

Indice

1. Dottrina metodologica valutazione startup e Pmi innovative
 - a. I metodi tradizionali di valutazione di un'azienda
 - b. Le caratteristiche peculiari di una start-up
 - i. Le fasi di vita di una Startup
 - ii. Mancanza di dati storici sull'azienda
 - iii. Elevato rischio imprenditoriale delle startup
2. I metodi di valutazione di una Startup
 - a. Metodo dei flussi di cassa scontati (DCF)
 - b. Metodo dei Multipli
 - c. Metodo Scorecad & Berkus
3. Panoramica della metodologia applicata per la determinazione del capitale economico dell'impresa startup o pmi innovative.
 - a. Il metodo Venture Capital
 - b. Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (discounted cash flow - DCF)
 - i. DCF with long term growth
 - ii. DCF with multiples
 - c. Scorecard Method e Berkus Method
 - d. Applicazione delle diverse metodologie di valutazione
4. Il software IWISE

1. Dottrina metodologica valutazione startup e Pmi innovative

a. I metodi tradizionali di valutazione di un'azienda

La dottrina economico-aziendale ha elaborato, nel corso del tempo, molteplici metodi per la determinazione del valore attribuibile ad un'azienda o ad un ramo d'azienda, i quali, rispondendo a teorie e presupposti logici diversi, possono condurre, talvolta, a risultati in parte difformi.

In considerazione di tale fatto, la scelta del metodo o dei metodi di valutazione da utilizzarsi costituisce un momento di fondamentale importanza nello svolgimento del processo estimativo, considerato che l'adozione di un metodo piuttosto che di un altro può condurre, a volte, a valori anche sensibilmente differenti.

I metodi di valutazione tradizionali si possono suddividere in metodi diretti e metodi indiretti: i primi, basano la valutazione dei risultati economici e finanziari contabilmente rilevabili dell'impresa oggetto dell'analisi; i secondi si fondano sulla stima di dati di mercato e deducono il valore direttamente da osservazioni di parametri e indicatori, nel presupposto che questi ultimi rappresentino una stima corretta del valore dell'azienda.

Nel dettaglio, i metodi indiretti possono classificarsi in quattro grandi categorie, relative rispettivamente ai:

1. metodi patrimoniali;
2. metodi reddituali;
3. metodi misti patrimoniali-reddituali;
4. metodi finanziari.

All'interno di ciascuna categoria, vi sono poi una serie di sotto-procedimenti, i quali, pur rispondendo ad una medesima logica ispiratrice, adottano soluzioni peculiari al fine di risolvere gli svariati problemi che possono concretamente presentarsi nel corso della valutazione.

Illustrando brevemente la teoria sottostante a ciascuna delle categorie sopra delineate, si può dire che secondo i **metodi patrimoniali** il valore di un'azienda è dato esclusivamente dalla sommatoria dei singoli elementi attivi e passivi del capitale, espressi non tanto sulla base del loro valore contabile, bensì valutati, eventualmente al netto dell'effetto fiscale, al loro valore corrente.

I **metodi reddituali**, invece, prescindono completamente dalla composizione e dal valore degli elementi patrimoniali dell'impresa, la quale viene valutata esclusivamente in funzione dei redditi che è in grado di generare.

I **metodi misti patrimoniali-reddituali** – che sono, almeno nel nostro paese, quelli di più generale utilizzo – cercano di mediare tra i due metodi precedentemente accennati, in quanto, oltre a considerare il valore sostanziale dell'aggregato patrimoniale, tengono presenti anche le potenzialità di reddito dell'azienda, tramite la quantificazione autonoma di un valore di stima denominato "Avviamento".

I **metodi finanziari**, infine, si basano sul principio che il valore di un'azienda dipende dalla sua capacità di generare, in futuro, flussi monetari a favore degli investitori. I metodi finanziari fanno coincidere il valore d'azienda con il valore attuale dei flussi di cassa attesi.

A loro volta, i metodi finanziari possono essere suddivisi ulteriormente in tre principali raggruppamenti:

-**Metodi finanziari analitici**: caratterizzati dal fatto che la previsione dei flussi di cassa avviene anno per anno in modo analitico e in altre parole sino al termine della durata dell'azienda. Si applicano nelle valutazioni con orizzonte temporale definito, in ipotesi di relativa prevedibilità dei flussi.

-**Metodi finanziari sintetici**: si applicano per previsioni su archi temporali a lungo periodo e si qualificano come sintetici proprio perché si fondano sulla costanza di alcuni dati quali i flussi di cassa, i redditi netti, i

tassi di capitalizzazione. Queste metodologie si applicano nelle valutazioni con orizzonte temporale indefinito, nell'ipotesi che l'azienda si trovi in situazione di equilibrio finanziario duraturo.

-Metodi finanziari analitici con terminal value: sono di gran lunga i più utilizzati perché risolvono il problema della previsione dei flussi. Concretamente, per applicare suddetta metodologia, si procede ad una stima analitica dei flussi annuali per un breve arco temporale (normalmente tra i 4 e i 7 anni) mentre per il restante periodo si effettua una stima sintetica. Il valore del capitale, quindi, è dato dalla somma dei flussi di cassa e dal *terminal value*, calcolato con la valorizzazione perpetua dei flussi di cassa o con le metodologie dei coefficienti di mercato (multipli). Il *terminal value* normalmente è stimato utilizzando la formula sintetica di *Gordon*.

I metodi diretti di valutazione d'azienda, ovverosia quelli che fondano la stima del valore dell'azienda su dati di mercato e deducono il valore direttamente da osservazioni di parametri e indicatori, si possono suddividere in approcci basati sui multipli oppure su moltiplicatori empirici. I primi, ovverosia quelli basati sui multipli, stimano il valore dell'azienda sulla base dei prezzi espressi dal mercato, per l'azienda quotata, oppure sulla base dei prezzi stabiliti per le operazioni straordinarie per aziende qualitativamente o quantitativamente confrontabili. I secondi, quelli basati sui moltiplicatori empirici, sono quelli che eguagliano il valore dell'azienda al prodotto tra il moltiplicatore di mercato ed una grandezza espressiva del valore del capitale d'impresa.

La determinazione del processo di valutazione risulta ancora più fondamentale nell'eventualità in cui l'oggetto dell'analisi siano delle *start-up*. Tale termine, di derivazione anglosassone significa partire, mettersi in moto. Esso è utilizzato per indicare la fase iniziale di avvio delle attività di una nuova impresa¹.

Le *start-up* rappresentano una fattispecie particolare d'azienda, con caratteristiche peculiari. Queste qualità rendono inadatta la diretta applicazione "*sic et simpliciter*" dei tradizionali metodi di valutazione d'azienda che si sono affermati nel corso degli anni.

Tuttavia, è d'obbligo segnalare (e come si vedrà nel seguito) che questi ultimi approcci risultano applicabili con degli opportuni adattamenti² anche nelle valutazioni delle *start-up*.

