

ALMA MATER STUDIORUM – UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

SCUOLA DI INGEGNERIA E ARCHITETTURA

CORSO DI LAUREA IN INGEGNERIA GESTIONALE

TESI DI LAUREA

in

ECONOMIA ED ORGANIZZAZIONE AZIENDALE

**ANALISI DELLE “EXIT STRATEGIES”
NEL SETTORE DELL’EQUITY CROWDFUNDING**

CANDIDATO

ANDREA BAGNAROLI

RELATORE

Chiar.mo Prof.

FEDERICO MUNARI

Anno Accademico 2015/16

Sessione II

INDICE

Introduzione	5
1. Il crowdfunding	8
1.1 Cos'è il crowdfunding	9
1.2 Tipologie di crowdfunding	14
1.2.1 Lending-based	14
1.2.2 Donation-based	15
1.2.3 Reward-based	15
1.2.4 Equity-based	16
1.2.5 Forme ibride	18
1.3 Modalità di compenso	19
1.4 Legislazione	21
1.5 Le piattaforme	27
2. Le prospettive in termini di “exit” per l’investitore	31
2.1 Il finanziamento dell’impresa	32
2.2 Le “exit strategies”	35
2.2.1 Distribuzione dei dividendi	36
2.2.2 M&A	36
2.2.3 Fondi di venture capital e private equity	37
2.2.4 Buy-back	38
2.2.5 IPO	38
2.3 Metodi di valutazione dell’impresa	42
2.3.1 Discounted Cash Flow	43
2.3.2 Metodo dei multipli di mercato	48
2.3.3 Economic Value Added	53

2.3.4	Metodo Berkus	54
3.	Analisi dei progetti	55
3.1	Crowdcube	56
3.2	Dati e metodi	60
3.3	Analisi dei dati	65
3.3.1	“Exit strategies”	65
3.3.2	Percentuale di equity offerta	68
3.3.3	“Exit strategies” e percentuale di equity offerta	70
3.3.4	Target di finanziamento richiesto	71
3.3.5	“Exit strategies” e target di finanziamento richiesto ..	73
3.3.6	“Time to exit”	74
3.3.7	“Exit strategies” e “time to exit”	76
3.3.8	“Comparables”	77
3.3.9	“Exit strategies” e “comparables”	79
3.3.10	Multipli di mercato	81
3.3.11	Distribuzione dei dividendi	82
3.4	Conclusioni	83
	Bibliografia	86
	Sitografia	88

Introduzione

Il presente elaborato nasce con l'obiettivo di indagare un fenomeno in rapida diffusione quale è il crowdfunding, partendo da una panoramica generale sulla natura del meccanismo per concentrarsi poi sulle "exit strategies" ed infine analizzare sperimentalmente cento progetti finanziati su una piattaforma di crowdfunding.

Il crowdfunding è un meccanismo di finanziamento collettivo che nasce fondamentalmente dall'esigenza di piccoli progetti di reperire capitale per essere sviluppati. Accanto ai canali tradizionali mediante i quali le piccole aziende possono richiedere fondi, tra cui banche, società di leasing, agenzie governative, clienti e fornitori, si è sviluppato a partire dai primi anni duemila un nuovo strumento, la cui peculiarità è quella di fare leva su nuovi soggetti disposti a finanziare i progetti e sfruttare a tale scopo le potenzialità della rete.

Il concetto alla base del crowdfunding è quello della condivisione, che si crea tra il promotore del progetto ed i finanziatori, i quali possono essere singoli cittadini, business angels, fondi di venture capital e private equity, aziende dello stesso settore oppure investitori in Borsa.

Il sistema si sviluppa mediante l'ausilio di piattaforme informatiche, che fungono da tramite tra le parti interessate, permettendo ai promotori di lanciare i progetti e presentarli al pubblico, ed ai potenziali investitori di informarsi riguardo le diverse opportunità ed eventualmente partecipare alle iniziative. Si crea in questo modo una community virtuale, che si muove attraverso meccanismi differenti rispetto ai classici canali di finanziamento, e offre nuove opportunità agli ideatori di progetti così come agli investitori.

Esistono diversi modelli di crowdfunding, che si differenziano per le rispettive finalità, le modalità di raccolta fondi e le forme di compenso.

In particolare, ai fini dello studio che sarà condotto nel prosieguo del testo, risulta importante soffermarsi sull'equity crowdfunding. Questa tipologia si distingue dalle altre in quanto raccoglie denaro che viene impiegato direttamente nel capitale di rischio dell'azienda finanziata. È il modello di crowdfunding che attualmente riscuote maggior successo in termini di quote raccolte. La ricompensa è di tipo economico e si realizza attraverso il disinvestimento della quota di partecipazione, entro una data finestra temporale e secondo le modalità delineate inizialmente dal promotore del progetto.

Le modalità di disinvestimento sono dette "exit strategies" e consistono negli obiettivi che i promotori dei progetti si propongono di realizzare dopo aver lanciato ed amministrato per un certo intervallo temporale i propri business. Tali strategie sono rilevanti per gli investitori in quanto rappresentano il meccanismo attraverso il quale essi si aspettano un guadagno dall'investimento effettuato.

Le "exit strategies" vengono presentate dai promotori dei progetti, direttamente sulle piattaforme, ed insieme al tempo previsto per le "exit", il numero di società comparabili e la presenza di eventuali multipli per stimare il valore dell'azienda rappresentano l'oggetto dell'analisi finale.

Lo studio si articola in tre capitoli, a partire dalla trattazione teorica per giungere all'analisi dei progetti ed infine ricavare osservazioni su quanto raccolto.

La prima parte è dedicata all'inquadramento del tema principale, con una digressione sulle tipologie di crowdfunding e sulle modalità di compenso dei

partecipanti al finanziamento collettivo, oltre che sulle piattaforme esistenti nei principali paesi del mondo e sulla legislazione vigente in materia.

L'argomento di maggiore rilievo per la trattazione è quello delle "exit strategies", cui è dedicata la parte centrale del testo, comprensiva di un approfondimento sul finanziamento dell'impresa ed una conclusione sui metodi attraverso cui è stimabile il valore di un'azienda, in ottica di "exit".

Il terzo ed ultimo capitolo si concentra sull'analisi di cento progetti di crowdfunding, finanziati sulla piattaforma Crowdcube, allo scopo di ricavare dati sperimentali sui quali effettuare alcune considerazioni relative a quanto trattato nel corpo del testo.

Il crowdfunding

In questo primo capitolo sarà introdotto il concetto di crowdfunding, partendo da alcune definizioni per poi analizzare il fenomeno della sua diffusione, in Italia e nel mondo, attraverso la presentazione delle diverse realtà presenti nelle varie aree geografiche. Si valuteranno punti di forza e debolezze di questo meccanismo sulla base di studi condotti da esperti del settore. Si passerà dunque ad una panoramica sulle tipologie di crowdfunding esistenti, e sulle relative modalità di compenso per gli investitori. Infine, verrà descritta la normativa vigente in materia, con un'attenzione particolare alla definizione di società start-up, in quanto fortemente connessa al fenomeno del crowdfunding.

1.1 Cos'è il crowdfunding

Il termine “crowdfunding” è un neologismo che deriva dall'accostamento delle parole inglesi “crowd” (folla) e “funding” (finanziamento). Letteralmente può dunque essere tradotto come “finanziamento dal basso”. È comparso per la prima volta in Australia e Usa, per poi diffondersi in tutto il mondo. È stato introdotto in Italia nel 2005.

Sul piano generale si può definire il crowdfunding come un processo di collaborazione tra più persone che decidono di stanziare il proprio denaro, in linea di massima piccole somme, per sostenere gli sforzi, i progetti e le visioni di altri privati cittadini, ma anche di aziende, enti e organizzazioni (Brunello, 2014). Emergono sin da subito due concetti che stanno alla base di questa nuova dinamica sociale ed economica: la collaborazione, tra utenti sconosciuti che tendono a fidarsi l'uno dell'altro sulla base di recensioni, scambi di opinione e altre dinamiche di rete, e la condivisione, ovvero la nascita di nuove comunità di interesse che creano senso di appartenenza e favoriscono la creazione e gestione di beni comuni.

Il crowdfunding accosta alle potenzialità della rete una nuova forma di economia, che si basa appunto sulla libera partecipazione di singoli individui ad un'idea che essi ritengono, per motivi economici e non, meritevole di essere portata avanti. Permette altresì ad un progetto di qualsiasi natura di aggregare e attivare economicamente una community. Nasce il concetto di piattaforma, un ambiente nel quale gli utenti interagiscono, estensione virtuale del concetto di rete che sta alla base dei modelli organizzativi di numerose aziende, comprese quelle di natura finanziaria.

L'European Crowdfunding Network dà la seguente definizione di crowdfunding: si tratta dell'accumulo di piccoli investimenti in singoli progetti da parte di un gran numero di individui tramite o con l'aiuto di internet e dei social network. Vengono menzionati i suoi tre pilastri fondamentali: la raccolta fondi, la folla, internet. Essenzialmente su questi tre elementi si sviluppa tale meccanismo, che attraverso il coinvolgimento di molti soggetti permette di raggiungere obiettivi ambiziosi in maniera nuova ed indipendente dai tradizionali metodi di finanziamento dei progetti innovativi.

