppo	0-25%
Prodotti o tecnologie sviluppati	0-15%
Ambiente competitivo	0-10%
Marketing, canali e relazioni con stakeholder	1-10%
Fabbisogno finanziario atteso	0-5%
Altro	0-5%

Fonte CB Insights

2.3. I principali metodi di valutazione nelle operazioni di *venture capital*

Le operazioni di *venture capital* vedono come protagoniste imprese in fase di *early stage*, le quali, come fin qui evidenziato, presentano diverse criticità riguardo alle variabili utilizzate nel processo di valutazione, rendendo incompleta un'analisi fondata esclusivamente su parametri quantitativi. Di conseguenza, per la determinazione del valore delle imprese *target* si ricorrerà alternativamente a metodi tradizionali e approcci che invece vengono definiti alternativi.

Nel primo caso si tratta di metodi consolidati e ampiamente diffusi nella valutazione aziendale: per una *startup*, priva di storia alle spalle, di flussi di cassa positivi e di *comparables* sui quali basarsi, tali modelli, idonei per imprese più mature, rimangono comunque i più utilizzati, sebbene con i dovuti aggiustamenti dei parametri costitutivi del metodo. Ad esempio, nell'attualizzazione dei flussi di cassa attesi, verranno cambiate le modalità di determinazione degli stessi, del tasso di attualizzazione e delle prospettive di crescita, lasciando però invariati i principi di base⁹⁶.

I metodi tradizionali di valutazione possono essere classificati come segue⁹⁷:

- Metodi “indiretti”, basati su dati specifici dell'azienda, estraibili dai documenti contabili, e scindibili, a loro volta, in modelli reddituali, patrimoniali o finanziari;
- Metodi “diretti”, i quali si basano sull'analisi di dati ed indicatori di mercato, al fine di applicarli al contesto in esame e dedurre una valutazione che discenda dai valori medi di soggetti comparabili nel mercato stesso. Essi si dividono in metodi diretti fondati sui multipli di mercato o moltiplicatori empirici e metodi diretti in senso stretto, i quali forniscono il valore di una singola parte dell'azienda.

⁹⁶ Damodaran, A. (2012). Valuing Private Firms. In A. Damodaran. Investment Valuation: third edition. John Wiley and Sons

⁹⁷ Balducci, D. (2006). La valutazione dell'azienda. Nona edizione. FAG

Tuttavia, l'unione tra metodi tradizionali e *startup* sembra spesso mancare di coerenza: nelle giovani imprese si verificano situazioni in cui i flussi di cassa, i quali dovrebbero essere tradizionalmente attualizzati, continuano a risultare negativi, nonostante il valore della società cresca incredibilmente. Osservando il recente fenomeno di innovazione finanziaria, con la nascita di *start up fintech*, un esempio può essere ritrovato nella banca digitale brasiliana *Nubank*: quest'ultima, a partire dalla sua fondazione nel 2013, ha raggiunto una valutazione straordinaria di circa 25 miliardi di dollari⁹⁸, nonostante i ricavi continuino ad essere esigui, così come il reddito netto negativo.

Il motivo di tale incoerenza è riscontrabile nell'importanza delle variabili qualitative sopra citate e nel maggior peso delle potenzialità di crescita attesa, rispetto ai flussi di cassa generati, che si riscontra in una *start up*. In tale scenario, si evince l'importanza di metodi di valutazione alternativi che, essendo specifici per le fasi di *early stage*, colgono in particolar modo le variabili rilevanti del contesto e le potenzialità future di *startup* innovative. Questi ultimi possono essere utilizzati in modo complementare ai metodi tradizionali, arricchendo il *set* informativo e aumentano la precisione del processo valutativo.

Nel presente paragrafo verranno analizzati i principali metodi di valutazione nelle operazioni di *venture capital*. Per quanto concerne agli approcci tradizionali, si tratta del metodo finanziario (*DCF*) e dei multipli di mercato, i quali accelerano l'analisi basandosi su dati relativi ai *comparables*, nonostante questi ultimi potrebbero non essere ancora sufficienti per la *startup* valutata; tra gli approcci alternativi, i più diffusi sono il *Venture Capital Method* e il *First Chicago Method*.

2.3.1. Il metodo del *discounted cash flow (DCF)*

Il *discounted cash flow* appartiene alla famiglia dei metodi di valutazione aziendale tradizionali e indiretti: in particolare, tra questi ultimi, rientra nella categoria dei metodi di natura finanziaria.

Il modello in esame, come si evince dal nome, consiste nella determinazione del valore di una azienda attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa che ci si aspetta verranno generati in futuro dalla stessa. Per tale motivo, si tratta di una valutazione intrinseca, in quanto dipendente da valori specifici della società analizzata: i suoi flussi di cassa, il modo in cui questi ultimi si manifestano temporalmente e il rischio che li caratterizza⁹⁹.

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

Aswath Damodaran, professore di *corporate finance* presso la *Stern School of Business* di *New York*, definisce il processo di attualizzazione come segue: “*the process of converting cash flows in the future to cash flows today*”¹⁰⁰. Tale conversione avviene attraverso l'utilizzo di un tasso di attualizzazione che permette di scontare

⁹⁸ <https://app.cbinsights.com/profiles/c/BoGbb>

⁹⁹ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: third edition*. John Wiley & Sons

¹⁰⁰ Damodaran online. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

i flussi di cassa fino alla data presente, ovvero al momento della valutazione. Il tasso di sconto, invece, si può definire nella seguente maniera: “*the rate used to move cash flows from the future to the present*”¹⁰¹. Dalle definizioni riportate si deduce che il tasso di attualizzazione è il mezzo per raggiungere l’obiettivo ultimo, consistente nell’ottenimento del valore presente dei *cash flow* futuri.

Il metodo del *discounted cash flow* può essere utilizzato ai fini della determinazione del valore di un *asset* o di un’intera impresa. In questo secondo caso, si potrebbe essere portati ad effettuare una semplice somma del valore attuale degli *asset* che la compongono; tuttavia, tale ragionamento non sarebbe sufficiente, in quanto non considererebbe il “*going concern value*”¹⁰²: ovvero il valore aggiunto, derivante da un insieme di *asset* uniti in un’impresa sana e operativa, la quale prevede una continuità aziendale.

La formula generale precedentemente riportata, se applicata alla valutazione di un’impresa nella sua totalità, deve quindi subire i necessari aggiustamenti.

In primo luogo, il risultato finale, ovvero il valore al momento presente dei flussi futuri attesi, deve essere scomposto in due componenti¹⁰³: la prima consiste in una mera attualizzazione dei *free cash flow* generati entro un determinato orizzonte futuro, attraverso il tasso che riflette il livello di rischiosità dell’impresa; la seconda componente, invece, prende il nome di *terminal value* e non è altro che il valore dell’impresa stimato dopo un certo orizzonte temporale, a partire dal quale ci si aspetta che la crescita dei *cash flow* generati si stabilizzi, oppure, convenzionalmente, dopo un periodo di 10 anni. A livello pratico, infatti, sarebbe impossibile effettuare una previsione di tutti i flussi di cassa dell’impresa fino all’infinito e, proprio per questo, oltre un determinato periodo si ricorre ad una stima unica del valore finale, senza scindere i distinti flussi. Tuttavia, da un punto di vista concettuale, anche il *terminal value* è il risultato di un processo di attualizzazione: la differenza consiste nel fatto che, in questo caso, si ricorre alla formula della rendita perpetua in quanto, come suddetto, la crescita dei flussi di cassa risulta normalizzata e, di conseguenza, il valore attuale delle opportunità di crescita (VAOC) è nullo. Infine, occorre considerare il peso che il *terminal value* assume nel valore complessivo, tanto maggiore quanto più precocemente avviene la valutazione: le *startup* sono spesso caratterizzate da valori finali anche pari al 100%, o comunque non inferiori al 90%, rispetto al valore totale stimato. Tale risultato non sorprende, considerando che le giovani imprese presentano spesso flussi di cassa modesti, o negativi, e che sono proprio le aspettative di crescita future a convincere i *venture capitalists* ad impiegare i propri fondi.

Seguendo il ragionamento fin qui riportato, la formula del *DCF* per un’impresa risulta essere la seguente:

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

Dove:

FCF rappresentano i flussi di cassa disponibili dall’istante di valutazione fino all’orizzonte predefinito (n);

¹⁰¹ Idem

¹⁰² Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., & Sandri, S. (2020). Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill Education.

¹⁰³ Damodaran, A. (2009). Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418687>

TV è il *terminal value*;

r è il tasso di attualizzazione.

Per stimare il *terminal value*, invece, si utilizza la formula ricavata dalle rendite perpetue, basata sul flusso di cassa normalizzato e sul relativo tasso di crescita perpetuo¹⁰⁴:

$$TV = \frac{1}{(1+r)^t} \times \left[\frac{FCF_n \times (1+g)}{(r-g)} \right]$$

In alternativa, sebbene sia una prassi usata principalmente nel *Venture Capital Method*, che in seguito verrà discusso, per la stima del *terminal value* si può ricorrere all'utilizzo di multipli di mercato, quali il rapporto prezzo-utili di imprese simili a quella valutata o il rapporto tra il valore di mercato e il valore contabile¹⁰⁵:

$$TV = \frac{1}{(1+r)^t} \times \left(\frac{P}{E} \times \text{utili società valutata} \right)$$

Nella valutazione di un'impresa, anziché di un singolo *asset*, un'ulteriore decisione riguarda il flusso di cassa da utilizzare nel processo di attualizzazione. Se l'obiettivo consistesse nella determinazione del valore dell'*equity*, ovvero una valutazione *equity side*, l'*input* corretto nella formula sopra riportata sarebbe l'*FCFE* (*free cash flow to equity*), ovvero il flusso di cassa disponibile per gli azionisti dopo il pagamento degli interessi passivi, accompagnato da un tasso di sconto che rifletta il costo dell'*equity* stesso. Diversamente, per determinare l'*enterprise value*, con una valutazione *asset side*, si utilizzerebbe il *FCFF* (*free cash flow to the firm*), anteriore agli oneri del debito e scontato attraverso il *WACC*, ovvero il costo medio dell'*equity* e del debito, ponderato per i rispettivi pesi.

I *free cash flow to the firm* sono i flussi che derivano dalla gestione operativa e si determinano come segue¹⁰⁶:

$$\begin{aligned} &+ \text{ margine operativo lordo} \\ &\pm \Delta \text{ capitale circolante commerciale.} \\ &\pm \Delta \text{ fondo TFR} \\ &- \text{ investimenti operativi} \\ &+ \text{ disinvestimenti operativi} \\ &- \text{ imposte specifiche sul reddito operativo} \\ &= \text{FCFO (free cash flow from operation)} \end{aligned}$$

Dal seguente risultato si prosegue determinando i *free cash flow to equity*, i quali conducono alla valutazione *equity side*¹⁰⁷:

¹⁰⁴ Borsa Italiana (2014). Guida alla valutazione Listing Guides

¹⁰⁵ Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., & Sandri, S. (2020). Principi di finanza aziendale. McGraw-Hill Education.

¹⁰⁶ Massari, M., Zanetti, L. (2008). Determinazione dei flussi monetari. In Valutazione: Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario (pg 59-60). McGraw-Hill Education

¹⁰⁷ idem

$$\begin{aligned}
&+ FCFO \\
&+ \textit{imposte specifiche sul reddito operativo} \\
&- \textit{interessi passivi netti} \\
&- \textit{imposte sul reddito di esercizio} \\
&\pm \Delta \textit{ fondo imposte} \\
&\pm \Delta \textit{ indebitamento finanziario netto} \\
&= FCFE (\textit{free cash flow to equity})
\end{aligned}$$

Infine, sebbene l'utilizzo dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti (*FCFE*) permetta di determinare in via diretta il valore dell'*equity*, la valutazione *asset side* consente di raggiungere indirettamente il medesimo risultato, semplicemente sottraendo la parte di valore che non corrisponde al capitale proprio¹⁰⁸: la differenza tra l'*enterprise value* e la posizione finanziaria netta, ovvero il totale dei debiti finanziari al netto delle attività liquide, condurrà nuovamente all'*equity value*.

Terminata la proiezione dei flussi di cassa occorre stimare il tasso al quale questi ultimi verranno scontati: il tasso di attualizzazione deve necessariamente riflettere il livello di rischiosità dell'investimento, essendo la relazione tra rischio e rendimento uno dei pilastri della finanza aziendale; inoltre, la scelta tra tasso reale o nominale deve essere coerente con il flusso utilizzato.

La valutazione *equity side*, come suddetto, utilizza un tasso che rispecchi il costo del capitale fornito dagli azionisti, calcolato ricorrendo alla formula del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*¹⁰⁹:

$$Ke = R_f + \beta \times (R_m - R_f)^{110}$$

Dove:

R_f rappresenta il tasso di rendimento di *asset* privi di rischio;

$(R_m - R_f)$ rappresenta il premio per il rischio di mercato, richiesto da investitori in attività rischiose anziché in titoli privi di rischio;

β è un indicatore dell'esposizione al rischio sistematico, quindi non diversificabile, di un'impresa.

Ipotizzando che il coefficiente beta sia pari all'unità, l'andamento dell'impresa alla quale esso è riferito sarebbe perfettamente correlato a quello del mercato; se il valore fosse maggiore di uno si tratterebbe di titoli che amplificano le tendenze del mercato; in caso contrario, si tratterebbe di titoli difensivi, che ne attenuano l'andamento. Esso può essere stimato tramite un approccio *top-down*, ovvero con una regressione lineare dei rendimenti della società rispetto all'andamento del mercato, o *bottom-up*, ovvero tramite una media dei beta di imprese simili¹¹¹. Inoltre, un qualsiasi investimento risulta caratterizzato da due tipologie di rischio: il rischio diversificabile, legato allo specifico *asset* e eliminabile attraverso la costituzione di un portafoglio

¹⁰⁸ Damodaran, A. (2012). Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. Second Edition. John Wiley & Sons, Inc.

¹⁰⁹ Modello teorico per il calcolo del prezzo di equilibrio di un'attività finanziaria. Esso afferma che il rendimento atteso di un'attività è una funzione lineare del rendimento privo di rischio e del rischio sistematico dell'attività, moltiplicato per il premio al rischio del mercato. Borsa Italiana. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capital-asset-pricing-model.html>

¹¹⁰ Damodaran, A. (2012). Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. Second Edition. John Wiley & Sons, Inc.

¹¹¹ Damodaran online. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

diversificato, in cui le oscillazioni legate ai singoli titoli si compensano, e il rischio non diversificabile (sistemico o di mercato), che non può essere eliminato, poiché legato al mercato e a fattori che incidono su tutti gli *asset*, come ad esempio una pandemia. Nel caso del *CAPM* il rischio che viene remunerato è quello sistemico, misurato dal beta, in quanto il rischio specifico può essere agevolmente eliminato, come suddetto, attraverso la diversificazione¹¹².

Dal lato opposto, la valutazione *asset side* prevede un'attualizzazione dei *FCFF* tramite l'utilizzo del *WACC*, estraibile dalla seguente formula¹¹³:

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

Dove:

K_d rappresenta il costo del debito;

$(1 - t)$ rappresenta il beneficio fiscale del debito, in quanto gli interessi passivi sono deducibili dal reddito imponibile e riducono, di conseguenza, il costo dell'indebitamento, rendendolo una forma di finanziamento conveniente dal punto di vista fiscale;

D rappresenta il valore di mercato del debito;

E rappresenta il valore di mercato dell'*equity*;

$(D + E)$ rappresenta l'*enterprise value*.

L'ultimo elemento da stimare per completare l'insieme di *input* necessari all'applicazione del metodo del *DCF* è il tasso di crescita atteso dai flussi di cassa futuri. Quest'ultimo può essere ricavato in due modalità: attraverso un'analisi retrospettiva, che valuta quale sia stato il livello di sviluppo negli anni passati, oppure attraverso l'utilizzo di stime effettuate dal *management*, con analisi basate sull'ammontare di utili reinvestiti e un occhio di riguardo alla qualità degli investimenti. A seconda della stima effettuata, *equity side* o *asset side*, si utilizzerà il tasso di crescita adeguato, rispettivamente dei guadagni per gli azionisti o dei guadagni operativi.

Infine, sebbene i caratteri fondanti del metodo del *discounted cash flow* restino invariati, è opportuno considerare quali sono i limiti che quest'ultimo potrebbe riscontrare nell'ambito del mercato del *venture capital*, focalizzato su imprese in fase di *early stage*¹¹⁴.

In primo luogo, relativamente alle giovani imprese, si incontrano numerose difficoltà nella determinazione dei flussi di cassa: l'assenza di un passato non consente di basarsi su dati storici, del tutto assenti o eccessivamente ridotti per esser considerati significativi; gli anni a venire, invece, prevedono spesso un periodo di flussi di cassa negativi, volatili e difficili da stimare. D'altronde, i *free cash flow* utilizzati nel processo di attualizzazione devono essere calcolati al netto degli investimenti necessari per la gestione operativa che, essendo molto elevati nelle *startup*, a fronte di scarsi ricavi, nei primi anni di vita assorbono una quota rilevante di fondi disponibili. Inoltre, il modello del *DCF* rivela comunemente valutazioni maggiori per le imprese che,

¹¹² Borsa Italiana. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capital-asset-pricing-model.html>

¹¹³ Borsa Italiana (2014). Guida alla valutazione Listing Guides

¹¹⁴ Damodaran, A. (2009). Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418687>

a parità di flussi di cassa, generano questi ultimi in periodi precedenti rispetto a quelle che diventano redditizie in fasi più avanzate: tuttavia, in una *startup*, la crescita futura e il peso più elevato del *TV* potrebbero eliminare tale differenza di valore¹¹⁵.

Le difficoltà fin qui riportate hanno come conseguenza l'assenza di processi previsionali in molte *startup*.

Figura 2 Previsioni sui flussi di cassa

	All	Stage	
		Early	Late
Do not forecast	20 (2)	31*** (3)	7*** (3)
1-2 years	11 (1)	14 (2)	8 (3)
3-4 years	40 (2)	38 (3)	39 (5)
5-6 years	27 (2)	16*** (2)	42*** (5)
7+ years	3 (1)	1** (1)	5** (2)
Average	3.1 (0.1)	2.4*** (0.1)	3.9*** (0.2)
Number of responses	530	225	90
% of companies which meet projections	28 (1)	26*** (1)	33*** (2)
Number of responses	493	214	82

Fonte *How do venture capitalists make decisions?* (2020)

In secondo luogo, la maggior parte del valore di una *startup* proviene dalle aspettative di crescita, le quali generano un rendimento sotto forma di *capital gain* piuttosto che dividendi distribuibili: il tasso di crescita, tuttavia, non è agevole da stimare in assenza di dati sull'andamento verificatosi in passato.

Per quanto concerne il tasso di sconto, legato alla rischiosità dell'impresa, i modelli tradizionali si fondano spesso su dati di mercato, come ad esempio la regressione lineare che consente di determinare il beta. Alle giovani imprese, tuttavia, non viene attribuito un beta specifico, ricorrendo ad una media dei beta di impresa comparabili, sulla base di una serie di parametri come il settore nel quale operano, la dimensione o la collocazione geografica. L'utilizzo di un tasso *risk-free* come punto di partenza rimane valido anche in fase di *early stage*: ad esso si aggiunge un premio per il rischio dato dalla giovane età, che rende incerta la sopravvivenza futura e aumenta la probabilità di un'elevata varianza dei rendimenti, e un premio dato dall'illiquidità dell'investimento, per coprire il rischio che l'azionista si assume non potendo facilmente liquidare i titoli acquisiti¹¹⁶.

Ancora, la stima del *terminal value* relativo a nuove attività imprenditoriali non risulta agevole come nel caso di imprese mature: le difficoltà consistono nel determinare un orizzonte temporale nel quale ci si aspetta che la crescita si normalizzi e, soprattutto, nell'ipotizzare se la *startup* in questione sarà o meno in grado di raggiungere tale orizzonte, dato l'elevato tasso di fallimento che contraddistingue queste ultime.