Tra gli approcci tradizionali possono essere applicati per la valutazione delle *start-up*, con determinate precisazioni e limiti, unicamente il metodo reddituale indicato con l'espressione DCF (discounted cash flow) e i metodi che si richiamano ai multipli. Il resto dei metodi tradizionali risulta normalmente inapplicabile, salvo che la *start-up* non si trovi in una fase di maturità. In quest'ultimo stadio la neo-impresa perde le caratteristiche di unicità tipiche dei nuovi progetti imprenditoriali e si trasforma in una normale azienda in espansione.

b. Le caratteristiche peculiari di una start-up

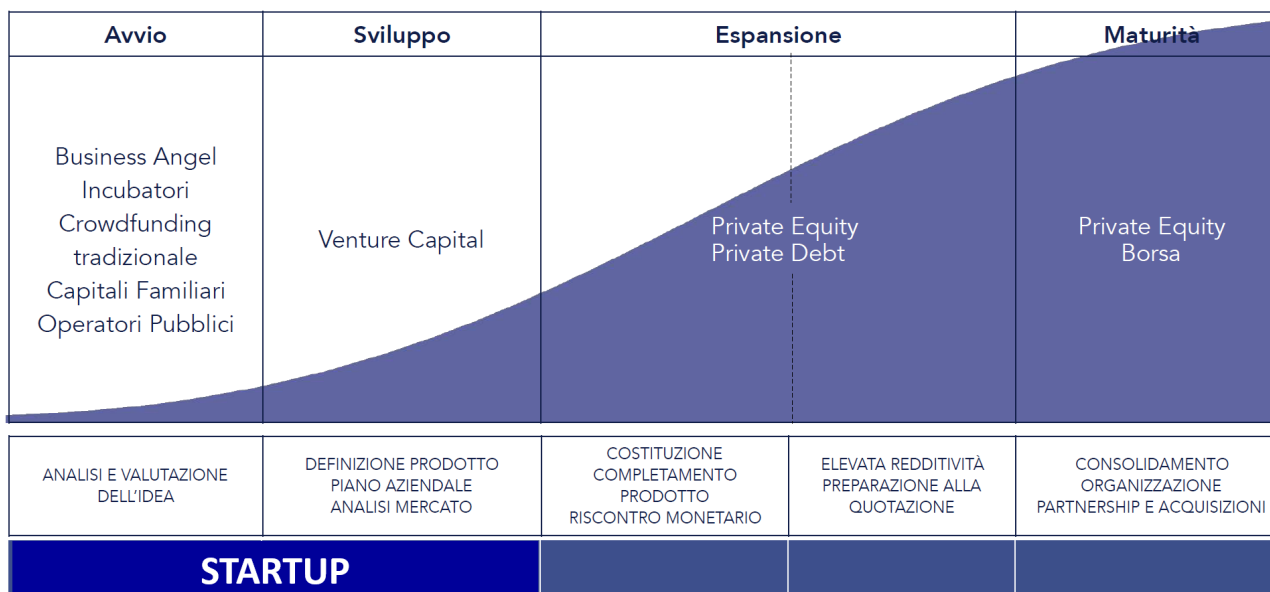
Per valutare una *start-up* è necessario prendere in considerazione i seguenti fattori:

- I. La fase di vita nella quale si trova il nuovo progetto imprenditoriale;
- II. La mancanza di dati storici relativi alla nuova azienda;
- III. La forte componente di rischio imprenditoriale dell'idea di business iniziale.

I. Le fasi di vita di una Startup

¹ RAMACIOTTI LAURA, Start-up, in Dizionario di Economia e Finanza (2012), Treccani, disponibile al sito: http://www.treccani.it/enciclopedia/startup_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/#:~:text=startup%20Fase%20iniziale%20di%20avvio,partire%2C%20mettersi%20in%20moto%2C%20BB.

² FIORI ANGELO, Valutazione start-up, disponibile al sito: https://www.angelofiori.it/wp-content/uploads/2018/10/AF_Valutazione-start-up.pdf, p. 2.



Il primo aspetto da prendere in considerazione quando si va a valutare una *start-up* è dato dalla fase di vita in cui l'impresa si trova, a seconda del grado di maturità del progetto imprenditoriale varierà anche l'approccio adottato per la valutazione.

Analizzando la vita di una startup, le fasi relative alla sua maturazione possono essere aggregate essenzialmente in 3 stadi³:

Seed + pre-seed (Semina): lo stadio iniziale, seguente alla concezione dell'idea. In questo momento l'imprenditore esamina la fattibilità del progetto, inoltre inizia a valutare le opportunità di mercato e le competenze di cui dispone, non vi sono ancora previsioni puntuali riguardo a investimenti ed entrate.

Startup (Avvio): la fase esecutiva di startup, in cui l'impresa si lancia sul mercato. Comprende il periodo di tempo necessario affinché il progetto imprenditoriale si sviluppi da un punto di vista tecnico, l'inizio della produzione vera e propria e le prime entrate in termini monetari.

Growth (Crescita): si ha quando l'attività inizia ad ampliarsi e ad aumentare il fatturato per via dell'accrescimento del numero dei clienti e delle vendite. In questo stadio potrebbero servire ulteriori risorse per supportare la crescita aziendale durante l'espansione dell'attività in modo da soddisfare la crescita della domanda.

Questo schema semplificato del ciclo di vita di una *startup* è utile per individuare le modalità con le quali valutare la nuova attività imprenditoriale.

II. Mancanza di dati storici sull'azienda

Il secondo fattore da prendere in considerazione quando si stima il valore di un nuovo progetto imprenditoriale è dato dalla carenza di dati storici sull'azienda e del suo *business*. Una tale mancanza rende complessa la formulazione di previsioni future di qualunque genere. Nelle prime fasi di vita di una *start-up*, la probabilità che le assunzioni ipotizzate sul *business plan* si realizzino è molto bassa in quanto la storia e la validità dell'iniziativa non sono ancora state verificate, ovviamente nel prosieguo dell'attività il *business plan* si andrà ad ottimizzare ed allineare alle reali capacità dell'impresa di generare ricavi e sviluppare il proprio *business*. Questo consente all'analista di identificare un *enterprise value* più fair andando ad allineare il valore dell'azienda al reale andamento della stessa.

³ Fonte: <http://vz19.it/il-ciclo-di-vita-della-startup/>

III. Elevato rischio imprenditoriale delle startup

Il terzo ed ultimo aspetto da prendere in considerazione è dato dall'elevata componente di rischio della nuova iniziativa imprenditoriale. La percentuale di *start-up* che non superano le fasi iniziali del *business* è molto elevata, mediamente superiore al 80%. Le cause alla base del fallimento sono molteplici. Secondo uno studio, tra le principali motivazioni dell'insuccesso si possono citare⁴:

1. la mancanza di conoscenza del mercato: inteso come valutazione delle reali necessità della domanda, dell'offerta e della concorrenza;
2. la mancanza di un business plan che consenta di far stime finanziarie realistiche, specialmente per quanto concerne la stima del flusso di cassa e quindi la sostenibilità economica del progetto.
3. la rigidità imprenditoriale: le nuove imprese dovrebbero essere capaci di apportare rapidamente correzioni al loro business model e in casi di necessità essere pronte ad accogliere nuove ulteriori opportunità, la mancanza di questa elasticità spesso è alla base del fallimento dell'attività.

2. I metodi di valutazione di una Startup

Facendo riferimento alle caratteristiche delle *start-up* non stupisce come nella prassi i metodi di valutazione applicati per questa tipologia di impresa si differenziano rispetto a quelli utilizzati dagli analisti nello studio delle aziende mature. Le *start-up* infatti, a differenza di un'azienda consolidata nel mercato, non dispongono di dati storici utili per poter fare delle previsioni sull'andamento futuro del business, inoltre vi sono numerosi fattori di incertezza che possono rendere estremamente complesso il processo valutativo.

Molti approcci valutativi delle *start-up* si basano sull'analisi e sulla ponderazione di dati comparati di *start-up* simili, ovvero si basano sulla quantificazione di alcune caratteristiche qualitative dell'idea di business e del suo possibile sviluppo. I metodi tradizionali di valutazione vengono usati quale strumento in un contesto più ampio.