Il crowdfunding ha il vantaggio di non presentare barriere sociali, economiche o politiche allo sviluppo di nuove idee, se non quelle, poche, introdotte dalle singole piattaforme. Da questo punto di vista è uno strumento totalmente democratico. È richiesta, d'altro canto, ad ogni individuo una partecipazione attiva al processo di finanziamento e al successivo sviluppo, con la possibilità di interagire e determinare in prima persona l'esito del progetto. Gli utenti sono nodi di una rete basata su meccanismi sociali di reputazione e fiducia, piuttosto che su un semplice rapporto promotore/investitore. Ciò determina solitamente un processo di autoregolazione, grazie anche alla trasparenza all'interno delle piattaforme riguardo i contributi ricevuti, gli obiettivi da raggiungere e talvolta i nomi dei finanziatori. Le ricompense non sono esclusivamente di natura economica, concetto che verrà approfondito nei prossimi paragrafi.

Relativamente alle possibilità di finanziamento da parte dei potenziali investitori è stato elaborato un modello detto "long tail" (Anderson, 2004) che evidenzia come, a fronte di pochi progetti di punta che raggiungono agevolmente il target fissato, vi sia una grande maggioranza di progetti ben lontani dal successo e dunque destinati al fallimento. Questo modello pone l'accento sulla necessità di sfruttare al massimo le potenzialità espressive

concesse dalla piattaforma, al fine di attrarre il maggior numero possibile di adesioni.

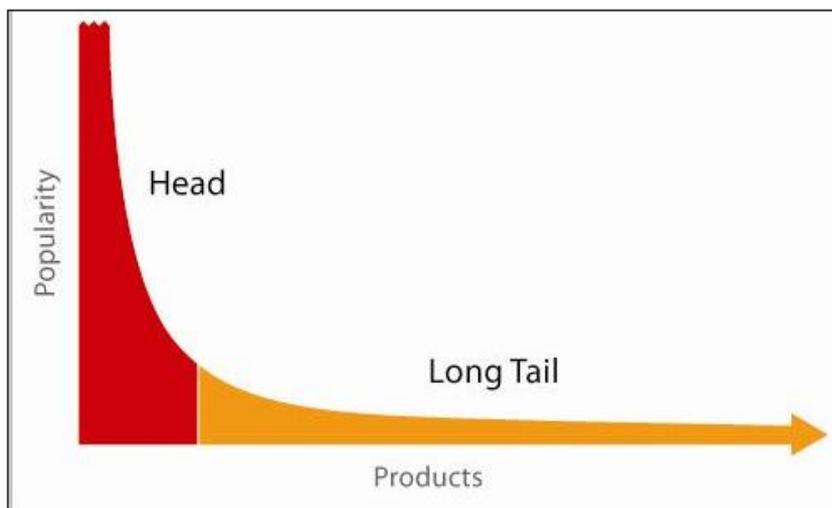


Figura 1.1 Modello "Long Tail" (www.longtail.com)

In sintesi, è possibile considerare il crowdfunding come una forma di partecipazione, non solo finanziaria, attraverso la rete, ad un progetto che si caratterizza per: progettualità a termine, libertà di scelta del progetto veicolata attraverso meccanismi reputazionali, trasparenza dei finanziamenti raccolti (Pais, Peretti, Spinelli, 2014).

La natura popolare del crowdfunding può generare dubbi sull'effettiva attendibilità dell'esito di una campagna: in particolare, ci si chiede se i progetti finanziati con successo siano effettivamente i migliori, o se la folla agisca in maniera talvolta irrazionale. Uno studio, condotto da Mollick e Nanda nel 2015, su 120 progetti teatrali, proposti dalla piattaforma Kickstarter, prevedeva la comparazione degli esiti di finanziamento, oppure mancato finanziamento, con il giudizio di un set di 30 esperti del settore, all'oscuro dei risultati effettivamente ottenuti. Il risultato dell'esperimento dimostra la fondatezza del giudizio dei finanziatori, sia relativamente ai gusti

dei giudici chiamati in causa, sia rispetto al successo a lungo termine degli spettacoli finanziati. Si può quindi sostenere la cosiddetta “saggezza della folla”, al netto di comportamenti puramente imitativi o influenzati da fattori emotivi quali la presentazione del progetto, sul piano grafico e riguardo il numero e la numerosità delle informazioni messe a disposizione. È stata quindi dimostrata l’attendibilità del giudizio della community circa la qualità dei progetti che vengono finanziati.

I risultati di un ulteriore studio di Mollick del 2013 che analizzava 48500 progetti finanziati su Kickstarter confermano la bontà del giudizio dei singoli investitori nel complesso, focalizzando l’attenzione sulla qualità dei progetti e sull’influenza della posizione geografica circa l’esito della campagna, secondaria ad una fitta rete di conoscenze e relazioni personali forti da parte del promotore.

Riguardo al comportamento degli investitori, è stato evidenziato che un elevato numero di adesioni nella fase iniziale è un fattore determinante per il successo complessivo. Innanzitutto, per semplice imitazione, il singolo investitore si lascia trasportare dal comportamento della maggioranza all’interno della rete. La reputazione del progetto cresce all’interno della piattaforma come conseguenza dell’andamento iniziale positivo. È dunque di fondamentale importanza, per lanciare un’idea, oltre alla posizione geografica e alla rete di conoscenze e relazioni esterne che danno solitamente il primo contributo, il “capitale sociale interno” detenuto dal promotore (Colombo, Franzoni, Rossi-Lamastra, 2015). Questa componente è rappresentata dalla reputazione e dalle interazioni con gli altri utenti, in accordo con i concetti di collaborazione e condivisione espressi in precedenza.

È possibile distinguere tre sfere relazionali (Pais, Peretti, Spinelli, 2014) finalizzate all'attivazione delle reti sociali che costituiscono il "capitale sociale esterno":

- coinvolgimento dei legami forti, per intensità, tempo condiviso e intimità. Si tratta prevalentemente di amici e parenti.
- allargamento dei legami deboli, nei confronti di terze parti raggiunte grazie allo sfruttamento dei legami forti.
- creazione di nuovi legami, attraverso media e social network che permettono di raggiungere persone sconosciute fino a quel momento.

Si tiene conto inoltre della variabilità del progetto e delle sue reti di supporto. Tale variabilità si esplicita su quattro fronti:

- personalizzazione: il progettista può mettersi in gioco personalmente oppure centrare l'attenzione solamente sulla propria idea.
- relazioni: le reti sociali attraverso cui i progetti vengono finanziati possono essere composte da individui che si conoscono tra loro oppure si può lavorare per creare nuovi legami, come descritto in precedenza.
- ancoraggio: il progetto può essere legato ad un ambito locale, o al contrario avere come riferimento la comunità internazionale, senza limiti geografici o culturali.
- digitalizzazione: la campagna può essere condotta mediante strumenti online, quali social network, oppure fare riferimento ai canali di comunicazione tradizionali.

Concluso il breve paragrafo introduttivo al mondo del crowdfunding, nel prosieguo si passerà ad una trattazione più specifica delle dinamiche che regolano tale strumento.

1.2 Tipologie di crowdfunding

Il crowdfunding si articola in quattro diverse tipologie fondamentali, oltre ad alcune forme ibride e specifiche di alcuni settori in particolare.

Di seguito saranno presentati i modelli principali di crowdfunding.

1.2.1 Lending-based

Deriva dall'inglese "to lend" che significa "prestare" ed è a tutti gli effetti un prestito tra privati, in gergo "peer-to-peer". È l'evoluzione del microcredito, ovvero l'erogazione di piccoli finanziamenti privi di garanzie ma produttivi di interessi generalmente più alti rispetto al mercato. Questo strumento può riguardare anche imprese escluse dai tradizionali canali di credito. È stato inizialmente il più utilizzato tra i quattro modelli, raggiungendo il record di transazioni e la più alta percentuale di successi.

Il funzionamento è basato su un rapporto di reciproca fiducia tra il richiedente e il prestatore, mediato tuttavia dalla piattaforma, ovvero una società for profit che mette in contatto le parti e permette che avvenga l'operazione. Si è diffuso nella pratica il meccanismo dell'asta al ribasso, secondo cui è direttamente la persona che chiede il prestito a decidere il prestatore, in base al minor tasso d'interesse praticato.

1.2.2 Donation-based

Si tratta di un modello particolarmente utilizzato per la beneficenza pura, iniziative sociali e progetti artistici. Non prevede alcuna forma di ricompensa, bensì si fonda sul desiderio del finanziatore di essere utile alla causa senza interessi secondari. In generale, le cause sociali sono le più frequenti all'interno di questo modello, sebbene non manchino eccezioni legate a iniziative bizzarre, di carattere prettamente ludico.

1.2.3 Reward-based

Consiste nella partecipazione al finanziamento di un progetto in cambio di un premio, o riconoscimento, del tutto simbolico, in rappresentanza del contributo versato alla causa. Solitamente si tratta di gadget o menzioni sul prodotto finale, ed è quindi chiaro che il bene ricevuto in cambio ha natura tipicamente emozionale.

Per quanto riguarda il raggiungimento del target prefissato come obiettivo della campagna, il reward-based crowdfunding (così come gran parte degli altri modelli) si può suddividere in “all or nothing” e “take it all”. Nel primo caso, il progettista dovrà restituire tutte le somme raccolte se non sarà raggiunta la quota minima dichiarata entro il termine della campagna. Nel caso del “take it all”, invece, il progettista disporrà di tutti i mezzi raccolti nell'arco della campagna, a prescindere dal fatto che la cifra indicata come obiettivo sia stata raggiunta o meno.