Un'ulteriore caratteristica delle *startup* è data dalla minore presenza di obblighi informativi ai quali sono sottoposte: se le imprese quotate sono tenute a fornire una rendicontazione che ne aumenta la trasparenza,

¹¹⁵ Damodaran, A. (2018). *The Dark Side of Valuation. Valuing Young, Distressed and Complex Businesses*. Third edition. Pearson Education (US)

¹¹⁶ CB Insights. (2021). *How To Value A Company: An In-Depth Guide To The Business Valuation Process*

riducendo così il costo del capitale, le giovani imprese, non avendo titoli scambiati sul mercato secondario, sono soggette ad obblighi meno stringenti. Tale impostazione comporta un minor *set* di informazioni disponibili e, di conseguenza, un maggior rischio che spinge al rialzo il tasso richiesto dagli investitori.

Infine, nel primo capitolo del presente elaborato è stata evidenziata la minore bancabilità delle giovani *startup*, ragione principale di una struttura finanziaria prevalentemente composta da *equity*, in parte sottoscritto da fondi di *venture capital*. In tale scenario, potrebbe venir meno la distinzione tra valutazione *asset side* e *equity side* sopra riportata, con i rispettivi flussi di cassa e tassi di sconto.

A conclusione dell'analisi sul presente metodo di valutazione, ovvero il *discounted cash flow*, è possibile affermare che, nonostante si tratti di uno dei modelli più affermati, esso presenta dei "lati oscuri"¹¹⁷ dati dalla giovane età delle imprese valutate, dalla negatività dei flussi di cassa e dall'assenza di *comparables*: i *venture capitalists*, agendo nella fase di *early stage*, si trovano spesso a fare i conti tutte e tre le fonti di ostilità.

2.3.2. Il metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato appartiene alla seconda categoria dei metodi tradizionali, ovvero quelli "diretti". Questi ultimi si basano su dati di mercato dell'azienda, così come di aziende comparabili, soprattutto laddove l'analisi concerne *startup* che, non essendosi ancora cimentate nel "*going public process*", non presentano titoli scambiati sul mercato secondario dai quali poter ricavare informazioni. Se la valutazione assumesse come punto di partenza il prezzo di mercato della società analizzata o di imprese simili, si tratterebbe di un metodo diretto in senso stretto; diversamente, il ricorso ad indicatori di mercato di imprese comparabili, in cui la similitudine si basa su una determinata variabile di riferimento (dimensione, settore...), rapportate a grandezze proprie, prende il nome di metodo diretto fondato su moltiplicatori empirici¹¹⁸.

La valutazione tramite multipli prevede la raccolta informazioni, fornite dal mercato, a proposito di società ritenute sufficientemente paragonabili rispetto all'impresa in esame, della quale il valore è ancora incognito; successivamente, dall'utilizzo dei dati selezionati, insieme a variabili estraibili dai documenti contabili, si ottengono coefficienti che, moltiplicati per il parametro corrispettivo della società oggetto d'analisi, conducono al valore di quest'ultima: in sintesi, si deduce una valutazione basata sull'assunto che imprese sufficientemente simili presentino gli stessi valori medi.

Per l'applicazione del metodo in esame sono necessari i seguenti passaggi¹¹⁹:

- Identificazione di un campione di imprese analoghe: i c.d. "*comparables*";
- Selezione e calcolo dei multipli;
- Applicazione dei multipli alla società in esame.

¹¹⁷ Damodaran, A. (2018). *The Dark Side of Valuation. Valuing Young, Distressed and Complex Businesses*. Third edition. Pearson Education (US)

¹¹⁸ Zanda, G., Lacchini, M., & Onesti, T. (2013). *La valutazione delle aziende*. VI Edizione. Torino: G. Giappichelli Editore

¹¹⁹ Borsa Italiana (2014). *Guida alla valutazione Listing Guides*

Il primo punto citato consiste nel selezionare le imprese da prendere in considerazione per determinare i *ratio* utili all'approssimazione del valore di proprio interesse. Tuttavia, scegliere il confine entro il quale una società possa essere ritenuta “*comparable*” o meno non è immediato: le caratteristiche che descrivono un'impresa sono svariate e non è possibile estrarre un campione composto da entità sovrapponibili sotto ogni punto di vista; due imprese omogenee per un determinato aspetto, come la dimensione, potrebbero non esserlo considerando fattori diversi, quali il fatturato, il *ROE* o il rapporto di indebitamento. Ne consegue una particolare importanza dell'individuazione delle variabili da preferire nel processo di selezione di *comparables*, in quanto più incisive sulla creazione di valore. In tale fase, la raccolta di dati può risultare critica, col rischio di ricadere su imprese non del tutto comparabili e portando, di conseguenza, a valori non del tutto realistici.

Il campione può comprendere soggetti nello stesso settore e nel medesimo paese di riferimento, in un settore analogo ma in paesi differenti, oppure soggetti che appartengono a diversi settori¹²⁰. Nel primo caso il legame risulta maggiore e la costruzione del campione si fonda su dati quantitativi, come dimensione, fatturato e *turnover* del capitale, così come su dati qualitativi, quali il *business model*, il *team* manageriale o la somiglianza nella quota di mercato detenuta. Questi ultimi assumono una rilevanza particolare nell'ambito di valutazione di *startup*, in cui le variabili quantitative sono scarse e poco promittenti, a differenza di quelle qualitative. Successivamente, il confronto internazionale risulta utile laddove il mercato domestico non sia abbastanza ampio e non contenga imprese simili a quella analizzata; tuttavia, i paesi da prendere in considerazione devono essere contraddistinti da un livello di sviluppo economico e condizioni del mercato non eccessivamente divergenti. Infine, il confronto tra imprese appartenenti a settori diversi potrebbe essere tutt'altro che fuorviante nel caso in cui le determinanti del valore prescindessero dal settore di riferimento.

Terminata la prima fase, si prosegue con la selezione dei multipli che maggiormente si adattano al proprio obiettivo, per poi calcolarli ed utilizzarli come determinanti del valore aziendale. Essi non sono altro che coefficienti dati dal rapporto tra due parametri relativi ad un'impresa, ovvero il prezzo di mercato delle azioni e una data grandezza di bilancio¹²¹: l'obiettivo principale consiste nella stima del prezzo che il mercato riconosce a imprese comparabili per ogni unità della grandezza al quale il prezzo è rapportato¹²².

Il numero di multipli disponibili è molto vasto e la sfida consiste nel selezionare quello che meglio approssima il valore della società in esame. A tal proposito, in determinati casi, invece di ricorrere a multipli consolidati nella prassi valutativa è possibile costruire coefficienti *ad hoc*: un esempio sono le società di *internet* per le quali sono stati spesso utilizzati multipli particolarmente attinenti al settore, come il *Price/subscriber*¹²³. Tuttavia, per quanto possa risultare accurata la selezione del multiplo idoneo al caso specifico, si tratta di indicatori che incontrano il limite di un'eccessiva non curanza dell'aspetto dinamico del valore di una società: i multipli sono infatti parametri statici, calcolati in un determinato momento e ad esso vincolati. Ad ogni modo, essi possono mutare nel tempo per via di variazioni delle grandezze sulle quali si fondano: i prezzi sono

¹²⁰ Idem

¹²¹ Borsa Italiana. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/multiplo-di-mercato.html>

¹²² Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., & Sandri, S. (2020). *Principi di finanza aziendale*. McGraw-Hill Education.

¹²³ Fernández, P. (2001). *Company Valuation Methods*. IESE Research Papers. IESE Business School.

soggetti a cambiamenti provocati da alterazioni dei tassi o della domanda di titoli, laddove le condizioni economiche incidano sulla percezione del rischio, dell'inflazione attesa o della liquidità.

I multipli possono essere divisi in quattro macrocategorie a seconda della grandezza sulla quale si basano¹²⁴:

- Multipli sugli utili, i quali stimano il prezzo che gli investitori riconoscerebbero ad ogni unità della misura rappresentativa degli utili generati;
- Multipli sui ricavi, ottenuti dal rapporto tra prezzo e ricavi che le imprese producono dalla vendita;
- Multipli sul valore contabile, i quali si basano sull'assunto che vi sia una differenza tra i valori iscritti a bilancio, condizionati dai principi contabili, e i valori che si formano sul mercato in base alle aspettative e alle *performance* delle imprese, portando a sopravvalutare o sottovalutare i titoli;
- Multipli su parametri caratteristici del settore di appartenenza, adatti laddove le imprese in un settore appena nato e in fase di sviluppo sarebbero sicuramente sottovalutate ricorrendo ai parametri tradizionali dei punti precedenti, mentre variabili peculiari del settore di riferimento fornirebbero valori più pertinenti, come suddetto per le imprese di *internet*.

All'interno delle famiglie di multipli riportate, se al numeratore viene utilizzato il valore di mercato del capitale proprio (P), si tratta di indicatori detti "*equity side*", mentre se presentano l'*enterprise value (EV)*, comprensivo della posizione finanziaria netta, vengono detti "*asset side*"¹²⁵. I multipli principalmente utilizzati sono i seguenti:

- *P/E*, ovvero il rapporto tra prezzo di mercato di un'azione e l'utile netto per azione, ottenuto tramite una media delle società *comparables* e successivamente moltiplicato per il reddito netto della società da valutare;
- *P/S*, indicativo del rapporto medio tra prezzo di mercato e fatturato originato dalle vendite dei *comparables*, successivamente moltiplicato per le vendite della società. Quest'ultimo è più comunemente utilizzato dai *venture capitalists* per via della maggior facilità, in fasi di *early stage*, a generare fatturato piuttosto che utili ed è scomponibile come segue: $\frac{P}{S} = \frac{P}{E} \times \frac{E}{S}$;
- *EV/EBITDA*, il quale mette a rapporto l'*enterprise value* e il margine operativo lordo, dato dagli utili prima del pagamento degli interessi, delle imposte, delle svalutazioni e degli ammortamenti;
- *EV/EBIT*, analogo al precedente, ma basato sugli utili esclusivamente ante imposte e al lordo degli oneri finanziari;
- *EV/FCFO*, nonché il rapporto tra l'*enterprise value* e il flusso di cassa generato dalla gestione operativa;

¹²⁴ Damodaran, A. (2012). Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. Seconda Edizione. John Wiley & Sons, Inc.

¹²⁵ Fernández, P. (2001). Company Valuation Methods. IESE Research Papers. IESE Business School.

- *Equity value/Book value*, dato dal rapporto tra il valore di mercato e contabile, entrambi riferiti al capitale di rischio.

Infine, ottenuta una media dei multipli calcolati relativamente ai vari *comparables*, essa può essere applicata ai corrispettivi valori economici, patrimoniali, finanziari o, come suddetto, qualitativi della società valutata, permettendo di ottenere il valore di quest'ultima.

La valutazione in fase di *early stage* tramite multipli di mercato può far emergere delle criticità, non rendendolo il metodo adatto a risolvere le problematiche tipiche degli approcci valutativi tradizionali. In primo luogo, i multipli sono spesso calcolati relativamente a società quotate, per le quali i titoli sono negoziati su mercati secondari: ne consegue una maggiore trasparenza che riduce il rischio, una maggiore disponibilità di informazioni e un insieme di caratteristiche strutturali differenti rispetto a quelle di imprese in *early stage*, ancora private e contraddistinte da maggiore incertezza. In questo scenario, l'utilizzo di un coefficiente ricavato da società pubbliche per la determinazione del valore di una privata risulta poco coerente: una possibile soluzione consiste nell'utilizzare tali multipli dopo che siano stati aggiustati e applicati con un leggero sconto alle *startup*¹²⁶. Tuttavia, un aggiustamento relativo all'orizzonte di valutazione, alla probabilità di fallimento e alla liquidità dell'investimento, attribuirebbe a giovani imprese un valore inferiore, senza però considerare che le potenzialità di crescita potrebbero invece aumentarne la valutazione. Infine, il ricorso a indicatori ricavati da società pubbliche risulta maggiormente adatto a quelle *startup* che prevedono un “*going public process*” non troppo distante o un acquisto da società quotate.

Un ulteriore problema sorge relativamente ai multipli basati sugli utili, poco efficaci laddove questi ultimi siano ancora negativi, come nel caso di una *startup* che necessita di un periodo di sviluppo per ampliare la propria attività, superare le fasi in cui vi è maggior rischio di fallimento e arrivare ad una situazione di utili positivi. In modo analogo, il ricorso a multipli calcolati a partire dai ricavi o dai valori contabili fornirebbero valori esigui per le *startup*, le quali traggono la maggior parte del proprio valore da *asset* intangibili, dal contenuto innovativo e dalle prospettive di crescita. Tuttavia, anche in questo caso il problema può essere aggirato con il calcolo del rapporto *P/E forward*, basato su utili prospettici anziché relativi al periodo presente, consentendo a *startup* che allo stato attuale non sono redditizie di avvalersi ad ogni modo del metodo in questione, moltiplicando il rapporto suddetto per le proprie aspettative di redditività futura. Alternativamente, i fondi di *venture capital*, in quanto focalizzati su imprese rischiose e giovani, ma con incredibili potenzialità di crescita, possono considerare queste ultime utilizzando il *PEG (P/E to growth)*¹²⁷:

$$PEG = \frac{P/E}{crescita attesa}$$

¹²⁶ CB Insights. (2021), How To Value A Company: An In-Depth Guide To The Business Valuation Process

¹²⁷ Rapporto tra l'indicatore price/earnings (P/E) e il tasso di sviluppo annuale previsto per gli utili di una società. Borsa Italiana.

Infine, un'ulteriore soluzione si basa sul calcolo dei multipli direttamente da società private: tale alternativa è ostacolata dallo scarso livello di informazioni su imprese non quotate, come l'assenza di un prezzo di mercato, e il numero insufficiente di *startup* comparabili in fasi ancora premature. Tuttavia, una tecnica diffusa e più accurata rispetto all'utilizzo di *ratio* ricavati da società che invece presentano titoli scambiati sul mercato, adopera un multiplo basato su transazioni private analoghe¹²⁸: ovvero sul prezzo pagato, in un orizzonte temporale non troppo distante, per *startup* operanti in *business* analoghi a quello della società valutata. Si ipotizza, infatti, che gli investitori valutino in modo equivalente *comparables* privati, nei quali sono disposti ad impiegare i propri fondi. Successivamente all'identificazione del valore della transazione effettuata relativamente a *startup* comparabili, si rapporta tale misura ad una variabile economica o patrimoniale del campione esaminato per ottenere un vero e proprio multiplo. Quest'ultimo, moltiplicato per la medesima variabile della società valutata, come nel tradizionale metodo dei multipli di mercato adottato per società quotate, ricondurrà al valore delle stessa.

Sebbene i limiti del metodo valutativo fondato sull'utilizzo di multipli di società *comparables* siano stati affiancati da possibili soluzioni, il modello in questione, così come i precedenti metodi tradizionali presentati nel presente capitolo, conferma la tesi inizialmente esposta: gli approcci tradizionali alla valutazione, per quanto applicabili con i dovuti accorgimenti a imprese in fasi di *early stage*, rimangono non del tutto idonei, aprendo la strada allo sviluppo di metodi alternativi, oggetto del seguente paragrafo.

2.3.3. Il *Venture Capital Method*

Il metodo del *Venture Capital*, come si può intuire dal nome, è un approccio alla valutazione che si adatta particolarmente alle fasi di *early stage*, sulle quali i fondi di investimento istituzionale in capitale di rischio si focalizzano maggiormente: pertanto, esso rappresenta il metodo di valutazione alternativo più rilevante nel contesto di analisi del presente elaborato.

Bil Sahlman, professore universitario presso la *Harvard Business School*, introdusse il *Venture Capital Method* nel 1987¹²⁹: lo scopo era quello di fornire un modello coerente con la valutazione di investimenti altamente rischiosi, ma giustificati da buone prospettive di crescita future, alimentate dal contenuto innovativo e dallo sviluppo del mercato di riferimento. Di conseguenza, l'orizzonte temporale considerato risulta cruciale per una stima corretta, tenendo presente l'orientamento del metodo in questione al medio-lungo termine: periodi troppo ristretti rischierebbero di non cogliere le potenzialità attese, perdendo parte integrante del valore che risiede nel futuro, dato lo scarso livello di redditività e di *asset* nei primi stadi di sviluppo¹³⁰.

In sostanza, il *Venture Capital Method* determina il valore prospettico della *startup*, da attualizzare alla data presente, ovvero al momento dell'investimento in capitale di rischio, considerando gli effetti diluitivi di

¹²⁸ Damodaran, A. (2009). Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418687>

¹²⁹ CB Insights. (2021), How To Value A Company: An In-Depth Guide To The Business Valuation Process

¹³⁰ Technische Universität München (2002). An introduction to the venture capital method.

eventuali *round* successivi al caso preso come punto di riferimento¹³¹. Esso trova una diffusione capillare negli Stati Uniti, non solo nel mercato del *venture capital*, ma anche per quanto riguarda il *private equity*, il quale predilige imprese *target* in stadi più avanzati sebbene ancora private, e i *business angels*, che invece intervengono in maniera spesso individuale, principalmente nelle fasi antecedenti, cioè di *seed stage*.

Il modello in esame prevede due alternative di applicazione che, nonostante presentino delle differenze dal punto di vista della procedura di calcolo, conducono in realtà al medesimo *output* finale, ovvero il valore della giovane impresa.

Il primo approccio è il *Venture Capital Method* vero e proprio, scomponibile nei seguenti passaggi¹³²:

- Determinazione del *terminal value*;
- Determinazione del valore attuale;
- Determinazione della quota di partecipazione al capitale di rischio;
- Stima del numero di azioni sottoscritte e del prezzo per azione.

Il *terminal value*, il quale non è altro che il valore finale attribuito all'impresa ad una certa data futura, rappresenta una variabile già menzionata nell'ambito del *discounted cash flow*. Tuttavia, se nel metodo finanziario esso rappresentava un'approssimazione del valore oltre uno specifico orizzonte, da aggiungere al valore generato nell'intervallo precedente, nel metodo del *venture capital* costituisce un vero e proprio punto di partenza; inoltre, se nel primo caso veniva calcolato tramite la formula della rendita perpetua, ipotizzando una normalizzazione dei flussi di cassa oltre un determinato numero di anni, il *venture capital method* si avvale del metodo dei multipli. Questi ultimi vengono calcolati in base ai ricavi di vendita o agli utili di imprese *comparables*, nonostante la prima opzione sia spesso preferita per la mancata redditività nelle fasi iniziali del ciclo di vita; in alternativa, è possibile costruire multipli *ad hoc*, basati su parametri peculiari delle *startup* nel campione.

Una volta definita la variabile economica attraverso la quale costruire il multiplo, occorre effettuare un'analisi prospettica relativa all'impresa valutata, stimando quale sarà, nel periodo preso in considerazione, il valore della grandezza scelta.

Successivamente, occorre definire l'arco temporale relativo al processo di valutazione, solitamente non superiore ai cinque anni. Quest'ultimo è determinato in base alle aspettative di disinvestimento, momento in cui i fondi di *venture capital* potranno liquidare la loro quota e monetizzare i guadagni in conto capitale: il *terminal value* è dunque il valore che la *startup* potrà raggiungere in fase di *exit*.

Terminata la raccolta delle informazioni fin qui riportate e moltiplicando il multiplo per i valori della società attesi in futuro, è possibile determinare la valutazione finale che essa avrà nell'anno prescelto. Tuttavia, è necessario considerare l'ipotesi posta alla base del *Venture Capital Method*: dall'investimento iniziale alla

¹³¹ NVCA 2020 Yearbook – National Venture Capital Association

¹³² Technische Universität München (2002). An introduction to the venture capital method.

fase di disinvestimento, si presume che l'impresa sia costante nel conseguimento dei *milestone*, ovvero degli obiettivi propedeutici al raggiungimento di buone *performance*, quali lo sviluppo del *minimum viable product* e il successo sul mercato. Tale ipotesi relativa al migliore scenario raggiungibile consente di prevedere una fase di *exit* in cui sarà effettivamente possibile monetizzare l'investimento con il rendimento desiderato, da cui dipendono i calcoli del metodo. Per quanto concerne la formula del *terminal value* due opzioni sono le seguenti:

$$(step\ 1)\ TV_t = \frac{P}{E} \times E \quad o \quad \frac{P}{S} \times S$$

Dove:

P indica il prezzo per azione stimato relativamente ai *comparables*;

E indica l'utile netto per azione;

S indica i ricavi di vendita per azione.