Prima di analizzare le metodologie dedicate alla valutazione delle *start-up* si procederà ad offrire una panoramica degli approcci che si sono affermati nella prassi per la valutazione di aziende mature.

a. Metodo dei flussi di cassa scontati (DCF)

Secondo il metodo del Discount Cash Flow (DCF), il valore di un'impresa dipende dall'attitudine di quest'ultima a generare flussi di cassa operativi (*free cash flow*) stabili, che offrano una congrua remunerazione del capitale investito. Infatti, secondo la metodologia finanziaria, il valore del capitale economico dell'impresa è pari al valore dei flussi di cassa che si prevede la stessa potrà generare, attualizzati applicando un tasso di sconto che rifletta il profilo del rischio operativo-finanziario dell'investimento. Quando si utilizza una funzione basata sui flussi monetari attesi, si può pervenire al valore del patrimonio aziendale attraverso due modalità, una diretta ed una indiretta. La prima modalità è definita approccio **asset side**, e determina il valore del patrimonio netto derivandolo dal valore complessivo delle attività di impresa (*W asset*) al netto dell'indebitamento finanziario complessivo; il secondo modello, conosciuto con il termine **equity side** consente di pervenire in via immediata al valore del patrimonio netto (*W equity*) utilizzando i flussi che ad esso appartengono.

⁴ PINARDI RICCARDO, Perché le start-up falliscono, 29 gennaio 2016, disponibile al sito: <http://vz19.it/perche-le-startup-falliscono/>

Nella prima prospettiva si determina il valore dell'impresa W asset prendendo in considerazione i flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro scontato ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale proprio e di debito (WACC, Weighted Average Cost of Capital). I flussi operativi utilizzati in tale approccio sono definiti *unlevered* poiché sono espressi al netto degli effetti provenienti dalle scelte di indebitamento dell'azienda. I flussi operativi devono quindi remunerare i finanziatori dell'azienda a titolo sia di debito che di capitale di rischio.

Nell'approccio *equity side*, per contro, si procede direttamente alla determinazione del valore dell'impresa scontando ad un tasso di attualizzazione pari al costo del capitale proprio (COE, acronimo anglosassone di *Cost of Equity*) i flussi a disposizione della proprietà. Questi ultimi sono calcolati al netto degli effetti finanziari determinate dalle passività onerose e dalla variazione dell'indebitamento, di conseguenza gli stessi sono destinati unicamente ai conferenti di capitale di rischio, in quanto i finanziatori a titolo di debito sono già stati remunerati.

In teoria i due approcci dovrebbero convergere ad uno stesso risultato, in pratica ciò succede raramente a causa dei molteplici criteri utilizzati nei conteggi. Si segnala comunque che se si presta molta attenzione all'uso dei parametri la differenza nell'utilizzo fra i due metodi può essere contenuta in termini ragionevoli.

Vediamo ora nel merito le variazioni fra i due approcci nella determinazione sia del *cash flow* che del tasso di attualizzazione. Nell'approccio Asset Side, i flussi monetari *unlevered* sono così calcolati:

- Ricavi
- Costi della gestione corrente
= EBITDA
- Imposte sulla gestione operativa
- (Più o meno) variazione del capitale circolante netto
- (Più o meno) variazione degli investimenti al netto dei disinvestimenti
= Flusso di cassa operativo FCFO

Questi sono flussi di cassa disponibili per tutti i portatori di risorse finanziarie in azienda, siano esse capitale proprio o debito.

Nell'approccio Equity side, i flussi monetari *levered* sono così calcolati:

Flusso di cassa operativo (FCFO)

- Oneri finanziari netti
- Più o meno, variazione dell'indebitamento finanziario netto (-rimborsi + nuovi debiti)
- Uguali fcfe

Come si vede, i flussi monetari Equity side partono dai flussi monetari Asset side e vengono depurati dal servizio del debito aziendale. In altre parole, essi danno i flussi di cassa disponibili per i soli azionisti.

Per quanto concerne il tasso di attualizzazione, **nell'ottica asset side viene utilizzato il WACC.**

Esso rappresenta una media ponderata del costo del capitale proprio e del debito. Nell'ottica *asset side* si remunerano infatti tutti i portatori di finanziamenti all'impresa, sia in Capitale proprio (*Equity*), che in Capitale di terzi (*Debito*).

In formula il WACC può essere indicato nel seguente modo:

$$Wacc = COE \cdot c_e + COD \cdot c_d \cdot (1-T)$$

dove:

COE= Acronimo inglese di *Cost of Equity*;

COD= Acronimo inglese di *Cost of Debt*;

$c_e = E/D+E$ coefficiente di ponderazione espressivo dell'utilizzo del capitale proprio;

$c_d = D/D+E$ coefficiente di ponderazione espressivo dell'utilizzo del capitale di debito;

T= aliquota d'impresa sul reddito d'impresa che consente la deduzione del costo del debito.

Il COE esprime il costo del capitale proprio dell'impresa.

Il COD, ovvero il costo del debito può essere definito come il tasso che l'azienda pagherebbe nelle attuali condizioni di mercato per ottenere un nuovo finanziamento a medio-lungo termine. Se l'azienda avesse ottenuto recentemente un finanziamento a medio-lungo termine, si potrebbe utilizzare il tasso del finanziamento ottenuto. Mediamente viene utilizzato un 4% anche se tale tasso può variare in base al merito creditizio dell'azienda.

I coefficienti di ponderazione esprimono l'incidenza del valore di mercato del capitale proprio e del debito sul valore dell'impresa.

Con l'ottica Equity side, invece, si usa il modello definito con l'espressione CAPM (Capital Asset Pricing Model). Quest'ultimo modello utilizza solamente la prima parte della formula del WACC sopraesposta, che riguarda il solo costo dell'Equity (COE).

Il modello utilizzato per la stima del costo dell'equity è il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* che considera due componenti:

- a. il tasso privo di rischio (risk free);
- b. la maggiorazione data dal prodotto del beta per il premio per il rischio azionario, Equity risk premium (ERP).

La formula può essere indicata nel seguente modo:

$$\text{COE} = r_f + \beta \cdot (\text{ERP})$$

Dove:

COE= Cost of Equity, esprime il costo opportunità del capitale proprio, corrispondente al rendimento al quale un investitore rinuncia per aver acquisito un'interessenza partecipativa nella specifica azienda e non in altre aziende con lo stesso profilo di rischio.

Rf= Risk Free, ovvero: tasso privo di rischio, solitamente stimato sulla base del rendimento dei titoli di Stato (con scadenza a 10 anni qualora si utilizzi un unico tasso per i flussi indefinitivamente generabili dall'azienda o con scadenza coerente con l'orizzonte temporale dei flussi attualizzati) puntuale o medio degli ultimi 6-12 mesi.

Se si vuole stimare un risk free avulso dalle condizioni di contesto e di rischio paese si può ricorrere al tasso interbancario EURIRS, oppure al tasso di interesse riconosciuto su obbligazioni tripla AAA, consultabile sul sito della Banca Centrale Europea.

β = è il coefficiente espressivo del rischio sistematico non eliminabile attraverso la diversificazione del portafoglio.

ERP= differenziale di rendimento richiesto tra un'attività priva di rischio e un investimento azionario.

Ciò che differenzia l'approccio asset side rispetto a quello equity side è il trattamento del debito finanziario.

Nel primo caso, gli FCFO sono attualizzati al WACC che esprime il rendimento atteso da tutti gli investitori, in equity ed in debito.

Il valore che si ottiene è quello dell'azienda, il c.d. W asset, da ciò per ottenere il W equity è necessario sottrarre l'indebitamento netto (Posizione Finanziaria Netta, PFN).