Sarà inoltre libero di decidere cosa fare del budget parziale in suo possesso.

Gli ambiti maggiormente interessati da questo modello sono le cause sociali, i progetti artistici e cinematografici, oltre ai progetti imprenditoriali.

Considerando il premio offerto all'investitore, possiamo distinguere tre diversi tipi di reward-based crowdfunding: la donazione modale, ovvero la ricompensa mediante un premio simbolico, ad esempio un gadget; il pre-ordine, cioè la compravendita di un bene futuro, che può variare in base al progetto specifico; il profit sharing, in cui viene offerto all'investitore un premio di natura finanziaria, ad esempio una quota dei ricavi o degli utili prodotti dall'attività. Tale formula è denominata anche "royalty-based" crowdfunding, ed è l'alternativa all'equity crowdfunding, che sarà trattato di seguito, per le aziende che non ne abbiano i requisiti. Chi finanzia un progetto secondo quest'ultima modalità, infatti, partecipa alle eventuali perdite nella misura del conferimento effettuato. Modelli alternativi al profit sharing possono essere l'investment model, simile all'equity crowdfunding ma con l'obiettivo di una partnership, e il betting model, che consiste in una serie di benefici riscattabili al raggiungimento di obiettivi predeterminati (Lerro, 2013).

1.2.4 Equity-based

L'equity crowdfunding è uno strumento attraverso il quale si utilizza la raccolta online per reperire capitale di rischio, da utilizzare in un'iniziativa imprenditoriale. La ricompensa è

dunque di tipo strettamente economico. Si tratta della tipologia che raccoglie gli importi più alti per singolo progetto ed ha prospettive di successo notevoli.

Concretamente, il progettista si rivolge ad una piattaforma che suddivide il progetto in quote di uguale valore e le offre al mercato dei finanziatori sotto forma di azioni. Le modalità con cui avviene il processo sono essenzialmente tre:

- club model: i finanziatori fanno parte di un club privato che viene costituito per operare degli investimenti. Così facendo, le azioni vengono offerte solo agli iscritti al club anziché a tutto il pubblico.
- holding model: i finanziatori costituiscono una holding strumentale. Di fatto, sarà questa persona giuridica, e non il singolo individuo, ad effettuare l'investimento.
- raccolta di sottoscrizioni: i finanziatori sottoscrivono online le quote o le azioni offerte e diventano a tutti gli effetti soci del proponente del progetto.

La piattaforma Crowdcube, oggetto dello studio presentato nell'ultima parte del testo, è basata proprio sul meccanismo dell'equity crowdfunding.

Relativamente al finanziamento ottenuto mediante questo modello, uno studio condotto nel 2015 ha evidenziato i fattori di successo che inducono i piccoli investitori piuttosto che i fondi di venture capital o i business angels a puntare su un determinato progetto (Ahlers, Cumming, Gunther, Schweizer, 2015). La premessa consiste nella consapevolezza che, soprattutto nei casi di progetti ancora da sviluppare, l'incertezza e le asimmetrie

informative tra il promotore e i potenziali investitori risultano molto significative. Laddove tale distanza venga colmata attraverso una politica informativa esauriente e mirata alla trasparenza, vi saranno benefici riguardo la probabilità di successo della campagna. Questo vale in misura maggiore per i piccoli investitori, rispetto ai quali solitamente sono più marcate le asimmetrie informative. È fondamentale presentare un prospetto finanziario in cui vengano esplicitati gli obiettivi (volumi di vendite, *EBIT*, *EBITDA*...), senza trascurare i potenziali rischi. Detto ciò, si analizzano i componenti strategici della qualità percepita di un progetto: il capitale umano, inteso come l'insieme delle competenze e potenzialità di apprendimento delle persone coinvolte; le relazioni sociali, ovvero una rete di soggetti che interagiscano in maniera più o meno attiva con il progetto, sfruttando i social network o i rapporti interpersonali; la proprietà intellettuale, vale a dire il possesso di marchi, brevetti e altri strumenti predisposti a proteggere le competenze sviluppate internamente all'azienda.

1.2.5 Forme ibride

Tra queste si possono citare: il crowdfunding civico, in cui la raccolta finanziaria ha lo scopo di sostenere la realizzazione di un'opera pubblica, a servizio dunque di una comunità locale; il project financing, ovvero il coinvolgimento di privati nel finanziamento di progetti urbanistici in cambio dello sfruttamento pluriennale dell'opera realizzata; il corporate crowdfunding, nel quale i clienti sono direttamente coinvolti nella progettazione di nuovi prodotti e servizi.

1.3 Modalità di compenso

Dal punto di vista del finanziatore, si pone il problema della formula attraverso la quale potrà ricevere un compenso in cambio del proprio sostegno al progetto. Nella pratica, si sono affermati quattro modelli di business:

- compenso a tariffa fissa: la quota che sarà offerta è predeterminata e non dipende dall'evoluzione più o meno favorevole del progetto. È una formula utilizzata prevalentemente nel reward e donation-based crowdfunding.
- compenso a percentuale: la ricompensa varia a seconda del successo del prodotto finale e dell'esito della campagna. È un meccanismo sfruttato soprattutto dall'equity crowdfunding.
- condivisione dei profitti: si viene a creare una sorta di partnership tra promotore ed investitore, sulla base del principio di "revenue sharing". Talvolta può inserirsi nell'accordo anche la piattaforma sulla quale viene lanciata la campagna. È un modello simile a quello utilizzato dai business angels e dai fondi di venture capital.
- mercato secondario: un'alternativa molto ambita è quella della vendita, in un secondo momento, dei titoli sottoscritti tramite il crowdfunding. La piattaforma, in suddetti casi, può fungere da intermediario per il trading dei titoli, agevolandone la compravendita e contribuendo così alla loro valorizzazione. L'investitore concentra le proprie aspettative sulla futura distribuzione dividendi, operazione interna alla società, oppure su un futuro buy-out, vale a dire l'acquisizione della società da parte di una terza parte, od

eventualmente un'ipotetica quotazione in borsa, mediante una IPO. Per quanto riguarda le start-up, soprattutto se appartenenti al settore dell'innovazione tecnologica, l'ambizione è quasi sempre quella di ottenere un capital gain mediante il ricorso ad un mercato secondario, piuttosto che ricercare la generazione di utile internamente all'azienda, ovvero la distribuzione di dividendi. Questo argomento sarà approfondito nel paragrafo sulle "exit strategies".

L'investitore che fornisce denaro ad un progetto in fase iniziale può avere interesse ad incrementare in futuro la propria quota sottoscrivendo nuovo capitale o acquistando quote dai fondatori, e questo processo avviene mediante il diritto di opzione, chiamato "call". Al contrario, l'opzione riguardante l'obbligo di vendere quote qualora un soggetto, solitamente in possesso di un'opzione di tipo call, lo richieda è detta "put". Inoltre possono essere previsti piani di "stock option", mediante i quali si attribuisce ad un soggetto il diritto di sottoscrivere un certo numero di quote o azioni, entro una certa data e ad un prezzo prefissato.

1.4 Legislazione

Le differenze tra i vari modelli di crowdfunding hanno un impatto decisivo sulla rispettiva regolamentazione. In generale, è possibile affermare che: il reward-based crowdfunding è consentito da tutte le giurisdizioni, così come il modello basato sulle donazioni; il lending-based crowdfunding può presentare delle criticità riguardo le normative vigenti in materia di prestiti e finanziamenti, ma è utilizzato nella grande maggioranza dei paesi industrializzati.

Gli ostacoli principali si concentrano invece sull'equity crowdfunding, a causa della sua natura che prevede una sollecitazione del pubblico risparmio, con una prospettiva di ritorni economici associata ad una forte rischiosità difficile da apprezzare.

La normativa europea pone l'accento sulla necessità di regolamentare l'equity crowdfunding come forma di sostentamento economico per le piccole-medie imprese, che spesso non dispongono dei requisiti per ottenere prestiti bancari ed altre modalità di finanziamento, soprattutto in fase di sviluppo. La Commissione Europea, come descritto nel "Programma per la competitività delle imprese e delle P.M.I. (COSME)" e "Orizzonte 2020", si pone l'obiettivo di supportare le iniziative di sostegno finanziario alle start-up, mediante il rafforzamento del venture capital, business angels e incubatori, per accelerarne lo sviluppo. Si è rilevata una difficoltà ad accedere ai canali di finanziamento che, unita alla situazione di crisi economica, ha ridotto la raccolta del capitale di rischio del 45% e portato l'attività di investimento dei business angels ad appena un quinto di quella statunitense. Con la Comunicazione denominata "Stato dell'Unione dell'innovazione 2012 – Accelerare il cambiamento", si è ufficializzato l'intento di promuovere il finanziamento collettivo, vale a dire il crowdfunding.

Relativamente a questo strumento, non ci sono normative che vietino i modelli reward e donation-based, tuttavia l'ente di controllo inglese, la FCA, Financial Conduct Authority, distingue il crowdfunding tra regulated e non-regulated, inserendo nella seconda categoria i due modelli sopracitati. Per quanto riguarda le varianti del modello reward, laddove sia previsto un contenuto commerciale valgono le normative sul commercio elettronico e sulla protezione dei consumatori. Il lending-based crowdfunding è ricondotto alla normativa bancaria.