La fase successiva consiste nella determinazione del valore attuale dell'impresa, tramite il tasso di sconto che consente di attualizzare il valore finale: ovvero un rendimento *target*, o un *ROI*, che il fondo ritiene equo viste le condizioni dell'investimento¹³³. Quest'ultimo sarà caratterizzato da un profilo di rischio elevato, per via della giovane età dell'impresa finanziata, dell'incertezza a proposito del raggiungimento di stadi di sviluppo futuri o della crescita del mercato di riferimento e a causa della minore liquidità dell'investimento: tali caratteristiche fanno sì che il rendimento domandato sia maggiore, in modo tale da giustificare l'assunzione di un rischio che si eviterebbe impiegando i propri fondi in società quotate e più stabili.

Figura 3 Tassi di rendimento target del capitale di rischio nelle fasi del ciclo di vita

<i>Stage of development</i>	<i>Typical target rates of return</i>
Start up	50-70%
First stage	40-60%
Second stage	35-50%
Bridge / IPO	25-35%

Fonte Damodaran, A. (2009). *Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges*

¹³³ Damodaran, A. (2012). *Valuing Young and Start-up Firms*. In A. Damodaran. *Investment Valuation: third edition*. John Wiley and Sons

Figura 4 Rendimenti guadagnati dai Venture Capitalist (2007)

	3 year	5 year	10 year	20 year
Early/Seed VC	4.90%	5.00%	32.90%	21.40%
Balanced VC	10.80%	11.90%	14.40%	14.70%
Later Stage VC	12.40%	11.10%	8.50%	14.50%
All VC	8.50%	8.80%	16.60%	16.90%
NASDAQ	3.60%	7.00%	1.90%	9.20%
S&P	2.40%	5.50%	1.20%	8.00%

Fonte Damodaran, A. (2009). *Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation and Valuation Challenges*

Issues

Determinato il tasso idoneo a remunerare il capitale investito, a fonte di un determinato profilo di rischio, si precede con il seguente calcolo:

$$(step\ 2)\ VA_0^{ex-post} = \frac{TV_t}{(1+r)^t}$$

Dove:

$VA_0^{ex-post}$ rappresenta il valore attuale, quindi al momento dell'investimento, del *terminal value*, stimato invece per la fase di *exit*;

r rappresenta il tasso di attualizzazione.

In questa seconda fase occorre tenere presente la distinzione tra due concetti fondamentali del *Venture Capital Method* e più profondamente analizzati nelle pagine precedenti del capitolo: *pre-money valuation* e *post-money valuation*. L'attualizzazione del *terminal value* restituisce un valore in cui l'investimento è già inglobato: occorre sottrarre quest'ultimo per tornare ad una valutazione *ex ante*.

Terminata la seconda fase, ed essendo quindi in possesso di dati sul *terminal value*, sull'ammontare investito e il valore attuale, si prosegue con gli ultimi due *step*. In primo luogo, occorre determinare la quota di *equity* (X) che il *venture capitalist* ha acquisito sottoscrivendo parte delle azioni costituenti del capitale proprio:

$$(step\ 3)\ X = \frac{I}{V_0^{ex-post}}$$

In seguito, si prosegue con l'individuazione del numero specifico di nuove azioni acquistate (N), partendo dalla quantità esistente di vecchie azioni (V) e dal nuovo prezzo (P) a seguito dell'investimento:

$$(step\ 4)\ N = V \times \frac{X}{1-X}$$

$$(step\ 5)\ P = \frac{I}{N}$$

I passaggi qui sopra riportati concludono il processo di valutazione relativo al primo approccio del *Venture Capital Method*. Tuttavia, come suddetto, esiste una seconda strada perseguibile che si discosta dal modello tradizionale¹³⁴: tra la stima del valore finale e della quota di partecipazione non si procede con il calcolo del valore attuale, bensì con la valutazione del montante desiderato alla fine dell'orizzonte temporale di riferimento, dato un determinato ammontare di risorse investite e uno specifico tasso che remunererà il rischio. Successivamente, come nel caso precedente, si individua la percentuale di capitale proprio detenuta dal fondo, il numero di azioni sottoscritte e il prezzo delle stesse; solo al passaggio finale, infine, si ricava il valore attuale. In questo secondo approccio, i passaggi sono riassumibili come segue:

$$\begin{aligned}
 (\text{step 1}) \quad TV &= \frac{P}{E} \times E \\
 (\text{step 2}) \quad M &= I \times (1 + i)^t \\
 (\text{step 3}) \quad X &= \frac{W}{V_t} \\
 (\text{step 4}) \quad N &= V \times \frac{X}{1 - X} \\
 (\text{step 5}) \quad P &= \frac{I}{N} \\
 (\text{step 6}) \quad V_o^{\text{ex-post}} &= \frac{I}{X}
 \end{aligned}$$

Entrambi i modelli qui riportati peccano di una eccessiva semplificazione dal punto di vista del reale funzionamento degli investimenti in capitale di rischio: viene infatti ipotizzato un solo *round*, nonostante la prassi effettiva sia ben diversa. Innanzitutto, un medesimo fondo suddivide l'apporto di capitale in più *tranche*, come forma di tutela e di maggior controllo, riducendo l'azzardo morale potenzialmente causato dalle *startup* finanziate; inoltre, diversi fondi possono intervenire e inserirsi nel capitale delle società in momenti successivi. Tale meccanismo comporta continue diluizioni per i primi investitori e stimola la necessità di aggiustare le procedure di calcolo sopra citate: l'individuazione del tasso di ritenzione (RET)¹³⁵, indicatore della quota di *equity* mantenuta rispetto a quella che si possedeva precedentemente, a seguito del nuovo investimento, consente di aggiornare di volta in volta la percentuale di capitale di proprietà del fondo. Per stimare l'effetto della diluizione sulla quota di partecipazione si può applicare la seguente formula:

$$X_0 = \frac{X_t}{RET}$$

Le peculiarità del *Venture Capital Method* sin qui riportate mettono in evidenza una caratteristica distintiva di quest'ultimo: si tratta di un modello fortemente centrato sulla prospettiva dell'investitore. Infatti, mentre i

¹³⁴ Technische Universität München (2002). An introduction to the venture capital method.

¹³⁵ Idem

metodi tradizionali precedentemente analizzati risultano basati su dati relativi all'impresa valutata, come i flussi di cassa o il patrimonio, sbilanciandosi al massimo verso quelli di società *comparables*, nel *Venture Capital Method* si considera anche la quota ottenuta dall'investitore, le azioni sottoscritte e il montante che esso intende raggiungere in fase di *exit*, basato sul rendimento che desidera ottenere.

Tuttavia, l'elevata specificità che tale modello presenta relativamente al mercato del *venture capital* non ne elimina del tutto i limiti. In primo luogo, la scelta di un orizzonte temporale potrebbe portare ad ignorare tutto ciò che avviene nel periodo successivo. In secondo luogo, il punto di partenza del metodo in esame, a prescindere dall'approccio considerato, consiste nel determinare il *terminal value* tramite multipli dei ricavi o degli utili: il rilevante peso di questi valori potrebbero portare le imprese e i fondi a modificarli in base alle proprie convenienze, rispettivamente rendendoli più elevati, così da ottenere più risorse, e più esigui, così da pagare un prezzo minore a fronte di una medesima quota di *equity*¹³⁶.

Per quanto concerne il tasso impiegato, bisogna mantenere una coerenza con il multiplo utilizzato per la stima del *terminal value*: se quest'ultimo appartiene alla categoria *asset side* e, quindi, al numeratore si trova l'*enterprise value*, risulterebbe scorretto impiegare il costo del capitale proprio. Inoltre, i tassi *target* richiesti sono elevati per via dal rischio sostenuto: mantenere un unico tasso d'interesse per tutta la durata dell'investimento può risultare scorretto, laddove il rischio si attenui man mano che la *startup* prosegue lungo il proprio ciclo di vita.

Il rendimento richiesto viene spesso portato al di sopra di quanto sarebbe ragionevole pensare considerando il solo rischio sistematico, che è opportuno remunerare in quanto non diversificabile, per via del maggior intervento che i *venture capitalists* effettuano come partecipanti attivi allo sviluppo delle *startup*, contribuendo non solo a livello finanziario, ma anche con la loro esperienza e i contatti nel settore.

Infine, il ricorso a multipli di imprese *comparables* quotate espone al rischio che, nel caso in cui il mercato sbaglia a prezzarne le azioni, sopravvalutandole, vengano trascinate nel medesimo errore anche le *startup* finanziate dai *venture capitalists*.

Malgrado tali limiti, rimane il metodo di valutazione alternativo più diffuso in fasi di *early stage*.

2.3.4. Il *First Chicago Method*

L'analisi sui metodi alternativi di valutazione maggiormente diffusi nelle operazioni di *venture capital* si conclude con un metodo collegato a quello precedente, quasi da risultarne una rielaborazione.

Il *First Chicago Method*, infatti, può essere inteso come una variante del *Venture Capital Method*, adattandosi allo stesso modo alla valutazione di imprese in fase di *early stage*, finanziate da fondi d'investimento istituzionale in capitale di rischio.

¹³⁶ Damodaran, A. (2009). Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418687>

La differenza fondamentale tra il *Venture Capital* e il *First Chicago Method* consiste nell'ipotesi alla base del modello: nel primo caso, come evidenziato nelle righe ad esso dedicate, viene considerato un unico scenario possibile, ovvero quello più promittente, in cui l'impresa e il fondo raggiungono una piena soddisfazione in termini di crescita e rendimento ottenuto; contrariamente, il secondo modello assume una veduta più ampia, affiancando a tale scenario una situazione intermedia, più realistica, e una totalmente opposta e pessimista, contraddistinta dalle peggiori aspettative possibili. In seguito, per ognuno dei tre scenari previsti si stima un valore atteso e la probabilità che si verifichi: effettuando una media ponderata delle tre alternative si determina il valore atteso aziendale, più fattibile e prudente rispetto alla valutazione dedotta dall'ottimismo assoluto del *Venture Capital Method*.

Infine, se nel metodo inizialmente discusso il livello del tasso di attualizzazione risultava eccessivamente elevato, in quanto su di esso si inglobava l'intero rischio dell'operazione, nel *First Chicago Method* tale criticità viene in parte attenuata: una parte del premio per il rischio rimarrà rappresentata dal maggior tasso di rendimento richiesto, mentre un'altra parte viene inserita nei due scenari aggiuntivi di tale modello, consentendo un alleggerimento del tasso. Nonostante la maggiore accuratezza data dalla considerazione di prospettive alternative, fondamentale in fasi di *early stage* per via della probabilità di incorrere in risultati non desiderati, anche il *First Chicago Method* si distingue da altri modelli valutativi per la rilevanza del punto di vista dell'investitore: esso si basa infatti su stime che dipendono prettamente dalla visione di quest'ultimo, come la probabilità che uno scenario si verifichi.

2.4. I limiti dei metodi tradizionali e la rilevanza delle prospettive di sviluppo nelle imprese giovani ed innovative

I metodi di valutazione fin qui analizzati sono stati suddivisi in metodi tradizionali, tipicamente adottati per la determinazione del valore di un'azienda anche in fasi più avanzate del ciclo di vita, e alternativi, i quali si contraddistinguono per una maggiore adattabilità alle imprese *target* nel mercato del *venture capital*.

Per concludere la trattazione relativa al processo di valutazione nell'ambito dell'*early stage financing* ci si potrebbe domandare per quale ragione alcuni dei metodi tradizionali perdono parte della loro rilevanza se applicati a giovani imprese.

Nelle precedenti pagine di questo elaborato si è discusso dell'importanza dei fattori di natura qualitativa rispetto alle variabili quantitative; tuttavia, un'ulteriore contrapposizione che è possibile effettuare è relativa alla situazione presente rispetto alle aspettative future: nelle imprese finanziate da fondi di *venture capital* queste ultime assumono un peso decisamente più rilevante.

Tale affermazione spiega il motivo per il quale metodi affermati nella prassi valutativa non sono stati riportati tra quelli più utilizzati nel mercato del *venture capital*: sebbene alcuni approcci tradizionali, come il *DCF*, siano comunque applicabili a imprese ancora molto giovani, lo stesso non si può dire per altri, i quali

presentano un'eccessiva focalizzazione sulla situazione attuale, relativa a consistenza patrimoniale e flussi di reddito. In quest'ultimo caso si fa riferimento al metodo patrimoniale e a quello reddituale.

Nel metodo patrimoniale, diffuso in Europa continentale, il valore della società oggetto d'analisi si determina attraverso un'osservazione della composizione dello stato patrimoniale della stessa e, quindi, individuando gli elementi presenti nell'attivo e nel passivo, rispettivamente al valore di realizzo e di estinzione al momento di analisi: esso stima il prezzo che dovrebbe essere pagato per acquisire i singoli elementi del capitale dell'impresa¹³⁷. Si tratta di un processo analitico basato su dati contabili, particolarmente utile in società per le quali la maggior parte del valore creato deriva dalle voci iscritte nello stato patrimoniale: un esempio tipico sono le società immobiliari.

Il metodo in questione presenta due diversi approcci¹³⁸: il primo, definito "semplice", si basa su una stima del c.d. patrimonio netto rettificato dell'impresa¹³⁹; il secondo, definito "complesso", include componenti non iscritte in bilancio, ovvero risorse intangibili per le quali non è prevista una specifica voce nei *report* della società da parte dei principi contabili internazionali *IAS/IFRS*.

Nell'ambito valutativo di una *startup*, la scarsità di *asset* contabilizzati, sia a causa della loro assenza in fasi di *early stage*, sia a causa dei minori obblighi informativi, rende sconveniente l'utilizzo di tale metodo: ne deriverebbe una valutazione modesta per via dell'insufficiente considerazione del valore generato dalle aspettative di crescita, dal carattere innovativo e dal patrimonio intangibile, ad esempio il *know-how*. Sebbene si tratti di un modello più oggettivo e verificabile in imprese già avviate, laddove il patrimonio è esiguo tale caratteristica viene meno, nonostante il metodo patrimoniale complesso risolva in parte tale criticità.

Il metodo reddituale si fonda su un'analisi prospettica dei redditi attesi dalla società, successivamente scontati ad un tasso opportuno che consenta di determinare il valore attuale dell'impresa oggetto d'analisi. Ne discende che, in questo caso, la valutazione non sarà funzione del patrimonio detenuto, ma dei redditi che la società è in grado di produrre in un determinato orizzonte: alla base di tale affermazione vi è l'assunto che un investitore, informato sulla situazione reddituale di un'impresa *target*, sarà disposto a pagare un prezzo equo in funzione del ritorno che egli si attende di avere, basato sul valore attuale dei flussi di reddito che la società genererà¹⁴⁰. I redditi prospettici utilizzati devono rispondere alle seguenti caratteristiche: è necessario che siano valori medi, normali e stabilmente realizzabili, ovvero redditi che l'azienda ritiene di poter conseguire in un esercizio ordinario¹⁴¹. Anche in questo caso, i flussi utilizzati originano due alternative: quella "complessa" utilizza redditi attesi normalizzati, netti o operativi, ma puntuali, ovvero riferiti allo specifico periodo di realizzo del reddito entro un determinato orizzonte temporale; quella "semplice", invece, utilizza un valore medio del reddito, ritenuto normale, costante e ottenuto in base alle condizioni di redditività dell'attività caratteristica dell'impresa oggetto d'esame.

¹³⁷ Borsa Italiana. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/metodo-patrimoniale.html>

¹³⁸ Cintolesi, E., & Limiti, E. (2002). *La Valutazione Delle Aziende Nella Net Economy Fattori Critici, Fonti Di Finanziamento E Metodologie Valutative*. Milano: Giuffrè.

¹³⁹ Esso consiste nella differenza tra il valore delle attività e il valore delle passività, entrambe soggette alle opportune rettifiche di valore

¹⁴⁰ Manzana, G., Iori, M. (2012). *Guida alla valutazione d'azienda*. Il Sole 24 Ore.

¹⁴¹ Idem

Per quanto concerne le fasi di *early stage* e il *venture capital*, anche tale metodo presenta dei limiti dati dalle variabili sulle quali si fonda: una *start up*, nella norma, non presenta flussi positivi di reddito, non avendo ancora raggiunto il punto di pareggio, e le analisi prospettiche non risultano agevoli, così come la stima di un flusso reddituale normale e stabile, in quanto non coerente con l'elevata volatilità di una *startup*.

La limitatezza dei redditi, ancora negativi, o del patrimonio, scarso e raramente tangibile, conferma come la focalizzazione sulla situazione presente relativa ad una *startup* non fornisca una valutazione veritiera, portando ad aumentare il peso sulla bilancia relativo alle attese future: su quest'ottica si basa l'applicazione dei metodi precedentemente analizzati, come il *Venture Capital Method* o il *DCF*, modificato con i dovuti accorgimenti e con una maggiore attenzione alla componente relativa al *terminal value*.

Tuttavia, vi sono ulteriori metodi per i quali la crescita attesa è alla base del ragionamento seguito: tra questi si identifica il metodo delle opzioni reali.

Quest'ultimo è un approccio valutativo che si ispira alla "teoria delle opzioni finanziarie" elaborata da *Black e Scholes* nel 1973: un'opzione reale attribuisce il diritto, senza comportare alcun obbligo, di effettuare un investimento in una certa data futura, come se si stesse esercitando un'opzione di acquisto, comportando quindi la possibilità di modificare, differire, accrescere o abbandonare un progetto¹⁴².

Le *startup* prendono spesso vita da idee innovative, collocandosi in settori non ancora stabili; in tale scenario, il metodo analizzato prevede due elementi che risultano determinanti per la valutazione delle giovani imprese: le opportunità strategiche, principalmente basate sulla capacità di introdurre innovazioni nel mercato, e le opzioni di sviluppo. Tali fattori non vengono inglobati nel valore intrinseco ottenuto tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa, provocando un problema di sottovalutazione in fase di *early stage*. Il metodo in questione si propone di risolvere tale criticità, aggiungendo un premio dato dal valore delle opzioni reali, che colga le potenzialità di evoluzione del *business*, date dalle scelte strategiche e dalla flessibilità del *team* manageriale, in grado di capire se la *startup* stia preformando positivamente o meno e se si preveda un'espansione o una contrazione dei progetti¹⁴³.

Al fine di stimare il premio attribuibile alle opzioni reali occorre determinare il valore che l'esercizio dell'opzione è in grado di generare, il costo da sostenere per esercitarla, ovvero l'investimento da effettuare per l'espansione, e la deviazione *standard*, quindi l'incertezza legata a tali risultati; successivamente, dopo aver identificato l'orizzonte temporale entro il quale la decisione strategica deve essere intrapresa affinché l'opzione manifesti i propri effetti, è possibile determinare il premio effettivo da aggiungere al valore intrinseco dato dall'attualizzazione dei flussi di cassa attesi.

In conclusione, tale metodo evidenzia la necessità, nelle operazioni di investimento in fasi premature, di focalizzarsi sulle potenzialità di crescita, che rappresentano, tra l'altro, il motivo di investimento da parte dei *venture capitalists*: di conseguenza, l'aggiunta di un premio è ammissibile solo laddove i flussi di cassa attesi non siano in grado di cogliere le opportunità di sviluppo della società.

¹⁴² Heller, D. (2019). La décision d'investissement par modèles optionnels. Iste.; & Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., & Sandri, S. (2020), Principi di finanza aziendale. McGraw-Hill Education, pg. 282.

¹⁴³ Damodaran, A. (2009). Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418687>

CAPITOLO 3

IL CASO DI UN FONDO ITALIANO DI VENTURE CAPITAL: PRINCIPIA II

3.1 Principia SGR: il fondo Principia II

Principia SGR S.p.a. è una società di gestione del risparmio istituita nel 2002 in Italia, con l'obiettivo di investire in società collocate nello stadio di sviluppo del *venture capital* e dell'*expansion capital*, caratterizzate da *business model* innovativi e con una forte impronta tecnologica¹⁴⁴.

Ulteriori caratteristiche del fondo in esame riguardano la focalizzazione sul territorio nazionale, incrementandone in questo modo lo sviluppo economico ed imprenditoriale, e la connessione con istituti di ricerca ed università, volta al sostegno delle giovani imprese del Paese.