L'approccio equity side attualizza gli FCFE che sono già al netto del servizio del debito al solo COE. L'effetto sul risultato finale dell'Enterprise Value dipende dalla scelta dei due approcci alternativi.

Si può comunque osservare che in assenza di debito il problema non si pone: in tale situazione i due approcci forniranno lo stesso risultato. Questa considerazione è estendibile a tutte quelle realtà aziendali nelle quali il ricorso del debito è minimo. Il valutatore deve comunque ritenere che tale condizione valga anche per il futuro.

b. Metodo dei Multipli

I metodi che si richiamano ai multipli o moltiplicatori, si sono affermati da tempo nella prassi professionale, soprattutto nel mondo della Finanza e delle Banche d'affari. Hanno contribuito alla diffusione di tale approccio vari fattori, tra i quali si possono ricordare⁵:

1. il grande sviluppo delle operazioni di fusione e di acquisizione, che ha reso disponibile una vasta mole di prezzi di riferimento anche per società non quotate;
2. Lo sviluppo delle attività di private equity, condotte da intermediari finanziari che tradizionalmente smobilizzano sul mercato di borsa le proprie partecipazioni; intermediari (merchant banks) che fondano sui multipli, in massima parte, le loro decisioni;
3. il vantaggio informativo riconosciuto ai multipli, specialmente in contesti nei quali le previsioni sono molto difficili; vantaggio che molte volte ha largamente ispirato gli analisti professionali, che sui multipli hanno spesso largamente basato le loro previsioni e le loro indicazioni.
4. l'enorme sviluppo della funzionalità primaria dei mercati finanziari che ha generato un sensibile aumento dell'ingresso di società anche di limitata dimensione nei listini di borsa.

Dal punto di vista matematico un multiplo è un rapporto fra il valore dell'Impresa e alcuni parametri aziendali. Essi sono supposti rappresentativi della capacità dell'impresa di produrre ricchezza e quindi valore. I multipli più utilizzati, che il perito valutatore è chiamato a scegliere, sono:

-EV (enterprise value) / Sales (fatturato). Esso è il multiplo meno influenzato dagli andamenti e dalle politiche contabili; tende ad essere relativamente stabile nel tempo; è molto legato alla capacità di crescita dell'azienda. Molto utilizzato per le start-up companies

-EV (enterprise value) / EBITDA (Earning before interest, tax, amortization & depreciation), in pratica il Margine operativo lordo). E' uno dei Multipli ad utilizzo più frequente; esso è poco influenzato da politiche contabili o fiscali; esso più di altri è in grado di esprimere la capacità della gestione caratteristica di generare valore. Utilizzato per le società con business stabile o maturo.

-EV enterprise value / EBIT (Earning before interest, tax, in pratica il margine operativo). Viene utilizzato in alternativa al precedente multiplo, basato sull'EBITDA; può creare distorsioni quando si confrontano realtà di differenti paesi.

-P (Price) / E (Earning), cioè capitale azionario / utile netto. In altri termini il rapporto è fra la capitalizzazione di borsa dell'azienda e l'utile netto. Esso rappresenta il numero di anni in cui la società ripagherebbe l'investitore con gli utili conseguiti. Esso è il Multiplo più utilizzato per le società quotate.

-P (Price) / BV (Book value), cioè capitale azionario / patrimonio netto. Esso esprime il rapporto fra la capitalizzazione di borsa dell'azienda e il patrimonio netto contabile. Metodo utilizzato prevalentemente dai settori ad alto contenuto patrimoniale (Banche, assicurazioni, società finanziarie).

-Multipli di grandezze fisiche, dati da EV (enterprise value) / Grandezza fisica che misura un'importante capacità del business aziendale, quali: numero abbonati (mondo dei media), utenti (telecomunicazioni), contatti (internet), stanze d'albergo (settore alberghiero), etc. Utilizzati non di frequente e solo per alcuni settori di business.

Per ogni settore è presente un multiplo, e i professionisti utilizzano il prodotto dato dal valore del multiplo di settore ed un risultato contabile riportato da una società come proxy della valutazione di tale società. I due principali filoni di valutazione utilizzati con i multipli sono i multipli di società comparabili e i multipli di transazioni comparabili. I Multipli di società comparabili possono essere storici, basati normalmente su medie di valori riscontrati nei periodi passati, ovvero prospettici, cioè basati su stime future desunte da budget, piani di sviluppo etc. I Multipli di transazioni comparabili si riferiscono a transazioni di aziende simili avvenuti

⁵ GUATRI L., BINI M., Nuovo trattato sulle valutazioni delle aziende, Milano, gennaio 2009, p. 633.

in un passato relativamente recente, si precisa che i multipli sono applicabili sia nell'approccio Asset side che in quello Equity side. Si ricorda che con la prospettiva Asset side si stima il valore dell'Equity in modo indiretto, valutando prima il capitale operativo dell'azienda e detraendo da esso la posizione finanziaria netta (cd leva finanziaria). Con la prospettiva Equity side si stima invece il valore dell'Equity in modo diretto, indipendentemente quindi dalla posizione finanziaria netta.

I multipli non sono soltanto uno strumento agile e snello di valutazione, ma sono una parte essenziale del processo valutativo, che rimarrebbe senza di loro incompleto e lacunoso⁶. Essi sono comunque uno strumento delicato e complesso, che va conosciuto a fondo e trattato con competenza e con ampiezza di ricerche e riscontri. I multipli possono infatti essere considerati degli stimatori distorti del valore⁷. Gli stessi infatti stimano e non misurano il valore dell'impresa: essendo stimatori approssimativi portano con sé qualche inevitabile distorsione. A tale riguardo il PIV III 1.38 segnala che il professionista «...*deve essere consapevole che non esistendo aziende sosia all'azienda da valutare, l'apparente semplicità di tali valutazioni nasconde numerose insidie, per effetto delle quali il metodo può condurre a risultati forvianti in quanto estenda all'azienda oggetto di valutazione profili (di redditività, di crescita, di rischio) che essa non ha.*» Al fine di minimizzare la non correttezza della distorsione i professionisti seguono le seguenti indicazioni generali:

- scegliere come multiplo l'aggregato contabile maggiormente significativo in relazione alle caratteristiche del settore e dell'azienda da analizzare;
- scegliere alla base del multiplo l'aggregato di bilancio meno soggetto a pratiche contabili e politiche di gestione che possano renderlo poco omogeneo nel campione;
- scegliere il multiplo che ha una maggiore stabilità nel tempo;
- scegliere il multiplo che ha una minore varianza tra le società comparabili.

c. Metodo Scorecad & Berkus

La valutazione delle start-up, soprattutto se queste ultime si trovano nella fase iniziale, segue delle regole proprie. Tali imprese, come più volte ricordato in questo elaborato:

- operano in assenza di dati storici;
- sono soggette ad una forte componente di rischio imprenditoriale;
- sono caratterizzate da tempi di ritorno dell'investimento mediamente non brevi, in quanto caratterizzato da un elevato rischio di illiquidità.

Queste caratteristiche non consentono all'analista di applicare direttamente i metodi tradizionali quantitativi di valutazione che si sono affermati nel corso degli anni per lo studio di imprese mature. In questo caso l'analista predilige l'utilizzo di metodi qualitativi, che consentono di valutare l'impresa sulla base delle caratteristiche peculiari della stessa. I metodi qualitativi basano infatti la propria analisi su elementi di valutazione non numerici, come ad esempio: la bontà del business plan, le caratteristiche e la capacità del management, il modello di business, il rischio intrinseco all'iniziativa di business, i tempi di ritorno dell'investimento, il prodotto servizio da mettere sul mercato, la sua prototipazione e le prospettive di vendita. L'analisi di queste particolarità è essenziale nella fase iniziale del business: le stesse infatti possono determinare il successo o il fallimento dell'idea imprenditoriale. I metodi qualitativi sono stati sviluppati originariamente da diversi gruppi di *Business Angels*⁸ degli Stati Uniti.