Per quanto riguarda invece l'equity crowdfunding, a livello comunitario si applica la "Direttiva sul Prospetto Informativo" per le pubbliche offerte di capitale di rischio superiori a cinque milioni di euro, mentre per quelle inferiori a centomila euro è prevista l'esenzione da tale normativa. Per le offerte che si trovassero a metà tra le due cifre, ogni Stato applica la propria normativa interna sulla finanza. Come si vedrà in seguito, l'Italia ha coinvolto direttamente le istituzioni bancarie e finanziarie, applicando al crowdfunding le norme del "Testo Unico della Finanza" sulla raccolta di capitale. Analogamente, il Regno Unito ha regolamentato la materia, prevedendo norme assai restrittive per la registrazione delle piattaforme.

La transazione finanziaria, a livello europeo, segue il meccanismo seguente: vengono raccolti i fondi, conservati sino alla chiusura dell'offerta al pubblico per poi essere consegnati al proponente, e talvolta possono essere rimborsati ai finanziatori entro una prefissata finestra temporale.

Sul piano della comunicazione, l'ESMA, European Securities and Markets Authority, ha pubblicato una "Avvertenza per gli investitori" mediante la quale invita i finanziatori ad essere consapevoli dei rischi insiti negli investimenti online, verificare la credibilità della società proponente e diffidare delle promesse di rendimenti elevati.

L'Italia si pone all'avanguardia circa il regolamento dell'equity crowdfunding, tanto da essere stata la prima nazione al mondo a disporre di

una normativa specifica in materia. Nel cosiddetto “Decreto Crescita 2.0” del 2008, è prevista un’intera sezione riguardante la nascita e lo sviluppo di imprese start-up, nella quale viene delegata l’elaborazione della normativa alla CONSOB. Secondo tale regolamento, dunque, il crowdfunding deve essere realizzato mediante due tipologie di piattaforme online: piattaforme web ordinarie, soggette ad un obbligo di registrazione presso l’apposito Registro tenuto dalla CONSOB, che possono gestire in autonomia operazioni di crowdfunding solo per investimenti minimi, e in tutti gli altri casi devono collaborare con banche e società di investimento, le quali tuttavia avranno un ruolo anche nei piccoli finanziamenti in quanto le piattaforme non possono detenere denaro di terze parti e dovranno quindi aprire un apposito conto; piattaforme web gestite da banche e società di investimento, già autorizzate a svolgere attività di sollecitazione di pubblico risparmio, e che dunque possono svolgere senza ulteriori autorizzazioni l’intero processo di finanziamento. L’equity crowdfunding, allo stato attuale, è ammesso solamente per le start-up innovative, iscritte nell’apposita sezione del Registro delle Imprese.

La start-up si configura come una società di capitali di diritto italiano, oppure una società europea residente in Italia. Il primo requisito riguarda la natura giuridica dell’organizzazione, escludendo le società di persone, e restringendo il campo alle sole S.p.A. (società per azioni), S.A.p.A. (società in accomandita per azioni) e S.R.L. (società a responsabilità limitata), caratterizzate da un’autonomia patrimoniale perfetta, meccanismo secondo il quale un socio, eccezion fatta per gli accomandatari delle S.R.L., risponde delle obbligazioni soltanto nella misura delle quote da lui sottoscritte.

La seconda questione pone l’accento sulla nazionalità dell’organizzazione, che deve avere sede in uno Stato membro dell’Unione Europea e almeno una società controllata in territorio italiano.

Una start-up innovativa, per essere definita tale, deve soddisfare alcuni requisiti fissati dal già citato “Decreto Crescita 2.0”:

- essere stata costituita da non più di 48 mesi
- avere sede principale in Italia
- presentare un valore della produzione inferiore ai cinque milioni di euro annui
- non distribuire utili, e non avere mai distribuito utili
- non risultare da una fusione, scissione o cessione di un'azienda o di un ramo di essa

In particolare, l'ultimo punto è stato inserito per evitare che una società già stabile ed affermata si avvantaggi dei benefici concessi alle start-up, senza essere tale a tutti gli effetti.

Le agevolazioni concesse riguardano prevalentemente le società costituite in forma di società a responsabilità limitata. In primo luogo, è concessa una differenziazione degli investitori in classi, concedendo o meno il diritto di voto piuttosto che vantaggi economici, andando a definire una struttura partecipativa più complessa, simile a quella di una S.p.A., per rispondere ad un elevato numero e differenziazione di soci. È altresì concessa una proroga temporale di uno o due periodi per ridurre il capitale in proporzione delle perdite accertate, che solitamente risultano alte agli inizi dell'attività imprenditoriale. Ciò riduce il rischio di scioglimento legale della società. È poi possibile, a differenza di quanto accade nella legislazione ordinaria, proporre ai soci piani di stock option, per coinvolgerli concretamente nel rischio d'impresa. È consentito l'investimento in azioni a tutti i soci, al fine di facilitare l'accesso al crowdfunding. Infine, è possibile emettere strumenti finanziari comprensivi di diritti patrimoniali e amministrativi, escluso quello di voto, oltre a quelli classici quali i “mini-bond” e le cambiali finanziarie.

Come ultimo aspetto, la legislazione in vigore si pone l'obiettivo di impedire attività criminali mirate alla truffa e riciclaggio di proventi illeciti. In realtà, come anticipato nella parte iniziale del testo, il meccanismo del crowdfunding, essendo caratterizzato da un elevato grado di trasparenza e basato quasi esclusivamente sulla credibilità dei proponenti, è per natura incline all'autoregolamentazione.

La situazione americana è sostanzialmente paragonabile a quella italiana, in quanto questi due paesi sono stati per il momento gli unici a regolamentare nel dettaglio la materia. Nel 2012 è stato approvato il JOBS Act, nel quale viene dettata la disciplina della piattaforma web attraverso cui avviene la raccolta, e vengono introdotte esenzioni in merito alle offerte al pubblico di strumenti finanziari. Quest'ultima misura è stata introdotta per rendere legittimo l'equity crowdfunding anche al di fuori degli schemi ordinari previsti per le offerte pubbliche. Il nuovo regime speciale si affianca, come nel sistema italiano, alla disciplina ordinaria. Qualora la piattaforma non sia già registrata come "broker" o "dealer", deve essere denominata "funding portal", a cui si applicano restrizioni nell'attività e misure a tutela dell'investitore.

Non è presente alcuna limitazione rispetto alla tipologia di emittenti che possono sfruttare l'equity crowdfunding per ottenere finanziamenti. Non sono, cioè, richiesti requisiti particolari ad un'ipotetica società che voglia sollecitare un finanziamento pubblico, eccezion fatta per intermediari finanziari, società quotate su mercati regolamentati, e altre categorie speciali che sono escluse dalla possibilità di utilizzare questo strumento. La raccolta fondi è soggetta a restrizioni riguardanti l'entità dei capitali, limitandosi alle piccole transazioni, il periodo di raccolta e il numero di investitori. Per garantire la trasparenza verso gli investitori, è obbligatoria la pubblicazione di un documento informativo sulle caratteristiche dell'offerta, rischi connessi

e Business Plan, oltre alla revisione legale del bilancio per gli emittenti che intendano procedere ad una raccolta superiore a 500'000 dollari.

L'assenza di un mercato secondario di dimensioni significative, unita agli ostacoli legali introdotti dal JOBS Act, hanno scoraggiato il ricorso all'equity crowdfunding da parte di promotori di raccolte di modesta entità.

Nel Regno Unito, sinora non si è assistito ad un intervento legislativo specifico in materia. L'offerta di azioni ed altri strumenti finanziari viene inquadrata come sollecitazione al pubblico: vi è dunque la necessità di rivolgersi ad un intermediario autorizzato dalla FCA, oppure è possibile, in certi casi, operare in regime di esenzione. La FCA, citata in precedenza, ha insistito sull'alto profilo di rischio e sulle difficoltà di recupero del capitale investito, sino a suggerire di circoscrivere la possibilità di finanziamento solamente ad investitori qualificati, oppure a soggetti non qualificati che certifichino di impiegare non più del 10% del proprio portafoglio. Qualora la piattaforma si limiti a presentare l'investimento, senza sollecitare in alcun modo il pubblico, dovrebbe comunque prestare attenzione a non fornire informazioni che integrino la promozione dell'investimento, nel qual caso sarebbe necessaria l'autorizzazione della FCA per l'esercizio di tali attività.

1.5 Le piattaforme

Le piattaforme sono il luogo virtuale nel quale i promotori di un progetto lanciano la campagna di finanziamento, ed i singoli investitori possono rispondere all'appello. Si è già discusso in precedenza del ruolo da intermediario che esse rivestono in questo tipo di transazioni.

Le piattaforme, per garantirsi reputazione e successo, devono avere requisiti e funzionalità in grado di attrarre progetti che abbiano buone possibilità di ottenere finanziamenti. Le caratteristiche più importanti in tal senso sono: semplicità di utilizzo per i finanziatori; reputazione generale; rating positivo da parte del web e altri media; storia significativa alle spalle; termini e policy vantaggiosi per il progettista; chiarezza; veste grafica attraente; discrezione riguardo la promozione verso sé stessa; flessibilità di modifica delle scadenze e altri elementi del progetto (Brunello, 2014).