Essa opera come gestore di tre fondi¹⁴⁵:

- Principia Fund, il primo fondo costituito dalla SGR, con lo scopo di fornire capitali a società nei settori del *biotech* e dell'*ICT*;
- Principia II, ovvero il secondo fondo, il quale ripone la propria attenzione nell'ambito dello sviluppo tecnologico e digitale, con particolare riferimento al Centro-Sud Italia;
- Principia III – *Health*, il quale si contraddistingue per un forte *focus* settoriale anziché geografico, indirizzando i capitali raccolti a *startup* nel settore *healthcare*.

Le modalità di ricerca delle iniziative nelle quali investire consistono, invece, nelle seguenti tre alternative¹⁴⁶: la prima prevede contatti istituzionali, dei quali si occupano i membri del Consiglio di Amministrazione e i componenti del *management*, realizzati attraverso incontri con investitori, associazioni e imprenditori, svolti in modalità di *roadshow* o singolarmente; contatti con gli imprenditori; proposte spontanee.

Dei tre fondi sopra citati, gli ultimi due sono attualmente attivi e in fase di gestione dei rispettivi portafogli, i quali comprendono complessivamente diciassette imprese; per contro, già nel 2013 Principia Fund si trovava in fase di *exit* e con tre società ancora partecipate, ad oggi del tutto liquidate. Per quanto concerne le aspettative future, si prevede la realizzazione di un ulteriore fondo, anch'esso con *focus* settoriale, nello specifico relativo alla moda e al *design*, chiamato Principia IV.

Con particolare riguardo a Principia II, esso si classifica come fondo di investimento alternativo mobiliare di tipo chiuso e riservato: tali caratteristiche fanno sì che le quote del fondo siano state sottoscritte internamente in fase di costituzione e che saranno rimborsate soltanto alla scadenza prestabilita¹⁴⁷; inoltre, i fondi chiusi

¹⁴⁴ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

¹⁴⁵ <https://www.ventureup.it/venture/venture-capital/principia-sgr/>

¹⁴⁶ Fondo High Tech. (2013) Relazione sugli investimenti. Capitale di rischio per le PMI innovative del Mezzogiorno. Agenzia per l'Italia Digitale. Presidenza del Consiglio dei Ministri.

¹⁴⁷ I fondi comuni di investimento mobiliare chiusi sono stati istituiti in Italia con la Legge n. 344 del 14 agosto 1993, successivamente abrogata con l'introduzione del Testo Unico della Finanza (d.Lgs. 58/1998), che ne fornisce una disciplina generale, demandando alla Consob e alla Banca d'Italia tutti gli aspetti regolamentari (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/fondo-comune-di-investimento-mobiliare-chiuso.html>)

sono specificamente indirizzati al finanziamento di società non quotate, caratteristica relativa alle giovani imprese sostenute da Principia SGR, ancora in fase di avvio e, in alcuni casi, di espansione.

I fondi come quello oggetto d'analisi possono essere descritti in base a tre variabili chiave, ovvero lo stadio di sviluppo delle imprese *target*, il settore industriale delle stesse e l'area geografica nella quale si collocano: per quanto riguarda Principia II, si tratta rispettivamente dell'*early stage* ed *expansion financing*, dell'ambito digitale e, come suddetto, dell'Italia centrale e meridionale.

Esso è stato autorizzato il 7 dicembre 2007 dalla Banca d'Italia ed è diventato operativo a partire dal 2009, terminando la raccolta il 1° aprile con un totale di 63,1 milioni di euro raggiunti¹⁴⁸. Il periodo di investimento è iniziato nello stesso anno e si è concluso il 1° aprile 2013, dopo aver indirizzato i propri capitali a trenta *startup* altamente innovative, con *focus* sull'innovazione digitale: a partire dal 2013, dunque, Principia II ha avviato la fase di gestione e monitoraggio delle società in portafoglio, effettuando in seguito le necessarie procedure di *exit* da alcune delle *startup* partecipate. Nel 2018, i richiami dagli investitori erano stati interamente effettuati, mentre a questi ultimi sono stati distribuiti più di 6 milioni di euro e circa il doppio nel 2019 (12.164.039 euro).

Nonostante il periodo di investimento sia durato quattro anni, la durata complessiva prevista per il fondo corrisponde a dieci anni, con la possibilità di effettuare un prolungamento fino a un massimo di tre: quest'opportunità è stata sfruttata per la prima volta con un'estensione di un anno e mezzo, richiesta nel 2018, la quale ha prorogato la scadenza dal 30 marzo 2019 al 30 settembre 2020; inoltre, se nel caso precedente la motivazione del prolungamento consisteva nella necessità di un ulteriore intervallo temporale per la liquidazione totale delle partecipazioni, nel corso del 2019 si è manifestata l'esigenza di estendere la durata fino al 30 marzo 2022, quindi anche in questo caso di un anno e mezzo, per via dello scarso rendimento che si otterrebbe tramite disinvestimenti immediati, a causa della crisi generata dal *virus SARS-COV 2*.

I capitali raccolti, corrispondenti alla cifra sopra riportata e, come suddetto, ottenuti interamente in fase di costituzione per via della natura chiusa del fondo, sono stati suddivisi in 1.262 quote (1.261 di classe A e 1 di classe B) dal valore unitario di 50 mila euro, collocate da Principia SGR S.p.a. e sottoscritte da un totale di quindici investitori, esclusivamente professionali e qualificati¹⁴⁹.

Relativamente alle risorse finanziarie di Principia II, esse provengono in parte dal Fondo HighTech Sud, ovvero un fondo nato su iniziativa del Ministero per la Pubblica Amministrazione e l'Innovazione e il CNR, con capitali pari a 160 milioni di euro, volti a finanziare fondi mobiliari chiusi partecipati dal DIT (Dipartimento Innovazione e Tecnologia) del Ministero: Principia SGR, Sanpaolo Imi Fondi Chiusi SGR, Vegagest SGR e Vertis SGR¹⁵⁰. Questi ultimi hanno dovuto, a loro volta, indirizzare le suddette risorse al capitale di rischio di giovani imprese collocate nel Mezzogiorno, in Molise e in Abruzzo, caratterizzate da un notevole contenuto innovativo e tecnologico, idoneo a stimolare la digitalizzazione del Paese. Infine, se metà delle risorse del fondo HT sono di provenienza privata, i restanti 80 milioni consistono in capitali

¹⁴⁸ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

¹⁴⁹ Idem

¹⁵⁰ <https://www.pmi.it/lavoro-e-imprenditoria/news/4827/pmi-mezzogiorno-e-arrivato-il-fondo-ht.html>

pubblici¹⁵¹: da ciò si evince come il fondo Principia II risponda anche ad una necessità pubblica di sviluppo economico e occupazionale del Paese.

Alla fine del periodo di investimento, le risorse impiegate nelle 30 imprese *target*, tutte non quotate, corrispondevano al 84,4% del totale raccolto, ovvero ad un ammontare di 53.261.299 euro.

Ulteriori informazioni relative al fondo in esame riguardano: la situazione patrimoniale dello stesso, la quale non comprende *asset* diversi dalle partecipazioni non di controllo in società italiane, giovani ed innovative e presenta debiti che conducono ad un grado di leva finanziaria attorno all'unità; il profilo di rischio, il quale è stato definito "elevato" da un modello elaborato internamente dalla SGR. Quest'ultimo assume valori compresi in un intervallo tra 1 e 10 e si basa sui principali rischi ai quali si espongono gli intermediari finanziari, da una banca ad un fondo comune di investimento, i quali devono essere gestiti al fine di assicurare la tutela dei fornitori di risorse e garantire un corretto funzionamento del sistema finanziario: rischio di controparte, rischio di credito, rischio di liquidità, rischio di mercato e rischio operativo. Successivamente alla determinazione di tali fattori, si integra la stima della rischiosità complessiva, considerando in che misura le *startup* contribuiscano all'aumento della stessa: il *venture capital* investe, infatti, in società giovani e promittenti, ma con un'elevata probabilità di fallimento nei primi anni di vita.

Allo stato attuale Principia II detiene partecipazioni in tre società¹⁵² – Citynews S.p.a., Doveconviene S.r.l. e Neodata Group S.r.l. – con lo scopo di incrementarne il valore e ottenere un adeguato rendimento, nonostante le già citate difficoltà comportate della crisi pandemica.

Nelle pagine seguenti dell'elaborato verrà eseguita un'analisi relativa agli investimenti del fondo e ai relativi disinvestimenti, includendo calcoli attinenti alle *startup target*, in determinati casi frutto di elaborazioni personali e, ad ogni modo, soggetti al vincolo del *set* informativo disponibile per il presente studio.

3.2. Società ancora nel portafoglio del fondo

Citynews S.p.a.

Citynews S.p.a. è stata la prima *startup* a ricevere finanziamenti da parte del fondo, a febbraio 2011, tra quelle ancora partecipate.

Si tratta di una società che utilizza mezzi digitali per erogare un servizio che in precedenza, e ancora oggi seppur in minor misura, veniva erogato tradizionalmente attraverso giornali cartacei: la *value proposition*, infatti, è quella di fornire notizie affidabili, istantanee e gratuite, tramite l'utilizzo di *device* tecnologici¹⁵³.

Citynews S.p.a. è stata fondata nel 2010 da Luca Lani e Fernando Diana, chiudendo il primo anno di operatività con sette edizioni e quindici redattori; nell'ultimo anno, invece, essa ha concluso l'esercizio con 50 differenti edizioni metropolitane o nazionali e più di 250 redattori: il costante sviluppo della società ha consentito di

¹⁵¹ idem

¹⁵² <https://xyence.vc/it/>

¹⁵³ <https://www.citynews.it/gruppo/>

raggiungere un totale di 750.000 utenti registrati alle proprie piattaforme, una copertura dell'81%, circa 33 milioni di lettori mensili e 2500 clienti¹⁵⁴.

A gennaio 2010 la società ha ricevuto capitali dal fondatore Fernando Diana e dal fondo Banzai Ventures, relativi ad un *round seed* e pari ad un ammontare di 200.000 euro¹⁵⁵.

Riguardo all'impegno di Principia II in Citynews S.p.a., il primo *round* di finanziamento, avvenuto come suddetto nel primo trimestre del 2011, ha visto un aumento di capitale complessivo di 3,3 milioni di euro: di questi ultimi, 300.000 euro sono stati forniti dai fondatori Luca Lani e Fernando Diana, l'aumento corrispondente a 2.249.970 euro è stato sottoscritto da Principia II e reso disponibile in più *tranche*, mentre la parte rimanente è stata sottoscritta dal fondo Francesco Micheli e Associati S.r.l.¹⁵⁶. Tale investimento ha permesso al fondo in esame di ottenere una partecipazione complessiva del 24,52%, scomponibile come segue: il 18,72%, ovvero un impegno di 1.717.533 euro, corrispondente ad azioni con diritto di voto; il restante 5,80% è stato invece ottenuto conseguentemente ad un investimento di 532.437 euro in azioni prive di diritti di natura amministrativa. Inoltre, a fronte dell'importo pagato per entrambe le categorie di titoli e la quantità acquistata, complessivamente 38.032, si evince che a prescindere dalla presenza del diritto di voto, il costo unitario dei titoli al momento dell'investimento corrispondeva a 59,16 euro.

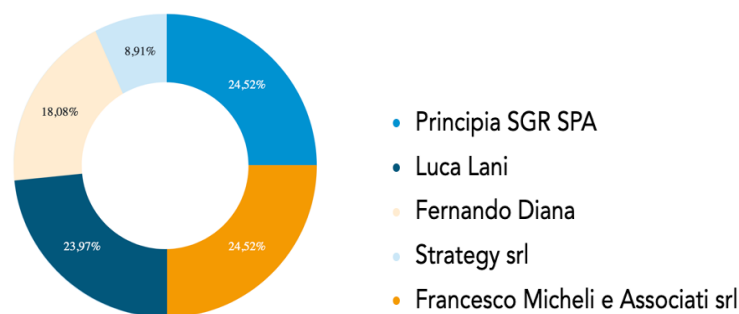
Nel comunicato stampa relativo all'aumento di capitale ne viene riportato l'obiettivo: "Le risorse raccolte serviranno per una rapida espansione del servizio dalle 9 province attuali ad oltre 40 tra le principali città italiane e per lo sviluppo del prodotto e la sua distribuzione su tutti i principali *device* digitali"¹⁵⁷.

Un ulteriore aumento di capitale è avvenuto nel corso del 2013, ultimo anno disponibile per il periodo di investimento di Principia II e anno di trasformazione della *startup* in società per azioni, durante il quale sono stati investiti 1,5 milioni di euro da Micheli Associati e dal fondo oggetto d'analisi¹⁵⁸.

A seguito di quest'ultimo *round* i capitali raccolti risultano essere, in totale, 5 milioni: 200 mila raccolti in fase di *seed stage* dai fondatori, i successivi 3,3 milioni nel 2011 e, in fine, gli altri 1,5 milioni appena citati.

Ad oggi il capitale sociale della piattaforma digitale è scomposto nelle seguenti quote:

Figura 5 Capitale sociale Citynews Spa



Fonte Citynews.it

¹⁵⁴ <https://www.citynews.it>

¹⁵⁵ https://www.crunchbase.com/organization/citynews/company_financials

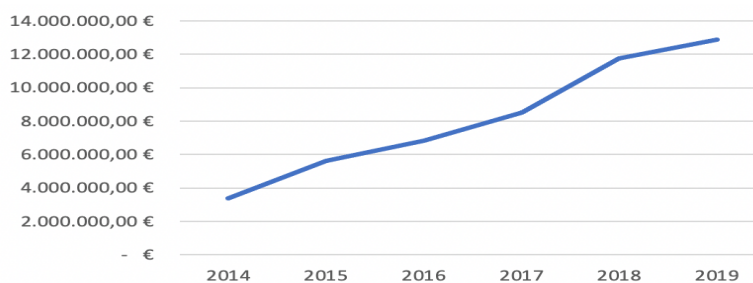
¹⁵⁶ https://www.crunchbase.com/organization/citynews/company_financials; Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

¹⁵⁷ Citynews Spa. (2011). CityNews raccoglie oltre 3,3 mln di euro per il lancio di 40 testate locali di informazione online.

¹⁵⁸ Citynews Spa. (2013). Citynews raccoglie 1,5 mln di euro per ampliare il network e accelerare la crescita. 1

Il fondo non ha ancora avviato una procedura di disinvestimento dalla società, come si evince dalla figura sopra riportata; tuttavia, se non è possibile determinare il risultato complessivo ottenuto dall'investimento, è opportuno considerare le possibili ragioni dell'intervento da parte di un fondo di *venture capital*: al 2011, dopo un solo anno di operatività della *startup*, la crescita risultava pari al 170% rispetto all'esercizio precedente, lasciando intravedere elevate prospettive di crescita futura; nel 2013 è stato raggiunto il *break even point* e, in seguito, si è verificata una continua crescita del fatturato.

Figura 6 Fatturato Citynews Spa



Fonte lab24.ilsole24ore.com/leader-della-crescita-2019/

Fino al 2018 il valore della partecipazione è stato mantenuto al costo d'acquisto sopra riportato; tuttavia, nel 2019 si è verificata una svalutazione complessiva di circa 840 mila euro, calcolata utilizzando il *DCF*, la quale ha portato il valore della partecipazione a 1.410.000 euro: tale evento ha riguardato per il 76,34% le azioni con diritto di voto¹⁵⁹.

Infine, considerando che ad oggi Principia II detiene il 24,52%, a fronte di un valore della partecipazione al netto della svalutazione di 1.410.000 euro, la valutazione complessiva della società è la seguente:

$$\text{Valore Citynews S.p.a.} = \frac{1.410.000 \text{ €}}{24,52\%} = 5.750.407,83 \text{ €}$$

In termini di capacità occupazionale, la società ha incrementato costantemente il numero di redattori coinvolti nella piattaforma digitale, passando da 15 nel 2010 a più di 250 allo stato attuale, e il numero di dipendenti, passando da 13 nel 2014 a 118 nel 2018¹⁶⁰.

Neodata Group S.r.l.

Neodata Group S.r.l. è una società fondata nel 2004 con la proposta di stimolare la digitalizzazione attraverso lo sviluppo dell'*advertising* digitale e l'utilizzo di *Big Data* che, tuttavia, non possono prescindere dalla presenza di un *team* esperto, in grado di "*comprendere problemi, interpretare bisogni e trovare soluzioni*"¹⁶¹.

¹⁵⁹ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

¹⁶⁰ <https://lab24.ilsole24ore.com/leader-della-crescita-2019/>

¹⁶¹ <https://www.neodatagroup.com/company/>

Si tratta, dunque, di una *startup* che risponde perfettamente all'esigenza del fondo, la quale riflette a sua volta una necessità del Paese, ovvero l'incremento della digitalizzazione: nel 2010, infatti, Neodata Group S.r.l. ha ricevuto il premio per l'innovazione tecnologica da parte del Ministero per lo Sviluppo Economico Italiano. Relativamente al contributo di Principia II, il fondo è entrato a far parte della società a febbraio 2012: l'operazione ha comportato l'acquisto di una quota di *equity* della *startup* a fronte di un investimento di 2,5 milioni di euro. Anche in questo caso l'operazione è stata suddivisa in diverse *tranche*, le prime due da un milione e la terza pari a 500.000 euro¹⁶².

Già al 2018, la partecipazione iscritta in bilancio relativa a Neodata Group S.r.l. era stata svalutata di 2.099.582 euro, risultando quindi di 400.418 euro e pari al 27,78% del valore complessivo. Ne consegue una valutazione della società determinabile come segue:

$$\text{valutazione Neodata Group S.r.l.} = \frac{400.418,00 \text{ €}}{27,78\%} = 1.441.389,49 \text{ €}$$

Come nel caso precedente, anche per la *startup* in esame non è stata avviata alcuna fase di disinvestimento e, di conseguenza, non è possibile determinare il rendimento complessivo ottenuto del fondo.

Per quanto concerne i dipendenti della società, la capacità occupazionale non è cambiata dal 2012 ad oggi, con un numero complessivo che rimane attorno ai 40 individui.

Infine, la società in esame ha subito effetti negativi dovuti alla crisi pandemica che ne hanno prorogato la valutazione per una possibile acquisizione, attraverso la quale anche il fondo Principia II vendererebbe la quota detenuta.

Doveconviene S.r.l.

Doveconviene S.r.l. è una società fondata nel 2010, proponendo un nuovo approccio al *business* dei volantini pubblicitari, resi disponibili *online* anziché in formato cartaceo, così da espandere il numero di consumatori raggiunti, rendere la distribuzione più rapida e aumentare per un *target* quanto più ampio possibile l'incentivo a recarsi in negozio. La *startup* ha collaborato con grandi marchi a livello nazionale e internazionale, quali Coca Cola, Eni, Samsung, Conad, Esselunga e molti altri ancora: in totale sono più di 700 i marchi con i quali Doveconviene ha creato un rapporto di *partnership* e più di 50 milioni gli *shopper* raggiunti¹⁶³.

A due anni dall'avvio dell'attività, ovvero a luglio 2012, Principia II ha riconosciuto le potenzialità della *startup* e un modello di *business* compatibile con l'obiettivo della digitalizzazione: nella relazione sulla gestione del fondo relativa al 2019, infatti, viene riportato che si tratta del principale operatore italiano nella trasformazione digitale del volantino cartaceo e che è stata recentemente introdotta la possibilità di collegare direttamente l'utente al negozio in modalità virtuale. Conseguentemente, il fondo di *venture capital* ha deciso

¹⁶² Fondo High Tech. (2013) Relazione sugli investimenti. Capitale di rischio per le PMI innovative del Mezzogiorno. Agenzia per l'Italia Digitale. Presidenza del Consiglio dei Ministri.

¹⁶³ <https://corporate.shopfully.com/it/chi-siamo/>

di effettuare un *round* di finanziamento consistito nell'apporto di 3,5 milioni di euro a fronte dell'acquisto di una singola quota: la partecipazione ottenuta, a differenza di quanto accaduto nelle due *startup* precedentemente riportate, non è stata svalutata e, al 2019, risultava ancora iscritta al costo d'acquisto.