⁶ GUATRI L., BINI M., *op. cit.*, p. 642.

⁷ *Ibidem*

⁸ I business Angel sono investitori specializzati in investimenti in progetti imprenditoriale che si trovavano in una fase primordiale del business. Tali investitori non forniscono solo il capitale necessario per avviare l'attività ma offrono anche le proprie conoscenze e competenze per aiutare concretamente le startup a sviluppare la proprie idea. (fonte: <https://debitoor.it/dizionario/business-angel>).

La valutazione elaborata dai *Business Angel* si fonda essenzialmente su caratteristiche verificabili, reali del progetto imprenditoriale ed evitano le ipotesi e le assunzioni sul futuro. Queste ultime potrebbero risultare inattendibili in quanto la strategia ideata da un'impresa appena costituita può essere soggetta a frequenti cambiamenti. Tra i requisiti presi in considerazione dai *Business Angel* per la valutazione delle start-up si possono citare: le caratteristiche del team, l'idea del business, la domanda crescente nel mercato, la capacità dell'impresa di proteggere il proprio vantaggio competitivo, ecc. Nel corso degli anni si sono sviluppati e delineati due principali approcci di valutazione qualitativa: il metodo scorecard e il metodo Berkus:

Il metodo Scorecard è stato elaborato dal *Business Angel* Bill Payn⁹ e si basa su un'iniziale comparazione della media delle valutazioni *pre-money* di altre start-up attive nello stesso settore e nella stessa area geografica (informazioni che possono essere ricavate da fonti quali Halo Report, AngelList, PitchBook) e di alcune variabili specifiche, quali caratteristiche del *management team*, tipologia del prodotto e della tecnologia utilizzata, dimensione e competitività del mercato in cui si opera, necessità di ulteriori investimenti, partnership e canali di vendita etc. Tale metodo può essere utilizzato alle seguenti condizioni:

- deve esistere un ampio mercato di riferimento dal quale sia possibile desumere dei dati medi di valutazioni di *start-up* per area geografica, settore merceologico, etc
- si sia in grado di assegnare parametri di valutazione e alle varie componenti della start up da valutare management team, tipologia del prodotto e della tecnologia utilizzata, dimensione e competitività del mercato in cui si opera, necessità di ulteriori investimenti, partnership e canali di vendita etc.

Diversamente, **il metodo Berkus**, assegna dei valori ad alcune grandezze, che costituiscono altrettanti parametri o caratteristiche della *start up*. Tale approccio può contare su oltre 20 anni di applicazione soprattutto nel mondo anglosassone (USA in particolare). La valutazione contiene chiaramente una buona dose di soggettività, che può essere aiutata dall'apprezzamento su come si è comportata la start up fino al momento della valutazione, con riguardo alle relative grandezze. Il ragionamento logico che sta dietro al suddetto metodo è il seguente: le proiezioni di cash flow nelle start up alle prime fasi sono altamente incerte, con un'altissima percentuale di non poterle poi raggiungere. Berkus¹⁰ ha individuato quindi cinque fattori che, se contemporaneamente presenti, contribuiscono al successo dell'iniziativa imprenditoriale e al raggiungimento del prospettato cash flow. Ad ognuno di questi viene assegnato un valore. Nella seguente lista, viene indicato fra parentesi il relativo rischio corrispondente al parametro indicato.

- Proposta di Valore/Idea di business (Rischio prodotto/servizio)
- Qualità Manageriali del team (Rischio di esecuzione)
- Prototipo Funzionante (Rischio tecnologico)
- Relazioni strategiche (Rischio mercato e rischio competitivo)
- Prodotto già lanciato e/o venduto (Rischio finanziario o di produzione)

⁹ Sviluppato originariamente nel 2001 da imprenditori statunitensi, questo metodo è stato pubblicato nel 2007 dalla Kauffman Foundation ed è stato revisionato nel 2011 da Bill Payne dell'Ohio TechAngels. <https://creazioneimpresa.net/2019/09/24/quanto-vale-la-tua-start/>

¹⁰ L'investitore Dave Berkus che ha partecipato a più di 140 investimenti early stage propose questo metodo nel 1996 e lo ha ampliato nel 2016. <https://creazioneimpresa.net/2019/09/24/quanto-vale-la-tua-start/>

3. Panoramica della metodologia applicata per la determinazione del capitale economico dell'impresa startup o pmi innovative

Per evincere il valore delle imprese analizzate è stato adottato un approccio basato sull'utilizzo combinato di quattro diverse metodologie. Si segnala infatti che per quasi tutti gli approcci di valutazione dedicati alle start-up o Pmi innovative, i singoli metodi non vengono quasi mai utilizzati da soli, ma vengono spesso controllati e supportati mediante l'ausilio di più di un approccio, al fine di avere una valutazione sufficientemente affidabile e prudentiale.

Il software realizzato andrà quindi ad applicare un mix dei metodi sopra indicati, precisamente:

1. Il Venture Capital Method;
2. Il metodo dei flussi di cassa attualizzati indicato con il termine Discounted Cash Flow with multiples;
3. Il metodo dei flussi di cassa attualizzati individuato con l'espressione Discounted Cash Flow with long term growth;
4. Lo Scorecard Method
5. Berkus Method

L'utilizzo congiunto di questi diversi metodi, ponderato per la fase di vita dell'azienda, ci consente di analizzare il *business* da diverse angolazioni, fornendoci una visione più completa e precisa dell'impresa oggetto del nostro studio. Più nello specifico, il valore finale proveniente dalla valutazione si basa su una media ponderata degli esiti generati dall'applicazione dei primi tre metodi di valutazione (conosciuti con i termini *DCF with long term growth*, *DCF with multiples* e *Venture Capital Method*) e corretta per il risultato ottenuto dagli ultimi metodi applicati (indicati con l'espressione *Scorecard Method* e *Berkus Method*).

Si procederà ora ad analizzare gli approcci valutativi utilizzati per la formulazione della valutazione.

a. Il metodo Venture Capital

Il metodo VC è uno degli approcci più comuni tra gli operatori della valutazione delle società. Tale approccio è veloce da implementare e adatto soprattutto per stimare il valore di nuove iniziative imprenditoriali. Lo stesso è infatti maggiormente usato per le imprese *start up* nella fase *early stage* e si basa sulla valutazione dei flussi di cassa, attribuendo un **valore finale atteso relativo al momento in cui si prevede possa realizzarsi il disinvestimento**. Tale metodo si basa su due fasi principali:

A) Stimare il valore dell'impresa al momento in cui si ritiene di realizzare il *capital gain*;

B) Scontare il valore individuato per riportarlo al momento dell'acquisizione della partecipazione.

A) Stimare il valore dell'impresa al momento in cui si ritiene di realizzare il *capital gain*

Per quanto concerne il punto A), il valore potenziale di uscita è calcolato con un approccio basato sulla metodologia dei multipli. Il valore d'uscita è infatti determinato moltiplicando l'EBITDA dell'ultimo esercizio di previsione per il multiplo dell'EBITDA del settore. Dal punto di vista matematico un multiplo è un rapporto determinato in una o più aziende comparabili a quella da valutare fra:

Numeratore: rappresentato dal valore dell'azienda dato da: Enterprise Value, quando si utilizza l'approccio Asset Side, ovvero Unlevered; ovvero il valore del capitale azionario (Price o Equity Value) quando si utilizza l'approccio Equity side, ovvero levered.