Ad oggi, il numero di piattaforme censite nel mondo è di circa 800, con una media di sviluppo annuale, negli ultimi tre anni, del 50%. La prima area geografica, per importanza e dimensione, è il Nord America, seguita dall'Europa e da paesi quali Brasile, Australia, Nuova Zelanda, Giappone, Sudafrica, India e Cina. Le piattaforme si sviluppano seguendo uno o più dei possibili modelli di crowdfunding: in particolare, le tipologie più diffuse a livello internazionale sono quelle reward-based, soprattutto in Europa, e donation-based, seguite da lending-based, prevalentemente negli Stati Uniti, ed infine l'equity crowdfunding, che ha sofferto la mancanza di una legislazione chiara ed efficace, ma presenta ottimi margini di miglioramento per i prossimi anni. Esistono inoltre piattaforme che si rivolgono esclusivamente ad una tematica specifica, o che accolgono solo progetti che operino in un territorio circoscritto.

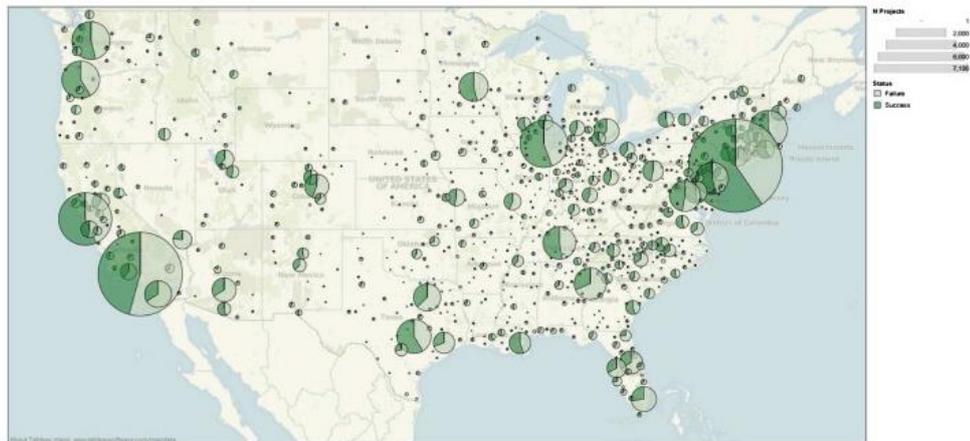


Figura 1.2 Distribuzione geografica dei progetti di Crowdfunding (Mollick, 2013)

Negli Stati Uniti, i due colossi sono Kickstarter, oggetto di alcuni studi citati nei paragrafi precedenti, e Indiegogo. La prima, fondata a New York nel 2009, è una piattaforma che si appoggia ai modelli reward e donation-based, con un meccanismo “all or nothing”. Ha dichiarato di aver finanziato oltre 135'000 progetti, grazie a più di cinque milioni di donatori, per un ammontare complessivo che supera il miliardo di dollari. È probabilmente il leader mondiale del proprio settore. La rivale Indiegogo è stata fondata nel 2008 a San Francisco, e prevede un sistema di raccolta fondi “take it all”. Accoglie campagne di tipo donation-based per qualsiasi finalità e settore. Ha ospitato più di 190'000 progetti, molti dei quali appartenenti ad un ambito internazionale. Altri esempi di piattaforme nordamericane sono EquityNet, Crowdfunder e RocketHub.

L'Europa, attualmente, sta trainando la crescita del crowdfunding, seconda solo agli Stati Uniti.

Paesi come Italia, Gran Bretagna, Francia, Olanda, Svezia e Germania stanno facendo enormi passi avanti nella diffusione del fenomeno.

In particolare, una piattaforma che sposa la tipologia equity-based, è la britannica Crowdcube, dalla quale sono stati selezionati i 100 progetti analizzati nell'ultima parte del testo.

Per quanto riguarda i paesi emergenti, il crowdfunding è in forte espansione in Cina, dove si prevede raggiunga i 45 miliardi di dollari raccolti entro il 2025, stando ad un recente rapporto della Banca Mondiale. Un discorso analogo vale per i vicini Stati orientali.

In Africa il crowdfunding sta muovendo i primi passi, soprattutto per quanto riguarda la forma donation-based, seguita da quella equity-based.

In generale, è possibile affermare che esistono alcuni fattori predominanti che influiscono sul successo delle piattaforme di crowdfunding: in primis, è fondamentale la comprensione del modello di business da adottare e della realtà presente nel paese in cui si opera, effettuando poi una valutazione economica degli investimenti necessari e delle competenze tecnologiche richieste; è altresì importante la capacità di fare marketing su sé stesse, al fine di affermare il brand, creare un network di riferimento e rafforzare le dinamiche di rete tra gli utenti coinvolti; la diversificazione delle attività, ricercando partnership strategiche oppure offrendo opportunità allargate ad aziende già affermate; infine, non è da trascurare un'eventuale apertura verso un orizzonte più ampio di mercati, anche in paesi lontani geograficamente.

Le principali difficoltà incontrate dalle piattaforme sono di tipo:

- economico
- tecnologico, a causa della necessità di investimenti sempre maggiori per garantire un servizio di buona qualità
- concorrenziale, in quanto il numero di piattaforme sta aumentando esponenzialmente, in tutto il mondo

- legislativo, per la mancanza di normative chiare ed univoche
- culturale, per le riserve che permangono tuttora verso lo strumento del crowdfunding

Le debolezze insite negli attuali modelli di piattaforme sono essenzialmente la superficialità nell'approccio al sistema, la mancanza di competenze di marketing digitale, la scarsa pianificazione del post-campagna ed infine la mancanza di risorse per permettere al progetto di evolversi nel corso del finanziamento e nel periodo successivo. La tendenza generale è quella di integrare in un unico sistema piattaforme, progetti e promotori per creare una sinergia che garantisca vantaggi economici e competitivi a tutte le parti coinvolte nel processo. È sempre più frequente, inoltre, assistere a casi di piattaforme di crowdfunding che si finanziano, a loro volta, attraverso il crowdfunding per sopravvivere.

Il futuro delle piattaforme è in divenire a causa dell'evoluzione delle regole di accesso al credito e delle potenzialità offerte dalla rete, che potrebbero modificare lo scenario dei prossimi anni. Sicuramente, il trend è favorevole al crowdfunding e di conseguenza alle piattaforme che se ne occupano. Infatti, molte organizzazioni leader stanno utilizzando il crowdfunding attraverso partnership strategiche, mentre altre lo sfruttano per sponsorizzare i propri progetti. Alcune multinazionali utilizzano il crowdfunding al loro interno, e non è da sottovalutare il sostegno fornito da celebrità di fama internazionale, tra le quali si può citare, a titolo di esempio, il candidato alla presidenza degli Stati Uniti, Donald Trump.

Il processo, dunque, è appena all'inizio ed è difficile fare previsioni, ma in generale la tendenza è quella di una rapida espansione su scala globale.

Le prospettive in termini di “exit” per l’investitore

Nel secondo capitolo, saranno innanzitutto presentate le principali fonti di finanziamento dell’impresa. Si procederà dunque con l’analisi delle “exit strategies” attraverso cui i finanziatori pianificano di trarre benefici dai propri investimenti. A tal proposito, rivestono un ruolo fondamentale i metodi di valutazione dell’impresa, che permettono di stimarne il valore attuale e futuro, facendo uso di alcuni indici economici e finanziari.

2.1 Il finanziamento dell'impresa

Si ritiene utile, prima di passare alle possibili “exit strategies” adottate dalle varie società, fare una panoramica, per maggiore chiarezza, su quelle che sono le diverse fonti attraverso cui può finanziarsi un'azienda (Lerro, 2013), con particolare attenzione alle piccole realtà emergenti, ovvero quelle direttamente interessate al fenomeno del crowdfunding.

Gli strumenti di finanziamento a disposizione di un'azienda sono sostanzialmente due: il capitale (equity) e il debito.

Le categorie di investitori in equity possono essere, a seconda dei casi:

- imprenditore: usa mezzi propri o prestiti personali.
- familiari e amici dell'imprenditore, che danno un contributo modesto in fase iniziale.
- business angels: individui, società o fondi che investono in piccoli progetti nella loro fase iniziale, per diversificare le proprie attività finanziarie. Sono detti anche “investitori informali”, per contrapposizione all'approccio più strutturato che solitamente viene adottato da fondi di venture capital e private equity.
- fondi di venture capital e private equity: i venture capitalists sono investitori specializzati che convogliano il denaro di investitori non professionisti e lo usano per finanziare un progetto di carattere innovativo, per una durata temporale prefissata, allo scopo di realizzare una plusvalenza al momento della liquidazione dell'investimento. Il venture capital viene generalmente erogato da

fondi di investimento gestiti da advisor, specializzati a loro volta in materie specifiche.

I fondi di private equity entrano in gioco solo in casi di aziende già consolidate per le quali vi sia la prospettiva di una successiva acquisizione o fusione che garantisca un consistente valore aggiunto.

- investitori strategici: aziende che abbiano un interesse industriale o commerciale verso le iniziative proposte dall'azienda in esame.
- mercato azionario: qualsiasi individuo può investire nell'azienda acquistando titoli su un mercato regolamentato (Borsa valori). Tale meccanismo esiste nel caso in cui l'azienda abbia presentato un'IPO (initial public offering) e sia dunque quotata sul mercato borsistico.

I soggetti che, invece, erogano credito all'azienda sono:

- banche: concedono mutui o fidi bancari.
- società di leasing: il finanziamento riguarda specifici beni materiali.
- agenzie governative: erogano sussidi per progetti particolari.
- clienti o fornitori: l'azienda si finanzia mediante dilazioni di pagamento o pagamenti anticipati.