Negli anni a seguire la *startup* è stata finanziata da ulteriori investitori¹⁶⁴: nel 2014 un secondo *round* ha visto la partecipazione di due *venture capitalists*, 360 Capital Partners e Merifin capital, i quali hanno investito 5,2 milioni di euro; nel 2015 il fondo internazionale Highland Capital Partners Europe ha investito 10 milioni di euro; infine, nel 2016 è stato deliberato un aumento di capitale pari a 3 milioni di euro, al quale hanno partecipato esclusivamente 360 Capital Partners e Highland Europe.

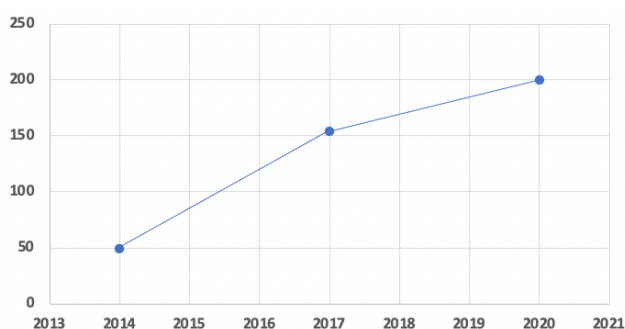
Tali *round* hanno diluito la percentuale detenuta da Principia II, la quale risulta essere del 20,46% al 2019, conducendo alla seguente conclusione:

$$\text{valutazione Doveconviene S.r.l.} = \frac{3.500.000,00 \text{ €}}{20,46\%} = 17.106.549,36 \text{ €}$$

Infine, relativamente alle *performance*, il tasso di crescita al 2019 risultava pari al 51,10%¹⁶⁵, mentre il fatturato è passato da quasi 12 milioni nel 2016 a più di 16 milioni nel 2018 e oltre 19 milioni nel 2019, nonostante il bilancio si sia chiuso in perdita nel medesimo periodo.

In termini di capacità occupazionale Doveconviene S.r.l. rivela un *trend* positivo:

Figura 7 Dipendenti Doveconviene Srl



Fonte <https://lab24.ilsole24ore.com/leader-della-crescita-2019/>

3.3. Operazioni concluse e risultati conseguiti

Gli investimenti complessivamente effettuati da Principia II hanno coinvolto trenta società, per un ammontare investito di circa 53 milioni di euro: escludendo le tre *startup* sopra riportate, gli altri casi già conclusi verranno di seguito descritti.

¹⁶⁴ https://www.crunchbase.com/organization/doveconviene/company_financials

¹⁶⁵ <https://lab24.ilsole24ore.com/leader-della-crescita-2019/>

Nel 2010 è stato effettuato un primo investimento in **X2TV**, *spin off* di Beeweb che utilizza mezzi digitali per creare forme di intrattenimento volte ad accompagnare l'erogazione di programmi televisivi o radiofonici e sperimentato, con tale scopo, dalla Rai¹⁶⁶. In quest'ultima iniziativa imprenditoriale, Principia II ha inizialmente promesso di investire 3,5 milioni di euro¹⁶⁷ a fronte di una partecipazione del 40%:

$$\begin{aligned} \text{valutazione post - money} &= \frac{3.500.000 \text{ €}}{40\%} = 8.750.000,00 \text{ €} \\ \text{valutazione pre - money} &= 8.750.000,00 \text{ €} - 3.500.000 \text{ €} = 5.250.000,00 \text{ €} \end{aligned}$$

Il disinvestimento è avvenuto a novembre 2015 con un ricavo di 975.095 euro¹⁶⁸: il fondo, dunque, non è riuscito ad incrementare il valore della partecipazione nella *startup*, così da ottenerne un rendimento positivo, perdendo invece circa un milione di euro.

Nel 2011 l'attività del fondo è proseguita con un investimento in **Applix S.r.l.**, *startup* nata nel 2010 nell'ambito della creazione di strategie digitali per le imprese, attraverso la realizzazione di applicazioni e piattaforme che hanno vissuto una diffusione internazionale¹⁶⁹. Già nel 2010 l'azienda appena nata aveva raccolto 500.000 euro in un *angel round*, per poi ricevere un finanziamento di 3 milioni nel *round* successivo: a quest'ultimo hanno preso parte Principia II, AngelLab e Hyppo Corporation. Nello specifico, Principia II si è impegnata con un finanziamento di 1,5 milioni di euro avvenuto in due *tranche* distinte: la prima ha comportato un richiamo agli investitori di 1 milione di euro a settembre 2011; la seconda è stata erogata a dicembre 2012 con un richiamo dei restanti 500.000 euro¹⁷⁰. Infine, nel 2015, Applix ha ricevuto un ulteriore finanziamento di 50.000 euro dall'EASME¹⁷¹, il quale ha probabilmente diluito la quota di partecipazione di Principia II, risultante pari al 17,11%.

Il disinvestimento è avvenuto sei anni dopo l'ingresso nella *startup*, ovvero nel 2017, anno in cui la stessa è stata acquisita da *Ernst&Young*, con l'intento di quest'ultima di mettere in atto una strategia di *open innovation*¹⁷²; la cessione ha generato un ricavo di 257.450 €: tuttavia, quest'ultimo valore, essendo nettamente inferiore al costo d'acquisto, ha dato luogo ad una perdita superiore a 1,2 milioni di euro.

Relativamente alla capacità occupazionale, Applix è passata da circa 40 dipendenti nel 2011 a 90 dipendenti nel 2015¹⁷³.

Un maggiore arricchimento del portafoglio è avvenuto nel 2012, con investimenti nelle seguenti società: Docebo S.r.l., Money360.it S.p.a., Moneyfarm SIM S.p.a., Zoorate S.r.l., Ciceroos S.r.l., Emediamarketing S.r.l., Vivocha S.p.a., 6Sicuro S.r.l., Games Apps Studio S.r.l., 4W Marketplace, Altilia, Eco4cloud, ITSWorld Sicilia e le già esaminate Neodata Group S.r.l. e Doveconviene S.r.l. .

¹⁶⁶ VeM – Venture Capital Monitor – Rapporto Italia 2020

¹⁶⁷ Peveraro, S. (2010). Principia II scommette sulla tv interattiva, Milano Finanza, 211, 16.

¹⁶⁸ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

¹⁶⁹ A.I.F.I. (2011). VeM Venture Capital Monitor. Rapporto Italia 2011

¹⁷⁰ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

¹⁷¹ https://www.crunchbase.com/organization/applix/company_financials

¹⁷² Bebeez. (2017). EY compra Applix, l'ex startup specializzata in app per aziende che piaceva da Steve Jobs.

¹⁷³ A.I.F.I. (2011). VeM Venture Capital Monitor. Rapporto Italia 2011. & <https://startupitalia.eu/617-20160128-applix-aquisizione-melazeta-venture>

Per quanto riguarda **Zoorate S.r.l.**, si tratta di una *startup* nata nel 2010 per offrire servizi alle imprese nell'ambito della *brand reputation*, in particolare della *web reputation*, in un contesto di crescita esponenziale dell'*e-commerce*. Come tutte le *startup* finanziate da Principia II, anche in questo caso alla base del modello di *business* vi è l'utilizzo di *touchpoint* digitali: la *startup* consente di raccogliere recensioni riportate su varie piattaforme da parte dei consumatori e in tutti i settori, dal lusso alla finanza, per poi analizzarle, migliorare i fattori critici rilevati e pubblicarle sul sito dell'impresa stessa per influenzarne, appunto, la reputazione. Il *focus* sulla digitalizzazione del Paese viene riconosciuto anche in Zoorate, motivo per il quale Principia II ha investito 1,2 milioni di euro nel 2012, a fronte di una partecipazione del 31,92%¹⁷⁴, da cui si deduce la seguente valutazione:

$$\text{valutazione post - money} = \frac{1.200.000 \text{ €}}{31,92 \%} = 3.759.398,50 \text{ €}$$

$$\text{valutazione pre - money} = 3.759.398,50 \text{ €} - 1.200.000 \text{ €} = 2.559.398,50 \text{ €}$$

L'investimento si è concluso in due *tranche*, la prima di 200.000 euro e la seconda della restante parte di un milione; inoltre, il primo richiamo agli investitori è avvenuto a dicembre 2012, per un importo di 250.000 euro, in parte dedicati anche alla *startup* Emediamarketing.

Le risorse raccolte, come dichiarato dai fondatori, sono state indirizzate prevalentemente al prodotto, per il 35% del totale ottenuto: l'operazione è stata guidata dall'intento di incrementare lo sviluppo tecnologico e commerciale della piattaforma, come riportato nel comunicato stampa dell'investimento. Principia II, inoltre, è intervenuta con un supporto non solo finanziario ma anche strategico, posizionando figure rappresentative del fondo nel Consiglio d'Amministrazione dell'azienda.

Il disinvestimento è avvenuto nel 2015, comportando un risultato negativo di 854.999 euro.

Un'ulteriore iniziativa imprenditoriale sostenuta da Principia II prende il nome di **CicerOOs S.r.l.**, nata nel 2010 e dedicata al settore del turismo, sviluppando una piattaforma digitale che renda meno dispersive le informazioni sui luoghi di interesse dei potenziali viaggiatori, così da velocizzarne le decisioni.

L'investimento complessivo è stato di 150.000 euro: Principia II ha partecipato con 100 mila euro, ricevendo una partecipazione del 20%¹⁷⁵; la parte restante è stata erogata dal fondo Digital Investment SCA SICAR, che ha così ottenuto il 10% della società¹⁷⁶.

La valutazione *post-money*, a partire da tali dati, risulta essere di 500.000 euro al momento della transizione, mentre quella *pre-money*, ottenuta sottraendo l'investimento complessivo, risulta di 350.000 euro.

Il richiamo agli investitori di Principia II è avvenuto a febbraio 2012; tuttavia, il *write off* avvenuto nel 2014 ha portato a concludere l'operazione con una perdita per il fondo.

Il 2012 ha visto anche l'investimento in **Emediamarketing S.r.l.**, società nata nello stesso anno e che eroga *coupon* da spendere *online*. Il *round* ha comportato un aumento di capitale complessivo di circa un milione di

¹⁷⁴ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

¹⁷⁵ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

¹⁷⁶ <https://www.crunchbase.com/organization/ciceroots>

euro, sottoscritto da Dpixel e Principia II: quest'ultima, in particolare, ha contribuito con 632.000 euro, ottenendo una partecipazione del 25,21%¹⁷⁷, corrispondente ad una valutazione *post-money* pari a 2.506.941,69 euro. Tuttavia, anche in questo caso, un ricavo di cessione esiguo ha comportato un risultato negativo per il fondo in esame.

Proseguendo con quelle che sono state le partecipazioni nel portafoglio del fondo, un ulteriore investimento relativo al 2012 è stato effettuato nella *startup* **Vivocha S.p.a.**, *spin off* di Reitek S.p.a., la quale opera nel mondo digitale, proponendo soluzioni per *software* di *Customer relationship management (CRM)* volti a migliorare il rapporto impresa-cliente¹⁷⁸: anche in questo caso, dunque, la *target* risponde agli obiettivi di sviluppo digitale del Paese sostenuti dal fondo, più precisamente nel Mezzogiorno. A tal proposito, il fondatore Federico Pinna ha dichiarato che Vivocha “*dell'essere all'avanguardia tecnologica ha fatto la sua caratteristica fondante*”¹⁷⁹.

L'operazione è stata condotta in collaborazione tra due fondi, Vertis Venture e Principia II, i quali hanno sottoscritto un aumento di capitale complessivo di 1,5 milioni di euro. In particolare, Principia II ha richiamato ad agosto 2012 un ammontare di 325.000 euro, da investire a settembre come prima *tranche*, e i successivi 325.000 per la seconda *tranche* a marzo 2013, investendo complessivamente 650.000 euro; Vertis Venture, invece, ha investito 850.000 euro, suddivisi in *tranche* di uguale importo, una a settembre 2012 e la seconda nell'anno successivo (la somma di tali importi conduce, come suddetto, ad un investimento complessivo di 1,5 milioni)¹⁸⁰. Inoltre, i due fondi sono intervenuti anche con un sostegno manageriale, entrando all'interno del consiglio d'amministrazione della *startup*.

La società è passata da 7 dipendenti nel 2012 a 16 nel 2016, continuando ad avere *trend* crescente negli anni a seguire, e conta circa 150 clienti sparsi per il mondo¹⁸¹.

Nel 2017, infine, Vivocha è stata acquistata dal gruppo Covisian, *leader* nel mercato del *business process outsourcing* con presenza globale, il quale ne ha rilevato una quota dell'88%, lasciando il restante 12% ai fondatori: di conseguenza, i due fondi sopra citati sono usciti dall'investimento. Relativamente a Principia II, il ricavo è stato di 327.693 €, con un risultato al netto del costo d'acquisto negativo.

Un ulteriore investimento è stato effettuato in **Games Apps Studio S.r.l.**, società che si propone di realizzare piattaforme per giochi digitali fruibili *online*. Nel 2012 il fondo Principia II ha finanziato la *startup*, con un primo richiamo agli investitori nel mese di giugno di un milione di euro, relativo alla prima *tranche*, e un secondo richiamo nel mese di dicembre, di due milioni, per le due *tranche* successive. Anche tale operazione è stata conclusa nel 2018 senza generare un rendimento positivo per il fondo.

La *startup* **4W Marketplace**, anch'essa finanziata da Principia II, è stata fondata nel 2008 con il sostegno dell'incubatore Digital Magics, diventando *leader* nel mercato del *digital advertising*, fino ad essere riconosciuta come *advertising provider* da Facebook, il quale ne ha autorizzato la realizzazione di pubblicità

¹⁷⁷ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

¹⁷⁸ A.I.F.I. (2012). VeM Venture Capital Monitor. Rapporto Italia 2012.

¹⁷⁹ <https://bebeez.it/files/2017/11/Covisian-vivocha.pdf>

¹⁸⁰ Fondo High Tech. (2013) Relazione sugli investimenti. Capitale di rischio per le PMI innovative del Mezzogiorno. Agenzia per l'Italia Digitale. Presidenza del Consiglio dei Ministri.

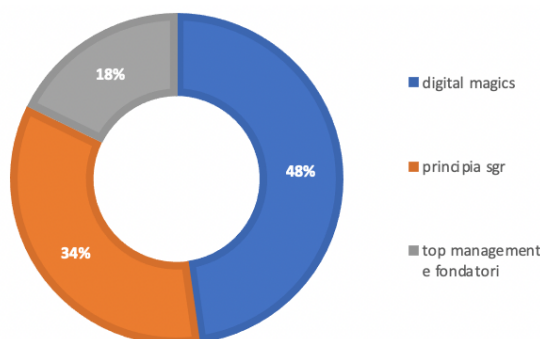
¹⁸¹ <https://covisian.com/it/chi-siamo/>

da vendere nei *social media*: si tratta dunque di una *startup* che ha mostrato fin da subito incredibili potenzialità di sviluppo. Inoltre, essa soddisfa l'esigenza del fondo oggetto d'analisi relativamente allo sviluppo economico e imprenditoriale del Sud Italia, in quanto lo stesso fondatore ha dichiarato: “*lo sviluppo della piattaforma nella sede di Fisciano è una logica conseguenza della nostra crescita, e della presenza nel Mezzogiorno di professionalità specializzate, spesso sottovalutate, che offriranno un contributo prezioso per lo sviluppo della startup e che ci permetteranno di creare così nuove opportunità di lavoro per i giovani nel Sud*”¹⁸².

Principia II ha avviato il *round* di investimento nel 2012, sottoscrivendo un aumento di capitale di 2,5 milioni di euro, resi disponibili in tre *tranche*¹⁸³: tali risorse sono state utilizzate dalla *startup* per il miglioramento delle tecnologie implementate al fine della realizzazione di strategie di *advertising* digitali e all'avanguardia. Si tratta di una società caratterizzata da una forte crescita: nel 2011 il fatturato è cresciuto del 52%, per poi superare i 4 milioni nel 2012 e i 7 milioni nel 2016¹⁸⁴; inoltre, sebbene la *startup* fosse ancora in perdita nel 2015, il 2016 si è chiuso con un utile di 41.000 euro.

Fino al 2015 il capitale sociale di 4W Marketplace era suddiviso tra i seguenti investitori:

Figura 8 Capitale sociale 4WMarketplace



Fonte bebeez.it

Tuttavia, nello stesso anno il Gruppo DADA ha rilevato il 25% della società¹⁸⁵, con un ammontare investito di 2,1 milioni, comportando le seguenti valutazioni:

$$\text{valutazione post - money} = \frac{2.100.000 \text{ €}}{25\%} = 8.400.000,00 \text{ €}$$

$$\text{valutazione pre - money} = 8.400.000,00 \text{ €} - 2.100.000 \text{ €} = 6.300.000 \text{ €}$$

Quest'ultimo *round*, sebbene potesse comportare una diluizione del fondo, ha influenzato non tanto la percentuale detenuta da Principia II, quanto quella di Digital Magics. Tuttavia, la cessione della partecipazione

¹⁸² <https://www.startupbusiness.it/principia-investe-25-milioni-di-euro-in-4w-marketplace/76946/>

¹⁸³ Le prime due tranche di un milione di euro e la terza di 500 mila

¹⁸⁴ A.I.F.I. (2012). VeM Venture Capital Monitor. Rapporto Italia 2012. & <https://www.startupbusiness.it>

¹⁸⁵ <https://bebeez.it/societa-it/dada-entra-nel-capitale-di-4w-marketplace/>

da parte del fondo oggetto d'analisi, avvenuta nel 2019 al prezzo di 1.650.020 euro, non è risultata sufficiente a compensare il costo d'acquisto.

Un ulteriore investimento effettuato dal fondo nel 2012 è relativo alla *startup* **Altilia**, la quale opera nel mondo dell'*artificial intelligence* dal 2010, anno in cui è stata costituita come *spin off* del CNR¹⁸⁶. Il finanziamento di Principia II è risultato pari a 2,6 milioni di euro, per una quota del 42,51% e una valutazione *post-money* di 6.116.207,95 €; successivamente la *startup* nel portafoglio è stata completamente svalutata e, infine, ceduta al valore di 300.000 euro¹⁸⁷.

Altilia è stata sostenuta anche da un secondo investitore istituzionale, ovvero il fondo *CDP Venture Capital* istituito da Cassa Depositi e Prestiti, il quale ha effettuato una prima *tranche* di 2 milioni a febbraio 2021¹⁸⁸: tale *round* di finanziamento non ha comunque diluito la quota di partecipazione di Principia II, in quanto quest'ultimo fondo aveva già concluso la sua procedura di *exit* nel 2019.

Eco4cloud, invece, è una *startup* nata nel 2011 nel settore dell'efficienza energetica, ottenuta attraverso algoritmi specializzati, dato il crescente utilizzo della tecnologia in tutti i processi produttivi. I principali investitori in tale *startup* sono stati Dpixel, Tim Ventures e Principia II. Quest'ultimo ha sottoscritto nel 2012 un aumento di 1,75 milioni di euro, di cui i primi 250.000 sono stati erogati nello stesso anno in due distinte *tranche*, la prima delle quali ha comportato un richiamo di 50.000 euro agli investitori il 16 aprile 2012¹⁸⁹.

Anche in questo caso la partecipazione è stata svalutata prima di essere venduta; la cessione, invece, è avvenuta nel 2019, realizzando un ricavo di 57.840 €: tuttavia, il risultato complessivo dell'operazione d'investimento si è rivelato negativo, pari a -1.692.160 €¹⁹⁰. Inoltre, la partecipazione del 57,79% detenuta da Principia II ha subito gli effetti diluitivi dei successivi *round* di finanziamento, in particolare di Tim Ventures, che ha investito 250.000 euro nel 2015, e dell'EASME¹⁹¹.

Infine, l'analisi delle partecipazioni acquisite nel 2012 si conclude con **Itsworld Sicilia**: società nata sull'onda dello sviluppo delle fonti energetiche rinnovabili, in particolare il fotovoltaico, e successivamente messa in liquidazione nel 2017. La prima *tranche* di investimento da parte di Principia II aveva comportato un richiamo agli investitori di 1 milione di euro, avvenuto il 19 novembre 2012. L'investimento complessivo è stato di 2 milioni di euro, a fronte di una partecipazione del 28%¹⁹² e, quindi, di una valutazione *post-money* di 7.142.857,14 € e *pre-money* di 5.142.857,14 €.