Denominatore: rappresentato da una variabile in grado di riassumere la capacità di un'azienda di produrre ricchezza. Possono essere utilizzate grandezze contabili, come ad esempio EBITDA, EBIT, Utile Netto, Patrimonio netto contabile; ovvero grandezze fisiche (raramente impiegate) quali: numero abbonati, utenze, stanze ...¹¹

Per ogni settore è presente un multiplo, e i professionisti utilizzano il prodotto dato dal valore del multiplo di settore ed un risultato contabile riportato da una società come proxy della valutazione di tale società.

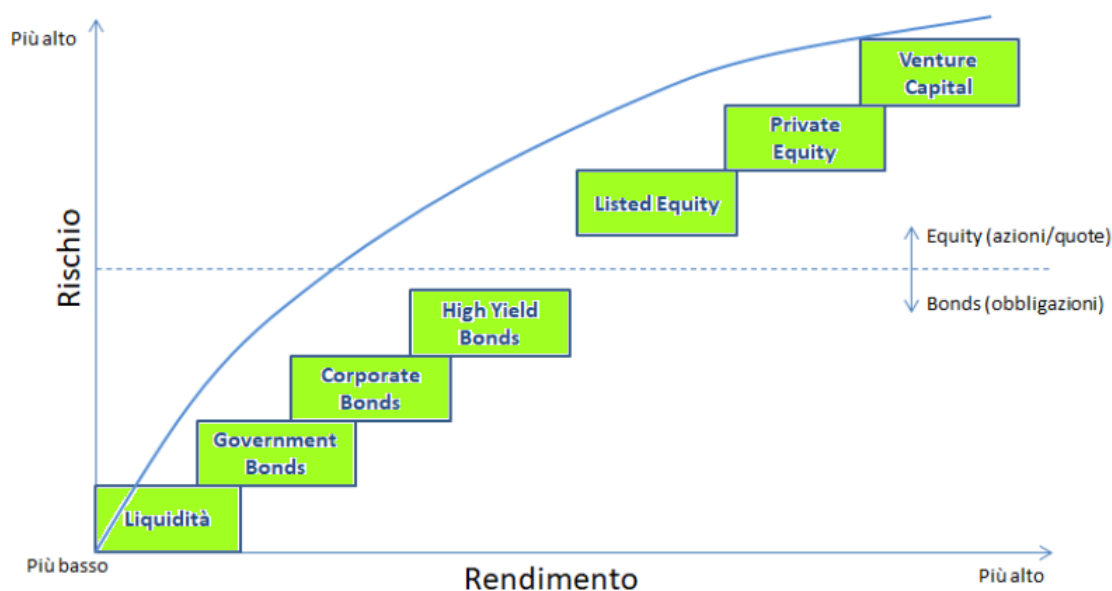
Il PIV III 1.38 segnala, in merito all'applicazione di valutazioni comparative basate sui multipli, che il professionista «...deve essere consapevole che non esistendo aziende sosia all'azienda da valutare, l'apparente semplicità di tali valutazioni nasconde numerose insidie, per effetto delle quali il metodo può condurre a risultati forvianti in quanto estenda all'azienda oggetto di valutazione profili (di redditività, di crescita, di rischio) che essa non ha.»

Si è scelto di utilizzare il multiplo EBITDA dell'ultimo esercizio previsto in quanto i rapporti con denominatore basato sull'EBITDA tengono conto delle principali spese dovute al core business dell'impresa offrendo una buona approssimazione contabile della generazione dei flussi di cassa. Poiché la generazione dei flussi di cassa risulta uno dei driver principali per la definizione del valore dell'impresa, si è preferito utilizzare la grandezza dell'EBITDA rispetto ai ricavi.

Il multiplo EBITDA è applicato all'ultima proiezione dell'EBITDA presente nel *business plan* aziendale, e quindi attualizzato al valore attuale. Tale operazione consente di tenere conto della crescita specifica dell'azienda (crescita dell'EBITDA) e del rischio legato al progetto imprenditoriale (tasso di attualizzazione).

La fonte del multiplo di settore applicato per calcolare il valore potenziale di uscita è il set di dati delle aziende pubbliche di tutto il mondo curato con aggiornamenti annuali dal Professore Aswath Damodaran delle New York University.

Nell'eventualità in cui l'attività svolta dall'impresa non sia immediatamente individuabile all'interno della classificazione creata dal Professore Aswath Damodaran, si è effettuata una media tra i settori che identificano l'attività svolta dalla start-up oggetto dell'analisi.



B) Scontare il valore individuato per riportarlo al momento dell'acquisizione della partecipazione.

¹¹ FIORI ANGELO, Valutazione d'azienda con il metodo dei Multipli, disponibile al sito: [https://www.angelifiori.it/valutazioni-dazienda-con-metodi-dei-multipli/#:::text=Dal%20punto%20di%20vista%20matematico,dell'azienda%2C%20dato%20da%3A&text=Valore%20del%20capitale%20azionario%20\(Price,Equity%20side%20ovvero%20levered%20\(link](https://www.angelifiori.it/valutazioni-dazienda-con-metodi-dei-multipli/#:::text=Dal%20punto%20di%20vista%20matematico,dell'azienda%2C%20dato%20da%3A&text=Valore%20del%20capitale%20azionario%20(Price,Equity%20side%20ovvero%20levered%20(link)

Per quanto riguarda il punto B), per scontare il valore potenziale di uscita e riportarlo al momento in cui è effettuata la valutazione si utilizza come tasso di attualizzazione il ROI atteso dal *business* che si sta finanziando. Nel metodo VC, il ROI atteso rappresenta il rendimento minimo che gli investitori cercano nel momento in cui decidono di finanziare un nuovo progetto imprenditoriale. Si segnala che tanto più l'impresa è giovane, tanto più alto sarà il grado di rischio dell'investimento, e quindi tanto maggiore sarà il ROI atteso per l'impresa.

Il ROI utilizzato per scontare il valore potenziale d'uscita, nel metodo di valutazione applicato, è analogo a quello determinato dall'approccio Venture Capital del software di valutazione aziendale Equidam¹².

L'approccio Equidam determina il ROI atteso sulla base di tre fattori:

1. Il moltiplicatore Cash on Cash, il quale è dato dal rapporto tra il denaro che gli investitori si aspettano di guadagnare quando escono dall'investimento effettuato nella start-up e l'importo che stanno investendo;
2. La diluizione della loro quota iniziale nella società a causa di maggiori investimenti nelle successive fasi di finanziamento;
3. Gli anni che prevedono di detenere il capitale nei loro portafogli per prima di uscire.

La tabella seguente riporta i valori medi di questi fattori per gli investitori che lavorano con le startup in ogni fase di sviluppo:

Fase dello sviluppo	Multiplo Cash on Cash	Diluizione	Tempo
Fase Idea	5x	80%	4.25
Fase Sviluppo	5x	75%	4
Fase Start-up	5x	67%	3.75
Fase di espansione	8x	50%	7

Questi valori medi sono stati riordinati nei tassi annuali composti che rappresentano il ROI atteso attraverso le seguenti formule:

Cash on Cash multiple / (100% - Dilution) = Dilution adjusted multiplier

[Dilution adjusted multiplier ^ (1/time to exit)] - 1 = Discount or required ROI.