Le start-up, trovandosi in una fase iniziale caratterizzata dall'assenza di asset e di una storia alle spalle che funga da garanzia, difficilmente riescono ad accedere al prestito bancario, e si concentrano solitamente sul ricorso al venture capital, business angels o investitori strategici.

In questo contesto entra in gioco l'equity crowdfunding, che permette di sollecitare il pubblico spezzettando l'investimento in numerose quote di valore unitario molto basso. Questo nuovo sistema, in realtà, funziona bene in contesti in cui siano reperibili altre forme di finanziamento, e non è dunque da intendere come soluzione universale ai problemi delle imprese in fase di lancio. Il crowdfunding in questi casi ha il merito di supportare i canali di finanziamento tradizionali: innanzitutto rende i prestiti di familiari e amici più sicuri, poiché conferisce trasparenza all'iniziativa. Inoltre, può fornire credenziali per ottenere prestiti bancari o finanziamenti pubblici, oppure rappresentare una tappa preliminare all'investimento di fondi di venture capital e business angels, sui quali esercita un meccanismo di leverage.

2.2 Le “exit strategies”

L'investitore, appartenente ad una qualsiasi delle categorie citate nel precedente paragrafo, stanziava denaro in uno o più progetti di crowdfunding con l'obiettivo di realizzare un ritorno economico, maggiore dell'investimento effettuato, entro un determinato periodo.

La “exit strategy” è l'obiettivo che il fondatore o un investitore della start-up persegue nel momento in cui intraprende l'investimento, e che non per forza deve coincidere con la fine dell'attività di impresa (Arienti, 2014). Attualmente, viene definita già nelle prime fasi della pianificazione delle attività della start-up, entrando direttamente nella prima stesura del Business Plan. I progetti presentati dalla piattaforma Crowdcube comprendono la descrizione di una o più “exit strategies” ritenute percorribili dai fondatori. Un ipotetico investitore è dunque consapevole sin dall'inizio delle prospettive che si trova dinanzi nel momento in cui decide di sposare un determinato progetto.

Le possibili strategie sono molteplici, e talvolta è possibile percorrere anche più strade in successione o in alternativa tra loro. Nel caso dell'equity crowdfunding risulta fondamentale e particolarmente complessa la definizione chiara e puntuale delle diverse possibilità, a causa dell'elevato numero di potenziali “shareholders” coinvolti nella società, che attendono un esito positivo dal proprio capitale investito.

Saranno di seguito distinte alcune fondamentali tipologie di “exit strategies”, escludendo dalla trattazione quella più negativa anche se non meno frequente, vale a dire il fallimento con conseguente chiusura della società e liquidazione del team e degli investitori. Questa ultima evenienza non risulta particolarmente interessante ai fini dell'analisi che sarà condotta nel

proseguo del testo, trattandosi di un esito negativo non facente parte degli obiettivi pianificati dall'investitore.

Si possono dunque suddividere le “exit strategies” in cinque categorie principali (Johnson, 2014), ricordando che si tratta di una semplificazione voluta a fini esplicativi, e che possono in realtà esistere forme particolari non riconducibili esattamente a nessuna delle classi presentate.

2.2.1 Distribuzione dei dividendi

La società rimane in possesso dei fondatori, che gestiscono direttamente l'attività oppure la demandano a terzi, mantenendone il controllo, ed utilizzano le entrate per pagare gli investitori. Questa strategia è particolarmente difficoltosa per una start-up, in quanto presuppone la capacità di sostenere il proprio business in autonomia e versare somme periodiche ai detentori di quote della società, sollecitando le risorse aziendali, usualmente scarse nel caso di una start-up. Spesso questo meccanismo è solo una soluzione transitoria in preparazione ad una vera e propria “exit strategy”, in quanto solitamente non rappresenta l'obiettivo primario degli investitori.

2.2.2 M&A (dall'inglese “merger and acquisition”, acquisizione strategica e fusione)

L'impresa viene acquistata da una sua concorrente, o comunque da un'azienda che intravede in essa una possibilità di crescita. L'acquisizione può essere unilaterale oppure presentarsi sotto forma di fusione o partnership. È una possibilità che si presenta qualora vi sia una crescita rapida e consistente del business,

permettendo una cessione ad un valore che sia il più alto possibile. Tale strategia è tanto più complicata da perseguire quanti più sono gli investitori coinvolti nella società: si possono verificare casi in cui si debbano prendere accordi separati con alcuni singoli soggetti, rallentando l'intera operazione.

Risulta particolarmente interessante in questo ambito riportare l'esito di uno studio condotto da Cumming e MacIntosh nel 1999, riguardante 248 strategie di "exit" portate a termine tra il Canada e gli Stati Uniti. Lo scopo dell'analisi era quello di valutare le differenze riscontrate tra una "exit" totale, nel senso della cessione complessiva dell'attività, ed una di tipo parziale. È stato evidenziato il rapporto diretto tra le "exit" parziali e la qualità delle società coinvolte, oltre al fatto che solitamente le strategie di fusione e partnership riguardano imprese operanti nel settore della tecnologia, caratterizzate da un alto tasso di innovazione.

2.2.3 Fondi di venture capital e private equity

Dal punto di vista del promotore del progetto e dei primi investitori, una possibile strategia è rappresentata dalla cessione di una parte o di tutta la start-up a fondi di venture capital e private equity. Questi soggetti sono descritti nella prima parte del capitolo, e intervengono in una fase intermedia della vita dell'impresa. Avranno dunque a loro volta le proprie "exit strategies" da perseguire in un secondo momento, che saranno rappresentate dalle altre opzioni descritte in questo paragrafo.

I fondi privati di venture capital garantiscono una probabilità di successo relativamente ad una futura acquisizione o IPO maggiore del 16% rispetto ai fondi pubblici (Munari, Toschi, 2014).

2.2.4 Buy-back

Le quote cedute agli investitori tornano in mano al promotore del progetto, che dopo aver ottenuto un finanziamento mediante la campagna di crowdfunding decide per qualche motivo di recuperare la proprietà totale o parziale della società. Questa operazione avviene tipicamente nel caso di realtà che non abbiano conosciuto uno sviluppo significativo, tale da incrementare il valore complessivo della società, bensì abbiano spinto il fondatore della start-up a mantenerne un controllo più stretto, magari con la prospettiva di ricercare una differente “exit strategy”.

2.2.5 IPO (dall’inglese “initial public offering”)

L’offerta pubblica iniziale è la quotazione dei titoli della società su un mercato regolamentato. Si tratta di un’opportunità circoscritta alle aziende che abbiano accumulato una discreta popolarità in modo che il pubblico sia disposto ad investire in essa acquistando le azioni offerte.

Nel caso specifico delle start-up, il meccanismo funziona qualora la società sia in grado di promuovere la propria reputazione nei primissimi anni di vita, così da rendersi appetibile sul mercato azionario.

Il ricorso alla quotazione in borsa è tipico dell'equity crowdfunding in territorio americano, mentre è ancora scarsamente utilizzato in Europa (Arienti, 2014).

Nel momento in cui un'impresa decide di ricorrere ad una IPO, ha a disposizione tre diverse modalità:

- offerta pubblica di sottoscrizione (OPS): concede agli investitori di sottoscrivere azioni appena immesse sul mercato. Comporta un aumento del capitale sociale per l'impresa.
- offerta pubblica di vendita (OPV): si tratta della cessione di azioni già in possesso di altri azionisti. Non influisce sul capitale della società, ma solamente sulla liquidità degli attuali proprietari che vendono, in parte o del tutto, le proprie quote.
- offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione (OPVS): sfrutta congiuntamente le due situazioni di cui sopra.

La quotazione in borsa permette all'impresa di incrementare il proprio capitale, grazie all'ingresso di nuovi soci, sfruttando eventualmente un momento di "pricing" favorevole, soprattutto in un'ottica di "exit". Inoltre consente di creare un bene, il titolo quotato, che può essere utilizzato come mezzo di pagamento o scambio, ed è utile per certificare il livello qualitativo del business nel corso del suo sviluppo.

Associati ai benefici, esistono alcuni costi legati alla suddetta operazione: in particolare, si incontrano spese legali e di consulenza in preparazione all'ingresso sul mercato, il compenso per l'intermediario che garantisce l'offerta,

solitamente variabile dai tre ai sette punti percentuali sul valore del capitale offerto, ed infine una quota da versare alla società di Borsa al momento dell'ingresso. Inoltre, per gli investitori che si troveranno a gestire la società dopo la quotazione, può risultare maggiore il carico di informazioni da fornire all'esterno, con conseguente aumento delle spese e della complessità di gestione.

Sul piano operativo, è possibile affrontare una IPO adottando una delle tre metodologie di seguito esposte, che si differenziano per la modalità di determinazione del prezzo delle azioni e la loro allocazione agli investitori:

- “book building”: vengono raccolte tutte le richieste degli investitori, ordinate per quantità e prezzo. Si ricava quindi un prezzo indicativo delle azioni. È il metodo più utilizzato in tutto il mondo.
- offerta a prezzo fisso
- asta

Le fasi da seguire sono essenzialmente cinque, articolate nel seguente ordine:

- decisione della quotazione in Borsa e del quantitativo di azioni da offrire.
- individuazione degli intermediari, che mantengono i contatti tra l'azienda e i potenziali investitori.
- decisione del prezzo dell'offerta: a tal proposito è necessaria una stima del valore della società in attesa di essere quotata. Si utilizzano numerosi metodi, tra cui quello dei multipli che riveste un ruolo importante nell'ambito della presente

trattazione. La valutazione dell'azienda sarà approfondita nei prossimi paragrafi.