Tuttavia, relativamente alla *performance* ottenuta da tale investimento, si tratta ancora una volta di un risultato in perdita, essendo stata avviata, come suddetto, una procedura di liquidazione dalla quale Principia II non ha tratto alcun beneficio.

Il 2013, ultimo anno in cui il fondo ha potuto effettuare nuovi investimenti, ha visto l'ingresso in undici nuove società.

¹⁸⁶ Principia SGR. (2012). Altilia una start-up che punta a rivoluzionare il mercato globale della gestione dei big data non strutturati disponibili sul web.

¹⁸⁷ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

¹⁸⁸ <https://www.cdpventurecapital.it/cdp-venture-capital/it/portafoglio.page>

¹⁸⁹ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

¹⁹⁰ Idem

¹⁹¹ <https://www.crunchbase.com/organization/eco4cloud>

¹⁹² A.I.F.I. (2012). VeM Venture Capital Monitor. Rapporto Italia 2012.

A gennaio 2013 è stata finanziata **Eximia S.r.l.**, società nata nei primi anni 2000 e basata sull'utilizzo di tecnologie RFID e sull'*IoT*, con l'obiettivo di migliorare l'efficienza dei processi aziendali. Il comunicato stampa dell'operazione riporta un aumento di capitale sottoscritto dal fondo pari a 2 milioni di euro: tali risorse sono state utilizzate per il miglioramento dei prodotti offerti e per l'espansione in nuovi territori coperti dalla società. Si tratta, inoltre, di un'operazione vantaggiosa tanto per il fondo, il quale ha riconosciuto un forte contenuto innovativo in grado di contribuire al proprio obiettivo di sviluppo tecnologico del paese, quanto per la società stessa, che ha beneficiato non solo delle risorse, ma anche delle competenze e del prestigio di Principia SGR al fine di proseguire nella propria crescita.

Infine, la relazione sulla gestione di Principia II relativa al 2019 riporta i dati complessivi dell'affare, illustrando in particolare che il costo d'acquisto della partecipazione è risultato essere esclusivamente di un milione di euro, richiamato agli investitori il 9 gennaio 2013, a fronte di una percentuale del 21,12%: la valutazione *post-money* è quindi di 4.734.848,48 euro. Il disinvestimento è invece avvenuto nel 2015, generando un ricavo di 2.836 €.

In seguito, sempre a gennaio 2013, un *round* di 2,5 milioni per **Simplicissimus Book Farm**, piattaforma di distribuzione di libri in formato digitale, ha coinvolto il fondo Principia II, il quale ha sottoscritto 2 milioni di euro, lasciando i rimanenti 500.000 ai fondatori¹⁹³: il totale dell'importo investito corrispondeva ad una quota del 32,25% e, di conseguenza, ad una partecipazione del 25,8% per Principia II; nello stesso mese **Sunday S.r.l.** ha raccolto 2 milioni di euro in due *tranche*, cedendo a Principia II una partecipazione del 40%¹⁹⁴. Tale *startup* era già stata finanziata dal fondo *Dpixel* nel 2009, anno della sua nascita, e ulteriori investitori privati nel 2012; tuttavia, le risorse di Principia II sono risultate essenziali per la crescita, portando il fatturato da 250.000 euro nel 2013 a 4 milioni nel 2015, anno in cui il *team* ha raggiunto i venti dipendenti¹⁹⁵. Nel 2017 l'operazione si è conclusa con un *write off* della società dal patrimonio del fondo.

A febbraio 2013 Principia II ha investito in **D-Share**, società nata nel 2010 e attiva nell'ambito della creazione di contenuti digitali per le imprese; l'operazione ha comportato un aumento di capitale di 1,8 milioni di euro, 900.000 dei quali richiamati il 5 febbraio 2013. L'*exit* è avvenuta tra aprile e maggio del 2019, contestualmente all'acquisizione da parte di Eni di una partecipazione di controllo in D-Share, ovvero del 50,87%¹⁹⁶: il disinvestimento ha generato un'utile di 619.633 euro.

Nel mese successivo, marzo 2013, i capitali di Principia II sono stati destinati a **BangBite S.r.l.**, *startup* che realizza giochi *online* nell'ambito del *soccer manager games*: essa ha ricevuto 1,5 milioni in due *tranche* di investimento, la prima di un milione e la seconda dei restanti 500.000 euro. Si tratta anche in questo caso di una *startup* con notevoli potenzialità di crescita, avendo quadruplicato il numero di iscritti in un anno e mezzo di distanza dalla sua nascita. L'investimento di Principia II ha consentito di ottenere una partecipazione del 31,70%, liquidata tra anni dopo, nel 2016.

¹⁹³ Tombolini, A. (2013). Smplicissimus book farm, con principia arrivano gli investitori istituzionali. <https://antoniotombolini.com/simplicissimus-book-farm-con-principia-arrivano-gli-investitori-istituzionali/>

¹⁹⁴ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

¹⁹⁵ <https://startupitalia.eu>

¹⁹⁶ AGI (2019). Agi entra in D-Share: contenuti e tecnologie per i media. https://www.agi.it/comunicati/agi_dshare-5503610/news/2019-05-18/

A luglio 2013 è stato sottoscritto un aumento di capitale di un milione di euro in **Rysto S.r.l.**, *startup* che tramite una piattaforma digitale mette in connessione chi cerca e chi offre lavoro nel mondo della ristorazione, contribuendo anche in questo caso all'occupazione del Paese; nello stesso mese Principia II ha investito un milione di euro in **Tacati S.r.l.**, *startup* che consente di effettuare acquisti *online* da botteghe tipiche del territorio italiano e nella città del soggetto interessato, favorendo in questo modo lo sviluppo dell'*e-commerce* senza danneggiare i piccoli commercianti, come spesso accade, ma anzi andando a beneficio di questi ultimi. I restanti investimenti del 2013 sono i seguenti¹⁹⁷: **IM3D Clinic Sud Srl**, società che effettua ricerche nell'ambito dell'oncologia, a maggio 2013 ha ricevuto 2 milioni di euro, cedendo una quota del 49%, con una conseguente valutazione *post-money* di 4.081.633 euro; nel mese di giugno 500.000 euro sono stati investiti in **Bibutek S.r.l.**, per una partecipazione del 40%; infine, **Weekend Company S.r.l.** ha ricevuto circa 4 milioni di euro a luglio 2013.

Le procedure di disinvestimento per le tre *startup* appena citate sono state eseguite nei primi due casi nel 2019, per IM3D Clinic Sud con un ricavo di cessione di 640 mila euro, mentre per Bibutek senza alcun ricavo per via della cancellazione dal registro delle imprese avvenuta nel mese di dicembre dello stesso anno; relativamente a Weekend Company S.r.l., invece, l'operazione si è conclusa nel 2015, quando anch'essa è stata messa in liquidazione.

Il portafoglio complessivo di Principia II non si esaurisce con le *startup* appena analizzate: le partecipazioni restanti saranno oggetto di una specifica argomentazione nei paragrafi che seguono.

3.3.1. Il caso Docebo

Tra le *startup* nelle quali Principia II ha investito le proprie risorse, Docebo S.r.l. è sicuramente quella che ha mostrato una crescita più sorprendente.

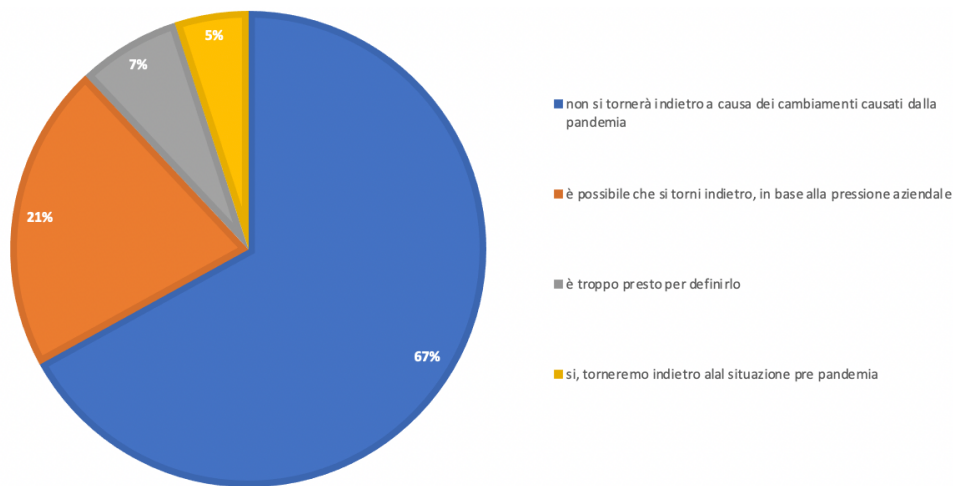
Quest'ultima è una società nata nel 2005, grazie al fondatore Claudio Erba, nel settore dell'*E-learning*, il quale permette di rendere più efficiente la formazione in termini di costo e di tempo impiegati, e tramite l'utilizzo di intelligenza artificiale.

Ad oggi sentir parlare di formazione *online* non sembra più qualcosa fuori dal comune, in quanto la crisi pandemica ha costretto a situazioni di *lockdown* per via delle quali il lavoro e la didattica sono stati svolti regolarmente a distanza. A tal proposito, una ricerca effettuata dal *Fosway Group* nel 2020¹⁹⁸ ha condotto ai seguenti risultati, relativamente all'evoluzione delle strategie di formazione aziendale:

¹⁹⁷ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

¹⁹⁸ Fosway Group. (2020). Digital Learning: Being Successful in a Post-Pandemic World. <https://www.fosway.com/wp-content/uploads/2020/07/Fosway-Digital-Learning-success-in-a-post-pandemic-world-Jul20.pdf>

Figura 9 Impatto del Covid-19 sulla formazione aziendale



Fonte Fosway Group, *Digital Learning: Being Successful in a Post-Pandemic World*, July 2020.

Tuttavia, nel 2005 l'idea di una piattaforma digitale per l'offerta di corsi di formazione, dai clienti ai dipendenti di un'impresa, era del tutto lungimirante e, da allora, lo sviluppo di tale società si è rivelato esponenziale; inoltre, l'abilità di Docebo è stata quella di riconoscere il cambiamento attitudinale delle imprese nei confronti della formazione, la quale è passata dall'esser considerata interessante, ad esser ritenuta fondamentale.

La semplicità d'utilizzo e la flessibilità, così come la possibilità di fruire dei corsi in quaranta lingue differenti, sono stati fattori cruciali per lo sviluppo internazionale, per il riconoscimento di migliore piattaforma di *E-learning* nell'ambito della formazione aziendale e per l'ottenimento di innumerevoli premi, ad esempio posizionandosi nella classifica redatta da Deloitte relativamente alle 500 imprese tecnologiche più innovative operanti in Nord America¹⁹⁹. Ad oggi Docebo ha operato con circa 2000 organizzazioni, in 68 paesi e con un team di 400 dipendenti²⁰⁰.

Principia II ha sicuramente riconosciuto le potenzialità di quella che allora si collocava nello stadio di *startup*, basata sull'innovazione e sulla digitalizzazione, caratteristiche ricercate dal fondo, e che ancora oggi continua costantemente ad innovare le proprie piattaforme.

Il primo finanziamento per Docebo è arrivato dall'*angel investor* Seeweb nel 2006, il quale ha investito 150.000 euro, sostenendo le fasi iniziali di *seed stage*. Successivamente, nel 2012, ha avuto luogo il *venture round* effettuato da Principia II: sono stati investiti 2.411.565 €, in *tranche* separate, corrispondenti ad una partecipazione del 34,12% e indirizzati allo sviluppo della piattaforma "*Docebo Cloud*".

$$valutazione\ post - money = \frac{2.411.565\ €}{34,12\%} = 7.067.892,73\ €$$

$$valutazione\ pre - money = 7.067.892,73\ € - 2.411.565\ € = 4.656.327,73\ €$$

¹⁹⁹ Deloitte – Technology Fast 500 2020 North America

²⁰⁰ <https://www.docebo.com/it/company/>

Un cambiamento radicale è avvenuto nel 2015: allora Docebo aveva già iniziato la sua espansione in Nord America, dove oggi detiene il 70% dei propri clienti e il restante 30% nell'area EMEA²⁰¹, e, di conseguenza, il fondo canadese Klass Capital ha deciso di avviare il secondo *round*, investendo 3 milioni di dollari nel mese di febbraio²⁰². In questo caso, i capitali raccolti sono stati indirizzati tanto allo sviluppo delle piattaforme quanto all'espansione geografica.

Inoltre, nello stesso anno, Klass Capital ha rilevato le quote dei due investitori precedenti, che hanno così effettuato la loro procedura di *exit*, favorendo il fondo canadese e indirizzando la società verso un maggiore sviluppo internazionale: Seeweb ha ceduto la partecipazione a luglio, mentre Principia II ha venduto la propria a novembre²⁰³.

Relativamente a Principia II, la cessione ha generato un ricavo di 4.500.000 € e un risultato complessivo dell'investimento, al netto del costo di acquisto, di 2.088.435 €; al momento della cessione la quota di Principia II, quindi acquisita da Klass Capital, era del 28,74%.

Ciò che è interessante osservare relativamente all'affare concluso tra il fondo oggetto d'analisi e Docebo, tuttavia, non è il rendimento complessivamente ottenuto, che per via dello sviluppo della piattaforma digitale ha mostrato “*ROI e IRR sopra le best practice di mercato*”, come annunciato nel comunicato stampa del disinvestimento; risulta, invece, più importante domandarsi se la scelta di disinvestire sia stata effettivamente conveniente per il fondo, o se un comportamento più paziente si sarebbe rivelato più efficace e produttivo.

Negli ultimi anni, infatti, Docebo ha avuto una crescita esponenziale: a ottobre 2019 ha avuto luogo l'*IPO* per quotarsi sulla Borsa di Toronto, il Toronto Stock Exchange, evento dal quale la società ha ricavato 75 milioni di dollari, attraverso l'emissione di 4.687.500 azioni dal valore unitario di 16 dollari. Un'ulteriore *IPO* ha riguardato la quotazione di Docebo, a partire dal 3 dicembre 2020, sul *Nasdaq*: sono state vendute 3,450,000 azioni ad un prezzo unitario di 48 dollari, per un totale di 165,6 milioni di dollari raccolti.

Relativamente ai ricavi, a partire dal 2016 la crescita è stata esponenziale, mentre i clienti sono passati dall'essere 900 nel 2016, all'essere 2300 nel primo trimestre del 2021.

In tale scenario, il *NAV* attuale del fondo nell'ipotesi in cui Docebo non fosse stata ceduta, sarebbe sicuramente superiore: Principia II avrebbe beneficiato di un *capital gain* rilevante dato dall'incredibile crescita della società.

²⁰¹ Docebo (2021). Investor presentation May 2021.

²⁰² De Angelis, D. (2015). Docebo ottiene un investimento di 3 milioni di dollari da Klass Capital. Da <https://www.docebo.com/it/company/newsroom/docebo-ottiene-un-investimento-di-3-milioni-di-dollari-da-klass-capital/>

²⁰³ Bebeez. (2015). Principia Sgr vende a Klass Capital la sua quota nell'e-learning di Docebo. /

Figura 10 Ricavi Docebo 2016-2020

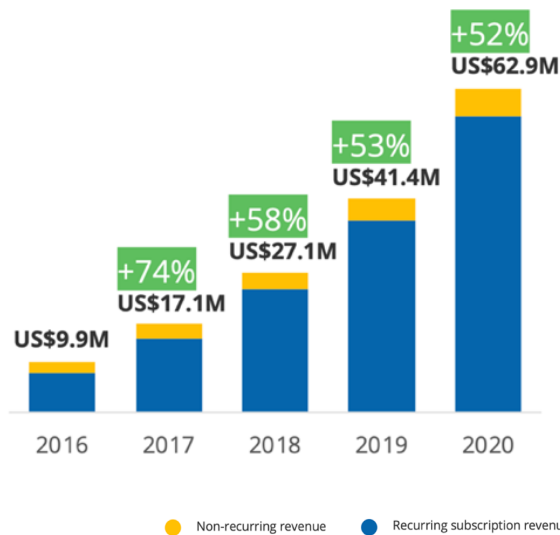
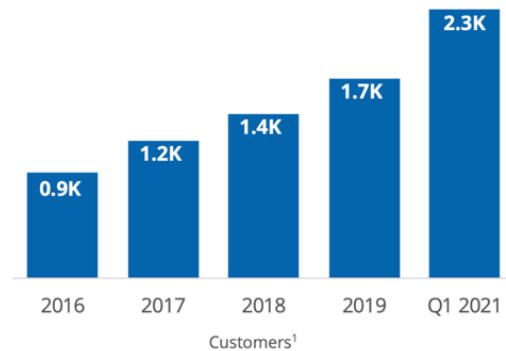


Figura 11 Clienti Docebo 2016 - Q1 2021



Fonte Docebo Investor Presentation May 2021

3.4. Il contributo di Principia II allo sviluppo del *Fintech*

Nel 2009, anno in cui il fondo oggetto d'analisi ha iniziato ad operare, il cambiamento nel settore finanziario dovuto all'introduzione della tecnologia, e quindi allo sviluppo del *fintech*, era già in corso d'opera: Principia II ha contribuito, investendo in alcune società nate sull'onda di sviluppo del fenomeno, all'evoluzione del *fintech* in Italia.

Il caso più emblematico è senza ombra di dubbio MoneyFarm SIM S.p.a.; tuttavia, rientrano nel settore anche Jusp S.r.l., 6Sicur S.r.l. e Money360.it S.p.a..

Nel comparto dei pagamenti e dei trasferimenti di denaro, Principia II ha sostenuto lo sviluppo di **Jusp**, società nata nel 2011 e che consente di utilizzare lo *smartphone* come se fosse un *POS*, collegando un piccolo apparecchio a qualsiasi *device* con sistema *iOS*, *Windows* o *Android* e ricevendo su di esso pagamenti effettuati tramite carte di credito o di debito. Il prototipo del prodotto con il quale *Jusp* si è insediata nell'ambito del *fintech* è stato completato a gennaio 2013; tre mesi dopo, ad aprile 2013, è stato ricevuto il primo *round* di finanziamento: quest'ultimo è consistito nella raccolta di circa 4,5 milioni di euro, provenienti in parte dal fondo Principia II e in parte dal fondo Vertis Venture. Principia II, inoltre, è entrata a far parte del C.d.A. della società, strumento che i *venture capitalist* adottano per avere un controllo più diretto nell'investimento, evitando così i rischi d'azzardo morale.

Sebbene già nel 2012 alcuni *angel investors* avessero finanziato *Jusp*, le risorse fornite da Vertis Venture e il fondo in esame sono risultate fondamentali per lo sviluppo del prototipo: infatti, a luglio 2014, i due fondi istituzionali hanno permesso alla società di raggiungere il lancio commerciale del prodotto, il quale è stato seguito dall'obiettivo di espansione al di fuori del mercato domestico.

Nel 2016 Vertis venture ha disinvestito dalla società, la quale è stata sottoposta ad un'attività di *due diligence* da parte di Lottomatica, con l'obiettivo di acquisirne il 100%²⁰⁴. La trattativa, tuttavia, non è andata a buon fine e nel 2017 è iniziata la procedura di liquidazione di Jusp.

Relativamente a Money360.it S.p.a., si tratta di una *startup* che utilizza la tecnologia, e quindi piattaforme digitali, per l'offerta di servizi tipici delle tradizionali istituzioni finanziarie: mutui, credito al consumo, assicurazioni e così via; essa ha inoltre collaborato con importanti banche, da Monte dei Paschi di Siena a BNL, a dimostrazione del fenomeno già menzionato nel presente elaborato, ovvero la tendenza delle banche consolidate ad unirsi alle *startup fintech* per trarne innovazione. Il primo *round* di finanziamento ha avuto luogo nel 2010, da parte del fondo Vertis Venture, il quale acquisì il 60% della società²⁰⁵; nel 2012, invece, arrivarono i capitali di Principia II, pari a 585.000 €. Questi ultimi, erogati a fronte di una partecipazione del 7,75%, sono stati suddivisi in due *tranche*: la prima da 400.000 euro e la seconda da 185.000 euro²⁰⁶.

A partire dal 2013 il 100% di Money360.it è detenuto dal gruppo MutuiOnline S.p.a.: di conseguenza, nello stesso anno Principia II è uscita dall'investimento, con un ricavo simbolico di un euro, in quanto la società è stata venduta come alternativa alla liquidazione, scelta che avrebbe comportato danni ai dipendenti della stessa.