Sulla base della suddetta formula sono stati calcolati i ROI attesi per ogni fase della vita di una start-up e vengono indicati nella seguente tabella:

Fase dello sviluppo	ROI atteso metodologia Equidam
Fase Idea	135,93%
Fase Sviluppo	114,74%
Fase Start-up	89,12%
Fase di espansione	48,60%

Il valore attuale netto dell'uscita dall'investimento dopo n anni è calcolato con il ROI atteso corretto come tasso di sconto ed è equivalente alla valutazione *post-money* della società. Il metodo VC può essere semplificato nella seguente formula:

¹²La descrizione della metodologia equidam è disponibile al sito: <https://www.equidam.com/>

$[(\text{Ultima previsione EBITDA presente nel BP}) \times (\text{multiplo di settore})] / [(1 + \text{roi atteso metodologia Equidam})^n]$

n= tempo attualizzazione.

b. Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (discounted cash flow - DCF)

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow, DCF) è uno dei principali metodi utilizzati per la valutazione aziendale. Esso si basa sul principio secondo il quale il valore dell'impresa è dato dal valore dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare in futuro, scontati per un tasso espressivo del rischio.

Il nostro approccio valutativo utilizza due varianti del metodo dei flussi di cassa attualizzati: il metodo dei flussi di cassa attualizzati con ipotesi di crescita costante (DCF with long term growth) e quello con multipli (DCF with multiples). Entrambi i metodi sopracitati rappresentano dei metodi **finanziari analitici con Terminal Value** ed è proprio il calcolo di quest'ultimo che segna la differenza tra i due approcci valutativi.

1 - DCF with long term growth

La metodologia indicata con l'espressione anglosassone **DCF with long term growth** è la versione più diffusa dei metodi dei flussi di cassa attualizzati. Esso calcola il valore finale come il valore del flusso di cassa operativo (*Free Cash Flow from Operation*, FCFO) che una società genererà dopo il periodo previsto, **in base alle ipotesi di sopravvivenza e crescita costante**. Il metodo presuppone che la generazione dei flussi di cassa operativi possa essere suddivisa in due principali fasi:

1. un primo periodo iniziale caratterizzato da una crescita rapida e irregolare, che deve essere esplicitamente modellato nelle proiezioni finanziarie;
2. un secondo periodo - definita continuità - con crescita costante ad un determinato tasso di crescita indicativamente il medesimo tasso di crescita atteso per l'economia del Paese in cui l'azienda opera.

Per quanto concerne la prima fase, per il calcolo degli FCFO, si fanno uso delle proiezioni finanziarie puntuali elaborate dalla società nel proprio business plan.

Per quanto riguarda il secondo momento, relativo alla fase di futura continuità, al fine di stimare il valore terminale, si assume che l'azienda sopravviva alla prima fase e poi continui a crescere in modo sostenibile ad un determinato tasso di crescita. Pertanto, il flusso di cassa operativo del primo anno successivo alle proiezioni è il risultato dell'anno precedente, attualizzato in base al tasso di sconto WACC, aumentato del tasso di crescita, indicato con la lettera *g*.

La somma di tutti i flussi da questo punto in avanti nel futuro, attualizzati all'ultimo anno previsto, è definito Terminal Value. Per il calcolo di quest'ultimo si applica la seguente formula (formula di Gordon):

Terminal Value nel DCF with long term growth = (ultimo FCFO* survival rate)* (1+g) / (wacc – g)

Il primo fattore della formula è dato dal valore dell'ultimo FCFO ricavato dal Business Plan dell'impresa oggetto di valutazione.

Il secondo fattore della formula, ovverosia il *survival rate*, è determinato a seconda della diversa fase di vita aziendale. Nello specifico vengono computati i seguenti tassi di sopravvivenza:

STAGE	INTERVALLO				
IDEA STAGE			survival rate	<	5%
DEVELOPMENT STAGE	5%	<	survival rate	<	15%
START-UP STAGE	15%	<	survival rate	<	25%
EXPANSION STAGE	25%	<	survival rate	<	40%

Le percentuali relative a ciascun intervallo sono state determinate sia sulla base di dati empirici¹³ che sulla base di stime effettuate dal valutatore. Il terzo elemento della formula è dato dal tasso g che esprime il tasso di crescita annuo perpetuo. Generalmente si pone tale percentuale pari al 2% se si ritiene che la crescita stabile; per contro si stabilisce un tasso g maggiore al 2% se si ipotizza che il business abbia tassi di crescita superiori al GDP generato nel Paese in cui l'impresa opera. Assumendo un approccio di tipo prudenziale, nella valutazione delle start-up oggetto del nostro studio, si è posto il tasso di crescita g pari all'1%.

Il quarto ed ultimo componente della formula è dato dal tasso WACC. Il Costo del Capitale (**WACC**) utilizzato per scontare i flussi di cassa prospettici delle società è stato così calcolato:

$$Wacc = COE * c_e + COD * c_d * (1 - T)$$

dove:

COE= Acronimo inglese di *Cost of Equity*;

COD= Acronimo inglese di *Cost of Debt*;

$c_e = E/D+E$ = coefficiente di ponderazione espressivo dell'utilizzo del capitale proprio;

$c_d = D/D+E$ = coefficiente di ponderazione espressivo dell'utilizzo del capitale di debito;

T = aliquota sul reddito d'impresa che consente la deduzione del costo del debito¹⁴.

Sia il valore del COE che del COD sono stati individuati all'interno del set di dati delle aziende pubbliche di tutto il mondo curato con aggiornamenti annuali dal Professore Aswath Damodaran della New York University.

II - DCF with multiples

L'approccio DCF con multiplo assume che il valore terminale di una *startup* è pari all'importo realizzato all'*exit* dell'investimento che si verifica alla fine del periodo previsto. Il *Terminal Value* è calcolato moltiplicando l'ultimo EBITDA previsto all'interno del business plan sia per il multiplo EV/EBITDA di settore che per il tasso di sopravvivenza dell'impresa. Nello specifico, il valore del terminal value secondo l'approccio DCF with long term growth è calcolato secondo la seguente formula:

$$\text{Ebitda dell'ultimo anno di previsione} * \text{multiplo Ebitda di settore} * \text{survival rate}$$

c. Scorecard Method e Berkus Method

Il metodo qualitativo utilizzato nella valutazione aziendale è lo Scorecard Method. Questo approccio è stato sviluppato da alcuni business angel americani, i quali utilizzavano tale metodo per valutare le aziende sulla

¹³ Secondo uno studio il 90% delle start-up falliscono, disponibile al sito: <https://www.failory.com/blog/startup-failure-rate>

¹⁴ aliquota fiscale sulle imposte sui redditi (attualmente in Italia IRES 24% e IRAP 3,9%).

base di dati non quantitativi, come ad esempio la composizione e l'esperienza del team, le caratteristiche del prodotto e della tecnologia utilizzata, le opportunità di collaborazioni o di partnership con altre aziende, la strategia adottata ecc...

Nello specifico, per la valutazione delle imprese oggetto del nostro studio l'analista compila un questionario composto da 45 domande che vanno ad indagare nelle diverse aree di interesse dell'analista per capire al meglio la situazione attuale dell'azienda, le prospettive di sviluppo dell'azienda e del mercato.