Il range del prezzo stabilito viene pubblicato nel Prospetto Informativo.

- raccolta di potenziali adesioni alla IPO da parte degli investitori, e pubblicazione del prezzo massimo dell'offerta.
- quotazione in Borsa.

Accade spesso che in fase di lancio il prezzo effettivo delle azioni sia superiore a quello preventivato, per poi vedere la differenza ridursi nei periodi successivi.

2.3 Metodi di valutazione dell'impresa

Prima di procedere ad una qualsiasi “exit” risulta cruciale definire, il più accuratamente possibile, il valore dell'azienda coinvolta nell'operazione, nell'interesse di tutte le parti coinvolte. La valutazione di un'azienda consiste in un processo finalizzato alla stima del suo valore tramite l'utilizzo di uno o più metodi specifici (Borsa Italiana, 2014).

Si può approcciare a tale argomento con una visione collegata ai flussi di cassa, piuttosto che al valore degli asset dell'azienda (metodo patrimoniale) o al risultato economico normalizzato (metodo reddituale).

A seconda della “exit strategy” che si intende realizzare, si adotta un determinato metodo di valutazione. In linea generale distinguiamo tra:

- acquisizione strategica o fusione (M&A): si utilizzano tipicamente metodi quali il Discounted Cash Flow ed il metodo dei multipli, nella fase iniziale. Nel corso della contrattazione assume grande importanza il valore strategico che la società riveste per il potenziale acquirente, che può riconoscere un prezzo maggiore in funzione del controllo che potrà raggiungere mediante tale operazione.
- IPO: l'obiettivo è quello di determinare il prezzo dei titoli che saranno collocati sul mercato. Assume grande rilevanza il metodo dei multipli, con la conseguente attenzione posta sulle società comparabili. È assente qualsiasi premio per il controllo, dal momento che non si tratta di una cessione totale dell'azienda ma solamente dell'ingresso di nuovi soci.

- partecipazione di fondi di venture capital e private equity: la valutazione è finalizzata a stimare la redditività del capitale proprio in un orizzonte temporale breve e prestabilito, solitamente dai tre ai cinque anni. Il processo si concentra sul prezzo di realizzo ottenibile dalla partecipazione all'investimento.

Si possono individuare alcuni metodi principali utilizzati per determinare il valore dell'impresa (Borsa Italiana, 2014), che saranno trattati nei prossimi paragrafi.

2.3.1 Discounted Cash Flow

Il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa, in breve DCF, è la tecnica attualmente più accreditata poiché permette di stimare le aspettative di remunerazione dell'investitore, in funzione del livello di flussi finanziari che l'azienda è in grado di produrre.

Il DCF si calcola come somma algebrica dei seguenti fattori:

- valore attuale dei flussi di cassa attesi in un determinato periodo futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*WACC*):
nel periodo per "t" che va da 1 a n, si sommano i flussi di cassa operativi netti (*OFCE*), derivanti dall'attività caratteristica della società, scontandoli ad un tasso pari a $(1 + WACC)^t$, a cui si somma il valore finale attualizzato dell'azienda.

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{OFCE_t}{(1 + WACC)^t} + V_f$$

Il flusso di cassa operativo netto (*OCF*) si calcola a partire dal reddito operativo dell'azienda, cui si aggiungono e sottraggono alcune voci (Munari, Sobrero, 2011):

$$\begin{aligned} & \textit{Reddito operativo} \\ & - \textit{imposte sul reddito operativo} \\ = & \textit{Reddito operativo al netto delle imposte} \\ & + \textit{ammortamenti} \\ & \pm \textit{Capitale Circolante Netto} \\ & - \textit{flusso netto per investimenti} \\ = & \textit{Flusso di cassa operativo netto (OCF)} \end{aligned}$$

Il costo medio ponderato del capitale (*WACC*) riflette la rischiosità specifica dell'azienda, in termini operativi e finanziari. Si calcola secondo la seguente formula:

$$WACC = r_D(1 - T) \frac{D}{V} + r_E \frac{E}{V}$$

dove compaiono le voci:

D = valore di mercato del debito dell'impresa

E = valore di mercato del capitale netto (equity)

$V = D + E$ = valore di mercato delle fonti finanziarie

r_D = costo del debito dell'impresa

r_E = costo del capitale azionario dell'impresa

T = aliquota d'imposta sul reddito societario

Il primo passo è dunque la definizione dei pesi relativi del debito e dell'equity nella struttura finanziaria dell'impresa.

Mentre, per quanto riguarda il costo del debito dell'impresa, esso è stabilito contrattualmente, la determinazione del costo del capitale azionario r_E risulta più complicata.

La formula che viene spesso utilizzata si richiama al modello del Capital Asset Pricing Model, e somma al tasso di interesse privo di rischio (si assume quello dei titoli di Stato), detto r_f , un premio costituito da due parti: il maggior rendimento richiesto per investire in un portafoglio azionario diversificato piuttosto che in un titolo privo di rischio, detto $(r_m - r_f)$, ed un fattore β_E che misura il rischio complessivo delle attività dell'impresa.

Complessivamente la formula risulta:

$$r_E = r_f + \beta_E(r_m - r_f)$$

Per le società non quotate in borsa può essere difficile trovare altre società con un profilo di rischio analogo. Si cerca allora di valutare la dimensione, con un β_E tanto più alto quanto più piccola è l'azienda, la posizione all'interno del settore di riferimento, in quanto le società "leader" presentano rischi minori rispetto alle "follower", ed infine il grado di leva finanziaria, con una relazione diretta tra la rischiosità e l'uso del debito per finanziarsi.

Nel caso specifico di aziende start-up la situazione risulta ancora più complessa, e vengono attribuiti fattori di rischio generalmente più elevati. Si utilizza cioè un approccio prudenziale sia per quanto concerne il rischio sia nella stima dei flussi di cassa futuri.

Settore	Beta	
	Leader	Follower
Energia - petrolio - gas	0.6	0.8
Alimentare	0.7	0.8
Farmaceutico e biotecnologico	0.6/2.0	1.0/2.5
Trasporti	1.1	1.3
Media	1.1	1.3
Bancario	1.1	1.5
Beni d'investimento (ciclico)	1.2	1.4
Automobili e componentistica	1.3	1.5

Figura 2.1 I valori del β_E nei diversi settori (JP Morgan M&A Research, 2003)

Il valore finale V_f rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale considerato.

Si basa sul calcolo dell' $OFCF$ normalizzato del primo anno dopo il periodo previsto, e del tasso crescita di tale flusso atteso in perpetuo, denominato g . L'espressione matematica che si ottiene risulta essere:

$$V_f = \frac{OFCF_n(1+g)}{WACC-g} \bigg/ (1+WACC)^n$$

La problematica principale riguarda la determinazione del tasso di crescita g . Salvo casi particolari, è infatti ragionevole ipotizzare una crescita nel periodo successivo all'orizzonte temporale che sia tendente allo zero, prevedendo che il business raggiunga una certa stabilità e si assesti intorno a determinati valori. È quindi adottato nella maggioranza dei casi un tasso di crescita costante che sia il più possibile vicino allo zero, sposando così la formula di una rendita perpetua semplice.

- posizione finanziaria netta D e “minorities” M : la prima voce rappresenta il totale dei debiti finanziari, a breve e lungo termine, al netto della cassa e delle attività finanziarie che siano facilmente liquidabili. Tale voce è da esprimere, per quanto possibile, al valore di mercato.

Le “minorities” sono invece rappresentative del patrimonio netto appartenente a terzi, anch’esso espresso al valore di mercato.

- surplus assets SA : comprendono eventuali attività detenute dalla società, ma che non contribuiscono a determinare i flussi di cassa operativi, e vengono pertanto registrati separatamente, sempre al valore di mercato, laddove disponibile.

Complessivamente, il valore dell’azienda è esprimibile attraverso la seguente formula riassuntiva:

$$E = EV - D - M + SA$$

La bontà dei risultati ottenuti con il metodo appena presentato dipende essenzialmente dalla capacità di effettuare previsioni sui flussi di cassa futuri, che si basano inevitabilmente su dati prospettici e si complicano nel caso del lancio di aziende start-up.

2.3.2 Metodo dei multipli di mercato

Si stima il valore di una società per confronto con un campione di altre società presenti sul mercato con caratteristiche simili a quella oggetto di valutazione. Vengono determinati i multipli come rapporto tra il valore dell'azienda e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie. I moltiplicatori così ottenuti vengono applicati alle grandezze corrispondenti della società in esame, per stimarne un valore indicativo.

Le caratteristiche che hanno reso questa metodologia popolare, soprattutto negli ultimi anni in ambito di attività di private equity ed acquisizioni strategiche, sono essenzialmente la semplicità e di conseguenza la rapidità di applicazione. In ambito di start-up, risulta una tecnica più agevole rispetto al DCF, che presuppone una stima dei flussi di cassa futuri laddove non si hanno a disposizione dati storici e l'incertezza verso il futuro è alta. Inoltre, applicando i multipli si ha la possibilità di tenere conto di una serie di beni intangibili, che non risultano valorizzati in un'ottica di flussi di cassa.