Un ulteriore ramo del *fintech* prende il nome di *insurtech* e consiste nell'applicazione della tecnologia al mondo assicurativo: Principia II ha dato il proprio contributo per incrementarne lo sviluppo all'interno del Paese, investendo nella *startup* 6Sicuro Srl. Quest'ultima è nata nel 2000, offrendo un servizio volto a comparare assicurazioni per veicoli e moto *online*, garantendo risparmio e trasparenza.

Anche in questo caso, Principia II si è rivelato un fondo lungimirante per lo sviluppo digitale del Paese e del *insurtech* italiano: per tale settore il 2021 prospetta, infatti, una crescita del 34%, con ricavi di circa 235 miliardi, a fronte dei 175 miliardi del 2016²⁰⁷.

L'investimento ha avuto luogo a marzo 2012: il fondo in esame ha erogato 2.494.822 €, ricevendo una partecipazione del 17,21%. Tuttavia, le perdite registrate nel 2017 hanno comportato una svalutazione totale della stessa e la necessità di effettuare un aumento di capitale per la società, al quale Principia II non ha partecipato, ma ha anzi ceduto i propri diritti d'opzione.

Già nel 2018, infatti, il fondo di *venture capital* aveva iniziato una trattativa per la cessione della propria quota di *equity* ad Assiteca S.p.a., *broker* assicurativo quotato sul segmento borsistico AIM che nel 2000 aveva fondato 6Sicuro: l'operazione ha dato diritto a Principia II di incassare 145.000 euro e Assiteca, per contro, ha raggiunto una partecipazione totale del 21,21%. Nel 2020, infine, la società è passata totalmente nelle mani di Assiteca, a seguito di un'operazione con la quale quest'ultima ha acquisito il 78,79%, a fronte di 9.041.000€ investiti²⁰⁸.

²⁰⁴ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

²⁰⁵ A.I.F.I. (2010). VeM Venture Capital Monitor. Rapporto Italia 2010.

²⁰⁶ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

²⁰⁷ 6Sicuro.it (2021). Assicurazione Auto: l'insurtech è il futuro.

²⁰⁸ Bebeez. (2020). Assiteca, partecipata da Tikehau, sale al 100% dell'aggregatore assicurativo 6Sicuro.

Il disinvestimento di Principia potrebbe essere dovuto al fatto che nel periodo in cui la partecipazione è stata detenuta il valore di 6Sicuro S.r.l. non è cresciuto e, di conseguenza, non ha generato alcun rendimento in conto capitale: la valutazione *post-money* a seguito dell'investimento del fondo in esame risulta maggiore della valutazione *post-money* conseguente all'investimento di Assiteca, avvenuto a distanza di otto anni (il primo nel 2012 e il secondo nel 2020), a dimostrazione del fatto che il valore di 6Sicuro riconosciuto dagli investitori istituzionali non ha beneficiato di un incremento.

$$\text{valutazione post - money (Principia)} = \frac{2.494.822 \text{ €}}{17,21\%} = 14.496.350,96 \text{ €}$$

$$\text{valutazione post - money (Assiteca)} = \frac{9.041.000\text{€}}{78,79\%} = 11.474.806,45 \text{ €}$$

3.4.1. Il caso Moneyfarm

Il contributo di Principia II al *fintech* ha dato origine all'investimento in MoneyFarm SIM S.p.a., ovvero uno dei maggiori successi nel mercato del *fintech* italiano.

Moneyfarm è stata fondata nel 2011, offrendo servizi digitali relativi alla gestione patrimoniale, da Paolo Galvani, attuale presidente, e Giovanni Daprà, attuale *CEO*: il vantaggio competitivo consiste, come spesso accade nelle *fintech* che cercano di differenziarsi dai servizi finanziari tradizionali, nella forte focalizzazione sul cliente per la costruzione dei relativi portafogli, personalizzati in termini di rischio e di rendimento.

A seguito dell'inizio dell'attività in Italia, avvenuta in aprile 2012 grazie all'autorizzazione della Consob, la crescita della *startup* ha dato origine ad un'espansione internazionale, scegliendo Londra come città ospitante della sede centrale. Tale scelta è stata guidata da varie ragioni²⁰⁹: innanzitutto, per quanto Moneyfarm rappresenti un caso emblematico *del venture capital* italiano, avendo ricevuto un ammontare di capitali come nessuna *startup* nel Paese prima d'allora, i fondatori hanno dichiarato che la necessità di muoversi all'estero è stata dettata dalla difficoltà di raccogliere le elevate risorse di cui una tale attività avrebbe bisogno per arrivare al punto di pareggio; ulteriori motivazioni di tale decisione si riscontrano nelle risorse umane specializzate nel settore, più facili da reperire in una città come Londra; infine, il numero di *startup fintech* in Italia è nettamente inferiore rispetto ad altri paesi, dove il confronto con imprese simili ha attirato la *startup* in esame.

Il fondo Principia II, perseguendo l'obiettivo di stimolare la digitalizzazione del Paese, ha riconosciuto in Moneyfarm notevoli potenzialità in termini di contenuto innovativo, di fondamentale importanza in un contesto in cui gli istituti finanziari tradizionali si dimostrano costosi e spesso troppo complessi: il *focus* digitale si riscontra in ogni ambito dell'offerta della società in questione, dall'*app* come principale *touchpoint*, all'utilizzo di *robo advisor* per la costituzione dei portafogli.

²⁰⁹ P101 Venture Capital. Report 2017. Bebeez.

Ad oggi la *startup* ha ricevuto più di 100 milioni di euro in distinti *round* di finanziamento²¹⁰.

Il *round* che ha riguardato Principia II ha avuto luogo ad Agosto 2012, in collaborazione con il fondo United Ventures, e ha coinvolto un ammontare di risorse pari a 3 milioni di euro: in particolare, Principia II ha partecipato con 1.999.998 €, ricevendo una partecipazione del 28,49%²¹¹.

$$\text{valutazione post - money} = \frac{1.999.998 \text{ €}}{28,49\%} = 7.020.000 \text{ €}$$

$$\text{valutazione pre - money} = 7.020.000 \text{ €} - 1.999.998 \text{ €} = 5.020.002 \text{ €}$$

A seguito di tale *round*, ai fondatori è rimasto il 30% della società, a fronte del 70% detenuto dai due investitori istituzionali²¹². Infatti, precedentemente era stata eseguita una singola raccolta di capitali, a marzo 2011, nella fase di *seed stage*, la quale aveva permesso alla società di ottenere circa 700.000 euro da parte di Jupiter Ventures e United Ventures: per quest'ultimo, quindi, il *round* del 2012 è stato il secondo investimento, che ne ha aumentato la quota detenuta, mentre Principia II si trovava solo al primo.

Per quanto riguarda, invece, gli anni successivi, i *round* a beneficio di Moneyfarm sono stati molteplici.

Nel 2014 United Venture e Vittorio Terzi hanno sottoscritto un aumento di capitale da 700.000 euro; a novembre 2015 sono arrivati 16 milioni, anche in questo caso da United Venture e Cabot Square Capital; a settembre 2016 Allianz X ha investito 7 milioni e altri 46 milioni nel 2018, insieme a Endeavor Catalyst, United Ventures, Cabot Square Capital e Fondazione di Sardegna; infine, nel 2019, Moneyfarm ha ricevuto ulteriori 36 milioni di euro da Poste Italiane e Allianz²¹³. Si tratta, dunque, di *round* di elevato spessore a livello di risorse ricevute: motivo per il quale, qualora Principia II non avesse disinvestito nel 2015, si troverebbe con una partecipazione fortemente diluita, anche se in una società cresciuta esponenzialmente.

Infine, un fattore d'interesse per Principia II nel processo di *decision making*, volto a selezionare le *startup* nelle quali investire, è la già citata capacità occupazionale di queste ultime: ad oggi Moneyfarm detiene un *team* di 130 dipendenti, contribuendo alla causa sostenuta da Principia II, nonostante la sede centrale della realtà *fintech* sia stata spostata a Londra.

3.5. La performance del fondo

Come conclusione dell'analisi condotta a proposito del fondo di investimento alternativo mobiliare Principia II, è possibile analizzare la variazione del valore di quest'ultimo nel corso degli anni di operatività, diretta conseguenza delle decisioni di investimento e disinvestimento effettuate tra il 2009 e il momento presente.

²¹⁰ <https://www.moneyfarm.com/it/chi-siamo/>

²¹¹ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

²¹² EconomyUp. (2018). Moneyfarm, la scaleup fintech italiana da record: tutte le tappe della crescita.

²¹³ <https://www.crunchbase.com/organization/moneyfarm>

A tale scopo, verrà di seguito analizzato il *net asset value (NAV)* del fondo in esame, e la sua variazione, sia in termini complessivi che unitari, ovvero relativamente a ciascuna delle 1.262 quote.

Innanzitutto, occorre definire il concetto di *NAV* di un fondo: esso consiste nel rapporto tra la somma dei valori di mercato delle attività del portafoglio di un fondo comune di investimento e il numero di quote in circolazione²¹⁴; inoltre, può essere calcolato come differenza tra le attività totali e le passività ad esso relative²¹⁵. La frequenza con la quale viene determinato il *NAV* varia a seconda della tipologia di fondo: in genere in fondi analoghi a Principia II, ovvero di natura chiusa, il calcolo non è frequente come lo è per un fondo aperto. Ad ogni modo, esso rappresenta il prezzo equo da pagare per acquistarne una quota, o da ricevere per rimborsare quelle detenute.

Il 2019 è stato l'ultimo anno in cui Principia II ha effettuato disinvestimenti, in particolare da IM3D Clinic Sud, 4W Marketplace, D-Share, Altilia ed Eco4Cloud, restando con sole tre società in portafoglio, ovvero Citynews S.p.a., Neodata Group S.r.l. e Doveconviene S.r.l: tale composizione del portafoglio del fondo in esame rispecchia quella odierna. In tale anno il valore delle attività del fondo risultava pari a 5.841.725 euro, di cui 5.310.418 euro derivanti dalle partecipazioni in strumenti finanziari non quotati delle tre suddette società, mentre il valore delle passività ammontava a 90.251 euro²¹⁶. Da tali osservazioni discendo le seguenti valutazioni:

$$NAV (2019) = 5.841.725 \text{ €} - 90.251 \text{ €} = 5.751.474 \text{ €}$$

$$Valore unitario quote = \frac{5.751.474 \text{ €}}{1.262} = 4.557,43 \text{ €}$$

I valori sopra riportati sono nettamente inferiori a quelli relativi all'anno precedente²¹⁷: nel 2018, infatti, le partecipazioni detenute da Principia II corrispondevano a nove società anziché tre, sono stati effettuati solo due disinvestimenti e tutte le cessioni hanno generato ricavi di vendita, o altri proventi come nel caso di 6Sicuro S.r.l. per il quale non si è ottenuto alcun ricavo, a differenza del 2019 in cui il *write-off* di *Bibutek* S.r.l. non ha generato proventi, ma anzi oneri pari a 10.544 euro per la cancellazione della stessa dal registro delle imprese.

Di conseguenza, il 2018 si è concluso con un valore del portafoglio pari a 11.419.454 € e un totale delle attività pari a 12.259.652 €: tale differenza rispetto al totale attivo del 2019 è generata in parte dal minor valore delle partecipazioni in strumenti finanziari non quotati e in parte della differenza di liquidità disponibile, la quale si è ridotta notevolmente tra un anno e l'altro. In seguito, il totale delle passività, pari a 142.155 €, conduce alla seguente conclusione:

$$NAV (2018) = 12.259.652 \text{ €} - 142.155 \text{ €} = 12.117.497 \text{ €}$$

²¹⁴ Definizione riportata da Borsa Italiana S.p.a.

²¹⁵ <https://www.moneyfarm.com/it/glossario-finanza/nav/>

²¹⁶ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

²¹⁷ Idem

$$\text{Valore unitario quote} = \frac{12.117.497 \text{ €}}{1.262} = 9.601,82 \text{ €}$$

Le valutazioni fin qui riportate rivelano che, tra il 2018 e il 2019, il valore delle quote del fondo ha subito una riduzione del 110,68%: il 2019 è stato sfavorito dagli elevati costi di gestione del fondo, pari a 310.119 euro, maggiori di quelle che sono state, invece, le componenti positive di reddito, pari a 147.913 euro²¹⁸. Tuttavia, il calo del *NAV* di Principia II relativo al 2019 non è stato un evento improvviso, in quanto già gli anni precedenti avevano registrato un *trend* nettamente decrescente.

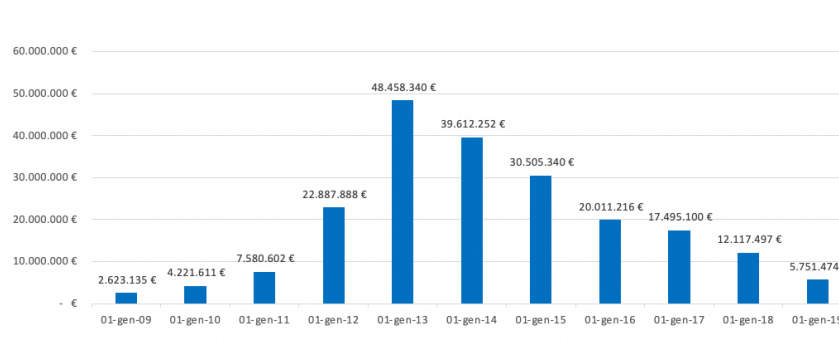
Occorre infatti considerare che molte delle società in portafoglio sono state svalutate a seguito della conclusione del periodo di investimento: alcune di esse hanno subito una svalutazione parziale, ad esempio Citynews S.p.a., Neodata Group S.r.l. o Vivocha S.p.a., mentre più della metà sono state svalutate completamente, è il caso delle due *fintech* 6Sciuro S.r.l. e Money360.it S.p.A.

A partire dal 30 giugno 2009, a seguito dell'inizio dell'operatività nel 1° aprile 2009, il valore del fondo è stato stimato semestralmente. Nel primo periodo, che corrisponde alla fase di investimento, e quindi fino al 2013, il *NAV* è cresciuto, toccando il picco di 50.875.582 euro il 30 giugno 2013, corrispondenti a 40.313,46 euro di valore unitario delle quote²¹⁹. Si tratta di un periodo in cui la valutazione del portafoglio è aumentata costantemente per via degli investimenti in trenta società, probabilmente ancora non svalutate fino al 30 giugno 2013, essendo trascorso un breve intervallo dall'investimento. La prima liquidazione e svalutazione totale, infatti, è avvenuta nel mese successivo, a luglio 2013, relativamente a Crowd S.r.l.

Negli anni successivi il valore è diminuito, con un calo di 42.706.866 € tra il 2013 e il 2019: molte società sono state messe in liquidazione senza nessun pagamento a favore del fondo, citando come esempi Itsworld Sicilia S.r.l. e Weekend Company S.r.l.

Di conseguenza, le performance delle società partecipate, i costi relativi alla gestione del fondo, il livello di liquidità disponibile e, probabilmente, le scelte relative alla gestione hanno influito sul *net asset value*, generandone un andamento come quello riportato nelle figure che seguono:

Figura 12 NAV Principia II 2009-2019

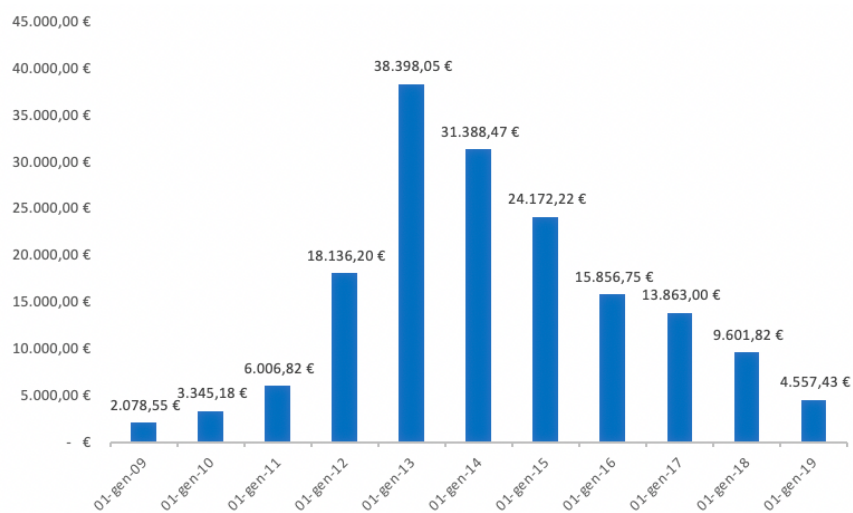


Fonte Principia II – Relazione di Gestione al 31.12.2019

²¹⁸ Principia II – Relazione di gestione al 31.12.2019

²¹⁹ Idem

Figura 13 Valore unitario delle quote di Principia II 2009-2019



Fonte Principia II – Relazione di Gestione al 31.12.2019

Infine, relativamente agli effetti della crisi pandemica sul valore del fondo, questi ultimi sono stati considerati a partire dal 2020, non essendo ancora certe le conseguenze sulla valutazione delle partecipazioni al 2019.

CONCLUSIONI

L'analisi condotta nel presente elaborato ha messo in evidenza la rilevanza dei fondi di *venture capital* per il sostegno di *startup* innovative: sostegno che si è dimostrato manifestarsi non solo attraverso il conferimento di risorse finanziarie, necessarie per proseguire nello sviluppo dell'attività imprenditoriale, ma anche nell'apporto di competenze manageriali e *know-how*, forniti tramite l'inserimento di figure professionali rappresentative del fondo all'interno degli organi dell'impresa *target*. Conseguentemente, il ruolo dei *venture capitalists* nella crescita di giovani imprese porta indirettamente questi ultimi ad assumere una rilevanza strategica per lo sviluppo economico ed il livello di innovazione di un Paese.

Ciò che è emerso dalla trattazione è che, a partire dal secondo dopo guerra, periodo in cui sono comparsi i primi fondi di investimento istituzionale in capitale di rischio analoghi agli odierni *venture capitalists*, questi ultimi hanno sviluppato meccanismi operativi idonei all'elevato profilo di rischio tipico delle fasi di *early stage*, il quale viene giustificato da notevoli prospettive di sviluppo del *business*. Uno degli elementi di fondamentale importanza è la capacità nel gestire le asimmetrie informative e i costi di agenzia ai quali sono esposti gli intermediari finanziari: in questo specifico caso derivanti non solo dai rapporti con le imprese finanziate, ma anche da quelli relativi a *limited partner* e *general partner*. Specifiche variabili considerate nel processo di *decision making*, la suddivisione del finanziamento in *tranche* successive, la presenza del fondo nel C.d.A. delle imprese *target* e la presenza di accordi contrattuali sono tutti elementi che i fondi in questione, specializzati nella fase di sviluppo oggetto d'analisi del presente elaborato, utilizzano per poter investire in *startup* che, a causa delle scarse garanzie, difficilmente vengono sostenute da banche o altre categorie di investitori.

Tali premesse permettono di comprendere in che misura i fondi di *venture capital* stimolino e sostengano l'innovazione, ovvero consentendo lo sviluppo di idee di *business* che necessitano di un supporto esterno per concretizzarsi. Tutto questo conduce a ciò che Schumpeter descrive con l'espressione di "distruzione creatrice": processo che negli ultimi anni ha coinvolto molti prodotti e mercati, portando all'estinzione di altri, e che ad oggi sembra possa contraddistinguere l'offerta di servizi finanziari, sempre più contraddistinti da *business model* fondati sulla tecnologia.

In questo scenario si sono inseriti svariati fondi di *venture capital*, sostenendone il processo innovativo, e di *corporate venture capital*, questi ultimi nati da banche che hanno deciso di adottare un approccio collaborativo e di *open innovation*, anziché competitivo, il quale potrebbe dimostrarsi, appunto, distruttivo.