Le aree tematiche oggetto di indagine sono le seguenti:

1. Clienti
2. Gestione aziendale
3. Business Model
4. Mercato di riferimento
5. Dipendenti
6. Financials
7. Founder
8. Marketing
9. Prodotto

Rispondendo a quesiti mirati, di pertinenza di ognuno degli argomenti sopra indicati, l'analista potrà individuare criticità e perplessità circa il business plan o la value proposition dell'azienda. Il metodo applicato prevede domande chiuse alle quali è assegnato un punteggio per ogni domanda. Al completamento del questionario viene assegnato un punteggio per ogni capitolo. Il punteggio andrà a generare una matrice di valutazione che andrà a correggere i parametri quantitativi del business plan con i parametri qualitativi dello stesso, andando quindi a rettificare le proiezioni in funzione dell'esito della valutazione effettuata.

d. Applicazione delle diverse metodologie di valutazione

Ogni singolo metodo precedentemente descritto contribuisce alla valutazione finale dell'impresa oggetto del nostro studio. Più in particolare, al fine di pervenire ad una stima del valore economico del capitale dell'azienda si procede ad effettuare una media ponderata dei primi tre metodi analizzati, ovverosia il metodo Venture Capital e i due metodi dei flussi di cassa attesi indicati con i termini anglosassoni DCF with long term growth e DCF with multiples, questa media poi è corretta per il risultato ottenuto dallo scorecard method e Berkus method.

I pesi utilizzati nella ponderazione dei primi tre metodi variano a seconda dello stadio di vita in cui si trova l'impresa. Nella tabella seguente vengono indicate le percentuali di contribuzione di ogni singola metodologia.

PONDERAZIONE	VC	DCF MULTIPLI	DCF LTG	TOT
IDEA STAGE	55,00%	22,50%	22,50%	100%
DEVELOPMENT STAGE	45,00%	27,50%	27,50%	100%
STARTUP STAGE	35,00%	32,50%	32,50%	100%
EXPANSION STAGE	30,00%	35,00%	35,00%	100%
MATURITY	10,00%	50,00%	40,00%	100%

Le percentuali alla base della ponderazione sono determinate sulla base dei seguenti principi:

1. Il *venture capital method* ricopre un ruolo prevalente nelle imprese innovative ad alto potenziale di crescita che si trovano nei primi stadi della loro vita. Queste aziende sono caratterizzate da un alto rischio, ma possono dare ritorni economici eccezionali. Tale metodologia predilige principalmente alle *start-up* e alle imprese che per loro natura hanno un'alta percentuale di fallimento, ma quando hanno successo garantiscono ai loro investitori exit che li ripariano abbondantemente anche quando hanno perduto nelle imprese fallite.

2. I metodi quantitativi basati sui flussi attesi sono più affidabili negli stadi più avanzati della vita dell'impresa, quando la stessa ha già una comprovata documentazione finanziaria.

L'esito della media ponderata verrà poi corretto sulla base dei risultati ottenuti dal metodo scorecard. Quest'ultimo può confermare il valore ottenuto dalla media ponderata delle valutazioni, penalizzarlo di un massimo del 50% ovvero incrementarlo per un massimo del 10% a seconda delle caratteristiche qualitative dell'impresa.

4. Il software IWISE

Tramite i servizi offerti da I wise l'utente potrà monitorare tutte le campagne di Equity Crowdfunding in corso in Italia. Ogni 15 giorni sarà fornito elenco con i seguenti dati:

1. nome progetto
2. tipo progetto (startup – pmi innovativa – pmi – veicolo di investimento – progetto immobiliare)
3. piattaforma (nome portale di Equity Crowdfunding nel quale è presente offerta)
4. Valutazione Premoney indicata sul portale
5. Target di raccolta dell'aumento di capitale presente sul portale
6. Scadenza campagna di Equity Crowdfunding
7. Settore (elenco settori IWISE)
8. Informazioni circa quotata o no
9. Dati fatturato 2020
10. Dati ebitda 2020
11. Dati prospettici fatturato 2023
12. Dati prospettici ebitda 2023
13. Fase aziendale (idea – sviluppo – startup – espansione – maturità)

I progetti di cui sopra saranno valutati da parte del TEAM di IWISE utilizzando il **1ST Valuation model di IWISE**.

Attraverso algoritmo proprietario viene individuato un valore teorico andando ad analizzare le informazioni sopra indicate. I progetti saranno classificati in base allo scostamento tra la valutazione premoney identificata dal modello 1ST Valuation model ed il premoney. (più elevato è lo scostamento e più in fondo alla classifica sarà posizionato il progetto).

Con cadenza mensile IWISE andrà ad analizzare tutti i progetti di tutte le piattaforme così classificati per fornire un'analisi qualitativa del progetto sulla base del questionario interno "Metodo Scorecad & Berkus" e quantitativa, andando ad identificare un range di valutazione entro il quale è consigliabile prendere in considerazione l'azienda target.

E' fondamentale identificare le peculiarità del software di IWISE.

Per startup e pmi innovative l'approccio con valutazione dei flussi futuri ed analisi dei punti di forza e debolezza dell'impresa ci consente di comprendere se le valutazioni presenti sui portali sono in linea con la tendenza di mercato.

Per le PMI sarà analizzato anche l'ultimo bilancio, riclassificandolo e mettendolo a confronto con le proiezioni del business plan, andando a mediare le valutazioni che ne scaturiscono.

Per i veicoli di investimento si andrà ad analizzare il portafoglio del veicolo, la sua composizione, i settori ed i tassi di crescita degli stessi, dando un valore prospettico del NAV, andando a verificare se la valutazione proposta dal portale è in linea con i requisiti standard di mercato.

Le analisi qualitative andranno a presentare, per ogni progetto analizzato, una breve griglia di valutazione che, oltre ad andare ad incidere sul valore della valutazione stessa, segnalerà all'investitore eventuali punti di forza e di debolezza sulla base della seguente tabella di analisi:

	Molto Positivo	Positivo	Negativo	Molto Negativo
CUSTOMER				
GESTIONE				
Business Model				
MERCATO				
DIPENDENTI				
FINANCIALS				
TEAM FONDATORI				
MARKETING				
PRODOTTO				

I parametri di default utilizzati dall'algorithmo di IWISE sono stati identificati dal team di analisi della società stessa, potranno essere implementati e modificati in corso di utilizzo per fornire analisi di migliore qualità e precisione. E' possibile regolare alcuni parametri con personalizzazioni dedicate in base alle richieste effettuate dal committente.

Parametri variabili:

1. Correction rate
2. Illiquidity rate
3. Survival rate
4. Dilution rate
5. Time rate
6. Tasso di crescita
7. Driver per crediti
8. Driver per costi monetari
9. % ammortamenti
10. % svalutazione crediti
11. Multipli di settore

Una volta che l'investitore ha ricevuto l'elenco delle potenziali target classificate e valutate sulla base di quanto sopra esposto IWISE resterà in attesa dell'elenco delle potenziali target identificate dall'investitore.

Sulle potenziali target sarà effettuata un'approfondita analisi delle banche dati pubbliche per individuare eventuali criticità.

Nel caso in cui non siano identificate criticità IWISE offre appendice integrativa all'eventuale contratto di investimento per consentire al committente la possibilità di effettuare analisi, con cadenza almeno trimestrale, dell'andamento della target.

L'analisi post investimento è composta dall'integrazione di 3 software:

1 – Cash driver

2 – Easyfintech

3 – I Wise BP analisi

Sottoscrivendo l'appendice al contratto di investimento l'emittente accetta di fornire, almeno con cadenza trimestrale, un bilancio e dati qualitativi sull'andamento dell'attività. Consente di poter accedere ai dati forniti da Banca d'Italia sull'anagrafica e consente di poter accedere sia allo SDI (software della fatturazione elettronica) che ai movimenti bancari.

Con queste fonti di dati IWISE è in grado di fornire dati di eventuale allerta di crisi di impresa, oltre che consentire un monitoraggio andamentale confrontabile con le proiezioni del business plan allineate ad una cadenza infra annuale almeno trimestrale.

Allegati:

file con multipli di mercato – COE – WACC - divisi per settore

schema grafico del funzionamento dell'applicazione web