Tuttavia, l'elaborato è giunto alla conclusione che il binomio composto da fondi di *venture capital* e settori in fase di forte sviluppo, ultimamente nell'ambito di tutto ciò che possa essere definito "*tech*", espone ad un rilevante rischio: ovvero, quello di investire le proprie risorse in giovani imprese per via del valore molto elevato che viene loro riconosciuto, il quale si discosta dai relativi valori fondamentali, in quanto dettato dall'euforia del momento; tali valutazioni potrebbero in seguito ridimensionarsi, portando i fondi a *performance* inferiori rispetto alle attese.

Da ciò si evince la rilevanza del processo di valutazione nelle operazioni di *venture capital*, il quale deve essere però condotto tenendo conto delle variabili rilevanti nel contesto dell'*early stage financing*.

Alla luce di quanto analizzato, infatti, bisogna effettuare una distinzione tra metodi tradizionali, fondati su dati reddituali, patrimoniali e finanziari, e alternativi, i quali si focalizzano su variabili rilevanti per il contesto considerato e spesso di natura qualitativa. Come esposto nel presente elaborato, la maggior parte del valore attribuito ad una *start up* risiede nel futuro, mentre i flussi di cassa relativi al presente sono spesso molto modesti o negativi. L'utilizzo di metodi meno diffusi nella prassi valutativa di imprese mature, quali il *Venture Capital Method*, risulta quindi necessario per una visione completa del valore dell'impresa target; tuttavia, ciò non fa venir meno la rilevanza di metodi consolidati, come il *discounted cash flow (DCF)*, i quali possono essere adattati alle esigenze della fase del ciclo di vita in questione.

Inoltre, sebbene l'obiettivo dei fondi di *venture capital* sia quello di accompagnare nella crescita le *startup* finanziate, fino ad una potenziale *IPO*, aumentandone il relativo valore e ottenendo in questo modo rendimenti in forma di *capital gain*, non sempre gli investimenti conducono alle *performance* desiderate: il caso del fondo Principia II, conclusivo del presente elaborato, ha messo in luce come il portafoglio di un *venture capitalist* possa comporsi di società che deludono le aspettative con le quali avviene l'investimento. Tutto ciò incide sull'andamento del valore di fondi, il c.d. *NAV*, che è altrettanto condizionato dall'efficacia delle scelte dei gestori.

Infine, nonostante le citate criticità, in un contesto di crisi economica provocata dall'emergenza sanitaria e considerati gli obiettivi di innovazione e di digitalizzazione a tal proposito sostenuti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), i finanziamenti erogati dai fondi di *venture capital* potrebbero rivelarsi una risorsa di fondamentale importanza oggi più che mai.

BIBLIOGRAFIA

- A.I.F.I. (2000). Guida pratica al capitale di rischio. Disponibile in: <https://www.aifi.it/pubblicazioni/guide/>
- A.I.F.I. (2000). Manifesto AIFI: Proposta per sostenere la nascita e lo sviluppo di nuove imprese high tech. Disponibile in: <https://www.aifi.it/pubblicazioni/libri-bianchi/>
- A.I.F.I. (2000). Manifesto. Lo sviluppo degli start-up tecnologici e delle growing company in generale. Disponibile in: <https://www.aifi.it/pubblicazioni/libri-bianchi/>
- A.I.F.I. (2010). VeM Venture Capital Monitor. Rapporto Italia 2010.
- A.I.F.I. (2011). VeM Venture Capital Monitor. Rapporto Italia 2011.
- A.I.F.I. (2012). VeM Venture Capital Monitor. Rapporto Italia 2012.
- A.I.F.I. (2013). VeM Venture Capital Monitor. Rapporto Italia 2013.
- A.I.F.I. (2019). Il mercato italiano del Private Equity, del Venture Capital e del Private Debt. Disponibile in: <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>
- A.I.F.I. (2019). Legge di bilancio 2019. Misure relative al venture capital. Disponibile. In: <https://www.aifi.it/pubblicazioni/news/618927-legge-di-bilancio-2019/>
- A.I.F.I. (n.d.). L'impatto della pandemia sul settore del private capital. Disponibile in: <https://www.datacms-assets.com/45/1599489973-survey-impatto-covid-completa.pdf?ixlib=rb-1.1.0>
- AGI Agenzia Italia. (2019). Agi entra in D-Share: contenuti e tecnologie per i media. https://www.agi.it/comunicati/agi_dshare-5503610/news/2019-05-18/
- Alexy, O.T., Block, J.H., Sandner, P. et al. (2012). Social capital of venture capitalists and start-up funding. *Small Business Economics*, Vol. 39, 835–851. <https://doi.org/10.1007/s11187-011-9337-4>
- Ang, Y.Q., Chia, A., & Saghafian, S. (2020). Using Machine Learning to Demystify Startups Funding, Post-Money Valuation, and Success. HKS Working Paper No. RWP20-028. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3681682>
- Baker Library Historical Collections. (n.d.). Georges F. Doriot. Harvard Business School. <https://www.library.hbs.edu/hc/doriot/introduction/>
- Balducci, D. (2006). La valutazione dell'azienda (Nona edizione). Milano: Edizioni FAG.
- Banca D'Italia. (2017). Fintech in Italia: Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari. Disponibile in: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/stat-banche-intermediari/Fintech_in_Italia_2017.pdf
- Borsa Italiana. (2014). Guida alla valutazione. Listing guides.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., Van Ours, J., & Berglöf, E. (2002). Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. *Economic Policy*, 17(34), 229-269. <http://www.jstor.org/stable/1344676>.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., & Allen F. (2020). Principi di finanza aziendale (Ottava edizione). McGraw-Hill Education.
- Camera dei Deputati. (2021). Fintech. <https://temi.camera.it/leg18/temi/fintech.html>
- Cassar, G. (2009). Financial Statement and Projection Preparation in Start-up Ventures. *The Accounting Review*, 84(1), 27-51. Retrieved June 11, 2021. <http://www.jstor.org/stable/30243555>.

- CB Insights. (2020). What is venture capital? Disponibile in: <https://app.cbinsights.com/research/report/what-is-venture-capital>
- CB Insights. (2021). How To Value A Company: An In-Depth Guide To The Business Valuation Process. Disponibile in: <https://www.cbinsights.com/research/report/how-to-value-a-company/>
- CB Insights. (2021). State of Fintech Report: Investment & Sector Trends To Watch. Disponibile in: <https://www.cbinsights.com/research/report/fintech-trends-q4-2020/>
- Centofanti, B. (2018). Valutazione di progetti d'impresa giovani e innovativi. [Tesi di Laurea triennale, LUISS Guido Carli].
- Christensen, C., Raynor, M. E., & McDonald, R. (2013). *Disruptive innovation*. Harvard Business Review.
- Cintolesi, E., & Limiti, E. (2002). La Valutazione Delle Aziende Nella Net Economy Fattori Critici, Fonti Di Finanziamento E Metodologie Valutative. Milano: Giuffrè.
- Citynews. (2011). CityNews raccoglie oltre 3,3 mln di euro per il lancio di 40 testate locali di informazione online.
- Citynews. (2013). Citynews raccoglie 1,5 mln di euro per ampliare il network e accelerare la crescita.
- Cressy, R. (2008). Venture Capital. The Oxford Handbook of Entrepreneurship. Doi: 10.1093/oxfordhb/9780199546992.003.0014
- Criscuolo, C., Gal, P.N., & Menon, C. (2014). The Dynamics of Employment Growth: New Evidence from 18 Countries. OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 14, OECD Publishing, Paris.
- Cumming, D. J. (2012). Venture Capital: Investment Strategies, Structures, and Policies. The Robert W. Kolb Series in Finance. John Wiley & Sons, Inc.
- Cumming, D. J., & Schwienbacher, A. (2018). Fintech venture capital. *Corporate Governance: An International Review*, 26(5), 374-389. <https://doi.org/10.1111/corg.12256>
- Cumming, D.J., Dai, N. (2010). Fund Size, Limited Attention, and Valuation of Venture Capital Backed Firms. *Journal of Empirical Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.09.002>
- Cyr, L.A. (2002). Note on Pre-Money and Post-Money Valuation (A&B). Harvard Business School.
- D-Share. (2013). Principia SGR entra in D-Share per la leadership nel digital publishing.
- Da Rin, M., Hellmann, T.F., & Puri, M. L. (2011). *A Survey of Venture Capital Research*. (CentER Discussion Paper; Vol. 2011-111). Finance. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1942821>
- Damodaran, A. (2009). Valuing Young, Start-Up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1418687>
- Damodaran, A. (2012). Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance (Seconda edizione). John Wiley & Sons. Doi: 10.1002/9781119201786
- Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (terza edizione). John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2012). Valuing Private Firms. In A. Damodaran, Investment Valuation: 3rd edition (cap. 24). John Wiley & Sons.

- Damodaran, A. (2012). Valuing Young and Start-up Firms. In A. Damodaran, *Investment Valuation: 3rd edition* (cap. 23). John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2018). *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed and Complex Businesses*. Pearson Education.
- De Feo, L. (2014). *La valutazione d'azienda nelle operazioni di private equity* [Tesi di Laurea magistrale, LUISS Guido Carli].
- Deloitte. (2020). Fintech: On the brink of further disruption. <https://www2.deloitte.com/nl/nl/pages/financial-services/articles/fintech-on-the-brink-of-further-disruption.html>
- Di Giorgio, G., & Di Odoardo, M. (2007). *Venture Capital e Private Equity in Italia*. Ministero dell'Economia e delle Finanze.
- Di Pietro, F., Prencipe, A., & Majchrzak, A. (2018). Crowd Equity Investors: An Underutilized Asset for Open Innovation in Startups. *California Management Review*, 60(2), 43–70. <https://doi.org/10.1177/0008125617738260>
- Docebo. (2021). Investore Presentation May 2021. <https://investors.docebo.com/home/default.aspx>
- Engel, R. (2002). *An introduction to the venture capital method*. Technische Universität München.
- EY, & Fintech District. (2020). *FinTech Waves: Italian FinTech ecosystem*.
- Fernandez, P. (2002). *Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations*. IESE Business School, IESE Research Papers. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.274973>
- Ferrando, M. (2013, 16 aprile). *La finanza si dà al calcio online: Principia investe in Bangbite*. Il Sole 24 Ore.
- Fiorenza, F. (2016). *Processo di quotazione in borsa e metodi di valutazione. Caso Poste Italiane S.p.A.* [Tesi di Laurea triennale, LUISS Guido Carli].
- Fondo High Tech. (2013) *Relazione sugli investimenti. Capitale di rischio per le PMI innovative del Mezzogiorno*. Agenzia per l'Italia Digitale. Presidenza del Consiglio dei Ministri.
- Fraser – Sampson, G. (2010). *How to Analyse a Venture*. In *Private Equity as an Asset Class (Seconda edizione)*. John Wiley & Sons.
- Gilson, R.J., & Black, B.S. (1997). *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp. 243-277, 1998. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.46909>
- Gompers, P., & Lerner, J. (1996). *The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements*. *The Journal of Law & Economics*, 39(2), 463-498. <https://doi.org/10.1086/467356>
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). *The Venture Capital Revolution*. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168. Doi: 10.1257/jep.15.2.145
- Gompers, P.A. (1994). *The Rise and Fall of Venture Capital*. *Business and Economic History*, 23(2), 1-26. Disponibile in: <http://www.jstor.org/stable/23702914>
- Gompers, P.A., Gornall, W., Kaplan, S.N., & Strebulaev, I.A. (2020). *How Do Venture Capitalists Make Decisions?* *Journal of Financial Economics*, Volume 135, Issue 1, Pages 169-190. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>

- Gornall, W., & Strebulaev, I. A. (2015). The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies. Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 15-55. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2681841>
- Harrison, R.T., & Mason, C. M. (2019) *Venture Capital 20 years on: reflections on the evolution of a field*, *Venture Capital*, 21:1, 1-34.
- Hellmann, T., & Puri, M. (2000). The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *The Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984.
- Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 57(1), 169-197. <http://www.jstor.org/stable/2697837>.
- Keeley, R.H., Punjabi, S., & Turki, L. (1996). Valuation of Early-Stage Ventures: Option Valuation Models vs. Traditional Approaches. *Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance*, Vol. 5, Iss. 2, pp. 115-138.
- Kolokas, D., Vanacker, T., Veredas, D., & Zahra, S. A. (2020). Venture Capital, Credit, and FinTech Start-Up Formation: A Cross-Country Study. *Entrepreneurship Theory and Practice*. <https://doi.org/10.1177/1042258720972652>
- Kortum, S., & Lerner, J. (2000). Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *The RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692. doi:10.2307/2696354
- KPMG Enterprise. (2019). *Venture Pulse Q1 2019. Global analysis of venture funding*.
- KPMG. (2021). *Pulse of Fintech H2'20*. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2021/03/pulse-of-fintech-h2-2020.html>
- Lerner, J. (2008). *Venture Capital*. In S.N. Durlauf & L.E. Blume (a cura di), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd edition, 2008.
- Lerner, J., & Ramana, N. (2020). *Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn*. *Journal of Economic Perspectives*, 34 (3): 237-61. 10.1257/jep.34.3.237
- Lombardi, N. (2018). *FINTECH: principali innovazioni, sfide regolamentari, start-up innovative di successo in Italia*. [Tesi di Laurea magistrale, LUISS Guido Carli].
- Manzana, G., & Iori, M. (2012). *Guida alla valutazione d'azienda*. Il Sole 24 Ore.
- Massari, M., & Zanetti, L. (2008). *Determinazione dei flussi monetari*. In *Valutazione: Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario* (pg 59-60). McGraw-Hill Education.
- Mentasti, G. (2017). *Metodi di valutazione di una start-up: Scenari odierni e ripensamento dell'apparato valutativo*. [Tesi di Laurea magistrale, LUISS Guido Carli]
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). *Venture Capital & the Finance of Innovation*. (Seconda edizione) John Wiley & Sons, Inc.
- Miloud, T., Aspelund, A., & Cabrol, M. (2012). *Startup valuation by venture capitalists: an empirical study*. *Venture Capital*, Taylor & Francis (Routledge), 14 (2-3), pp.151-174. Doi: 10.1080/13691066.2012.667907.
- Ministero dello Sviluppo Economico. (2020). *Relazione Annuale al Parlamento sullo stato di attuazione e l'impatto delle policy a sostegno di startup e PMI innovative*. https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/RELAZIONE_ANNUALE_2020_STARTUP.pdf
- Mishkin, F. S., Eakins, S. G., & Beccalli, E. (2019). *Istituzioni e mercati finanziari* (Nona edizione). Milano: Pearson.

- Moro Visconti, R. (2008). Investimenti in private equity e venture capital: problemi di governance e conflitti tra stakeholders. Banche e Banchieri.
- Moro visconti, R. (2020). I flussi di cassa previsionali nelle start-up prive di debito. Doi:10.13140/RG.2.2.15927.68008.
- Moro Visconti, R. (2020). La valutazione delle Fintech. (2), 69-78. Disponibile in: <https://www.morovisconti.com/wp/wp-content/uploads/2021/01/Valutazione-FinTech.pdf>
- Moro Visconti, R. (2020). The Valuation of Technological Startups. In: The Valuation of Digital Intangibles. Palgrave Macmillan, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-030-36918-7_6
- National Venture Capital Association. (2020). NVCA 2020 Yearbook. Disponibile in: <https://nvca.org/research/nvca-yearbook/>
- OECD. (2018). The evaluation of the Italian “Start-up Act”. OECD science, technology and industry policy papers, No. 54.
- OECD. (n.d.). National Innovation System. Disponibile in: <https://www.oecd.org/science/inno/2101733.pdf>
- Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation. (2020). 3° Quaderno di Ricerca – La Finanza Alternativa per le PMI in Italia.
- P101 Venture Capital. (2017). Report 2017. BeBeez.
- Peveraro, S. (2010). Principia II scommette sulla tv interattiva. Milano Finanza, 211, 16.
- Principia SGR. (2013). Eximia: Le soluzioni RFID pronte per il mercato Internazionale.
- Principia SGR. (2019). Fondo di investimento alternativo mobiliare di tipo chiuso e riservato “Principia II” Relazione di gestione al 31.12.2019.
- Prisco, M. (2020). Gli effetti del Coronavirus sulle operazioni di Private Equity e di Venture Capital. A.I.F.I. & CBA.
- Puschmann, T. (2017). Fintech. Bus Inf Syst Eng 59, 69–76. <https://doi.org/10.1007/s12599-017-0464-6>
- Pwc, & CB Insights. (2020). MoneyTree Report Q4 2019. Disponibile in: <https://www.pwc.com/us/en/industries/technology/assets/pwc-moneytree-2019-q4-final.pdf>
- Pwc. (2020). FinTech Calls for Fuel. To exploit a great, maturing and increasing potential. Italian FinTech Observatory.
- Sandoli, M., & Curti C.A. (2020). La variabile fiscale nella scelta degli investitori di fondi di private equity, venture capital e private debt (OICR mobiliari) istituiti in Italia- Breve vademecum. A.I.F.I. e Studio Legale e Tributario Di Tanno Associati.
- Spedicato, G. (2014). Le Operazioni Di Venture Capital. [Tesi di dottorato, LUISS Guido Carli].
- Sudip Bhattacharyya. (1989). Venture Capital Financing. *Economic and Political Weekly*, 24(47), M157-M159. <http://www.jstor.org/stable/4395620>.
- VentureUp. (2019). Profili contrattuali delle operazioni di venture capital. <https://www.ventureup.it/venture/venture-capital/#documentazione>
- VentureUp. (n.d.). Guida al venture capital. Come finanziare lo startup dell’impresa. Disponibile in: <https://www.ventureup.it/venture/venture-capital/>

Vivocha Covisian Group. (2012). Vivocha Closes € 1.5 Million Series A Round.
<https://blog.vivocha.com/news/vivocha-closes-e-1-5-million-series-round>

Zanda, G., Lacchini, M., & Onesti, T. (2013). La valutazione delle aziende. Torino: Giappichelli.

Zider B. (1998). How venture capital works. *Harvard business review*, 76(6), 131–139. Disponibile in:
<https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>

Zoorate & Principia SGR. (2012). Decolla Zoorate. Principia SGR investe nella reputazione on-line.

SITOGRAFIA:

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<http://www.eco4cloud.com/company/investors>

<http://www.jusp.com/chisiamo.php>

<https://antoniotombolini.com/simplicissimus-book-farm-con-principia-arrivano-gli-investitori-istituzionali/>

<https://bebeez.it>

<https://bebeez.it/>

<https://berkonomics.com/?p=1214>

https://blog.osservatori.net/it_it

<https://corporate.shopfully.com/it/chi-siamo/>

<https://datacommons.technation.io/heatmaps/funding/countries>

<https://group.intesasanpaolo.com/it/sala-stampa/news/innovazione-digitale-e-fintech/2021/neva-sgr-fondazioni>

<https://lab24.ilsole24ore.com/leader-della-crescita-2019/>

<https://startupitalia.eu/>

<https://www.4wmarketplace.com/company/>

<https://www.6sicuro.it/rc-auto/assicurazione-auto-insurtech>

<https://www.aifi.it>

<https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>

<https://www.angelcapitalassociation.org/blog/scorecard-valuation-methodology-rev-2019-establishing-the-valuation-of-pre-revenue-start-up-companies/>

<https://www.bankpedia.org>

<https://www.bcg.com/it-it/publications/most-innovative-companies-historical-rankings>

<https://www.borsaitaliana.it>

<https://www.brocardi.it/testo-unico-bancario/titolo-i/art5.html>

<https://www.bvca.co.uk/>

<https://www.cbinsights.com>

<https://www.cdpventurecapital.it/>

<https://www.cdpventurecapital.it/cdp-venture-capital/it/home.page>

<https://www.citynews.it/gruppo/>

<https://www.crunchbase.com/>

<https://www.docebo.com>

<https://www.eesc.europa.eu/sites/default/files/resources/docs/075-private-act.pdf> (EVCA)
https://www.fosway.com/wp-content/uploads/2020/06/Fosway-COVID-19-LD-Impact-2020_Final.pdf
<https://www.ilsole24ore.com/>
<https://www.ing.com/About-us/Innovation/ING-Ventures.htm>
<https://www.mise.gov.it/index.php/it/>
<https://www.neodatagroup.com>
<https://www.pmi.it>
<https://www.pwc.com/it/it/industries/fintech/fintech-prova-covid19.html>
<https://www.startupbusiness.it>
<https://www.statista.com>
<https://www.ventureup.it>
<https://www2.deloitte.com/it/it.html>