I punti sfavorevoli riguardano invece la difficoltà nel trovare aziende analoghe a quella in esame, la soggettività che interviene nella valutazione del campione da adottare e la scarsa confrontabilità tra aziende quotate e non quotate. Per le società già presenti sul mercato, questo metodo viene per lo più utilizzato come strumento di controllo delle prestazioni.

Il metodo dei multipli si articola in una serie di passaggi operativi (Fiori, 2014), che saranno di seguito riassunti:

- scelta del campione di riferimento: è fondamentale la ricerca di un numero soddisfacente di società omogenee a quella in oggetto, analizzando in primis quelle appartenenti allo stesso settore, all'interno dello stesso paese ed in seguito in territorio estero, per poi passare eventualmente a settori differenti, con il requisito di uno stesso rapporto rischio/rendimento.

Tra i termini di confronto utilizzati si citano la capacità di creare valore (RoCE), la rotazione del capitale, la dimensione del business, la composizione dell'attivo (rapporto tra capitale circolante e fisso) e la struttura finanziaria. Si considerano inoltre elementi qualitativi tra cui il posizionamento competitivo, la capacità di innovazione e la formula imprenditoriale di riferimento. Generalmente si esclude dalla comparazione il leader di settore.

Una volta individuato un campione di "comparables" significativo, composto da almeno tre società, si passa alla determinazione dei multipli da utilizzare.

- scelta dei multipli: al numeratore viene collocata una grandezza rappresentativa del valore aziendale, che può essere l'*EV* (enterprise value) in un approccio di tipo "asset side", nel quale si stima il valore dell'equity partendo dal capitale operativo cui si sottrae la posizione finanziaria netta, oppure il cosiddetto "price", ovvero il valore del capitale azionario, in un approccio "equity side", che considera direttamente il valore del capitale indipendentemente dalla leva finanziaria.

Al denominatore vengono poste grandezze contabili, che saranno approfondite in seguito, quali *EBITDA*, *EBIT*, utile netto, *OCF*, sales. In alternativa si possono considerare voci extra-contabili, tra cui ad esempio indicatori della capacità produttiva, il numero di utenze ed altri dati di questo tipo.

- calcolo dei multipli per le società appartenenti al campione: è possibile in questa fase identificare un range di valori che saranno poi applicati alla società oggetto di analisi, adottando vari criteri a seconda delle situazioni, ad esempio facendo una media degli esiti ottenuti.
- applicazione dei multipli: i coefficienti ottenuti vengono, nell'ultima fase del procedimento, applicati alle quantità economiche, patrimoniali e finanziarie della società da valutare. Si ottiene quindi una stima del valore dell'azienda.

Tra i multipli maggiormente utilizzati si possono citare:

- $EV/sales$: è stabile nel tempo, legato alla capacità di crescita dell'azienda. Rappresenta il rapporto tra l'enterprise value, già trattato in precedenza, e il fatturato dell'azienda. È un indicatore molto utilizzato nel caso delle start-up.
- $EV/EBITDA$: esprime il rapporto tra l'enterprise value e il margine operativo lordo (earning before interest, tax, amortization and depreciation). Rappresenta la capacità dell'azienda di generare valore mediante la sola gestione caratteristica. Infatti l' *EBITDA* è un indice che valorizza il reddito operativo senza considerare gli interessi (gestione

finanziaria), le imposte (gestione fiscale), il deprezzamento dei beni e l'ammortamento.

- $EV/EBITA$: il significato è analogo al moltiplicatore di cui sopra, ma presenta l'indicatore *EBITA* (earning before interest, tax and amortization), il quale è rappresentativo del margine operativo dell'azienda, al netto dell'ammortamento delle immobilizzazioni materiali (depreciation), ma includendo l'ammortamento delle immobilizzazioni immateriali (amortization).
- $EV/EBIT$: si differenzia dal precedente per il diverso significato dell'indice *EBIT* (earning before interest and tax), che rappresenta il risultato ante oneri finanziari, ovvero il reddito che l'azienda è in grado di generare prima della remunerazione del capitale proprio e di terzi. L' *EBIT* viene utilizzato nel calcolo del *ROI* (return on investment), che corrisponde a $EBIT/capitale\ investito\ netto$. È un multiplo più volatile rispetto agli altri analizzati finora.
- $price/earning$: esprime il rapporto tra capitale azionario e utile netto. È una misura del tempo entro il quale la società è in grado di ripagare gli investitori attraverso l'utile conseguito. È la misurazione più utilizzata per le aziende quotate in Borsa.
- $price/book\ value$: rapporta il capitale azionario al patrimonio netto contabile. È simile al precedente.

- $EV/OFCF$: mette a confronto il valore aziendale con il flusso di cassa operativo.
- $EV/grandezza\ fisica$: si tratta di un sottoinsieme di multipli che considerano il valore in rapporto ad una grandezza non di tipo contabile, ma che deve essere significativa per il business ed essere in grado di creare valore. La scelta del multiplo deve quindi orientarsi verso quelli che sono i cosiddetti “driver” del valore.

Conto Economico a Valore Aggiunto
Valore della produzione
- Costi esterni
= Valore Aggiunto
- Costo del personale
= Margine Operativo Lordo (MOL) = EBITDA
- Ammortamenti e accantonamenti
= Margine Operativo Netto (MON)
+ Proventi gestione accessoria
- Oneri gestione accessoria
+ Proventi finanziari
= Risultato ante oneri finanziari (EBIT)
- Oneri finanziari
= Risultato Ordinario
+ Proventi straordinari
- Oneri straordinari
= Risultato ante-imposte (EBT)
- Imposte dell'esercizio
= Risultato netto

Tabella 2.1 Il conto economico a valore aggiunto

2.3.3 Economic Value Added

La tecnica dell'*EVA* pone l'accento sul valore creato, ossia il profitto generato una volta sottratto il costo del capitale investito utilizzato per generare quello stesso profitto. Un valore positivo dell'*EVA* indica pertanto la capacità di remunerare il capitale e generare ricchezza, mentre una cifra negativa indica la distruzione di valore (Anthony, Hawkins, Macri, Merchant, 2011).

La formula per il calcolo di tale indicatore è la seguente:

$$EVA = NOPAT - (CE \times WACC)$$

Nella suddetta formula la voce *NOPAT* rappresenta il reddito operativo netto d'imposta, mentre il capitale investito netto (*CE*) è moltiplicato per il costo opportunità del capitale, già visto in precedenza.

Si giunge alla determinazione del valore dell'azienda passando attraverso una grandezza detta *MVA* (market value added), che corrisponde al valore attuale di tutti gli *EVA* futuri:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

A questo punto, si stima il valore dell'azienda con un ultimo semplice passaggio:

$$EV = CE + MVA$$

Questo metodo è utilizzabile sia come strumento di controllo delle performance “ex-post” sia come strumento per stimare il valore di una società che si affaccia al mercato. Tiene conto delle prospettive di sviluppo a medio e lungo termine, ma è altrettanto rappresentativo dell’andamento registrato fino al momento dell’analisi.

2.3.4 Metodo Berkus

Nell’ambito specifico delle start-up, esistono alcuni metodi peculiari dei quali, seppure essi siano meno conosciuti dei precedenti, vale la pena citare un esempio (Italian Angels for Growth, 2016): il metodo Berkus consente di elaborare una stima attendibile di valutazione di imprese hi-tech che intendano raggiungere un fatturato di circa venti milioni di dollari entro cinque anni.

In tal caso si considerano caratteristiche quali la presenza o meno di un prototipo, partnership strategiche, gestione del team ed altri fattori.

Analisi dei progetti

Nel presente capitolo sarà esposta l'analisi effettuata su cento progetti di crowdfunding finanziati presso la piattaforma Crowdcube, dei quali viene specificato il settore di appartenenza, la percentuale di equity offerta agli investitori ed il target di finanziamento richiesto

In particolare, l'attenzione si concentrerà sulle "exit strategies" previste dai promotori, con focus sulla loro classificazione, intervallo temporale considerato, aziende comparabili, presenza e tipologia di multipli. All'inizio del capitolo sarà presentata la piattaforma in esame, successivamente si passerà all'esposizione dello studio effettuato ed infine saranno tratte alcune conclusioni sui risultati ottenuti.

3.1 Crowdcube

La piattaforma Crowdcube è stata fondata nel 2011 da Darren Westlake e Luke Lang, ed ha sede presso l'Università di Exeter, in Inghilterra. Si basa sul modello dell'equity crowdfunding, in particolare sulla formula "all or nothing", ed è stata accreditata ufficialmente dalla FCA nel febbraio 2013, diventando così la seconda piattaforma di equity crowdfunding ad essere riconosciuta tale dall'organo competente, per quanto riguarda il Regno Unito. La piattaforma si mantiene attraverso una commissione applicata sulle iniziative effettivamente finanziate, precisamente il 6,5% dei fondi raccolti, più alcune tariffe fisse per gli oneri amministrativi. È fissata una quota minima di investimento, pari a 10£.



Figura 3.1 Schermata principale della piattaforma Crowdcube (www.crowdcube.com)

I progetti vengono presentati alle migliaia di potenziali investitori attraverso l'uso di video, immagini e documenti informativi, che si accompagnano alla descrizione fornita dal promotore. Viene fatto un ampio utilizzo dei social

network per pubblicizzare la piattaforma e le campagne lanciate al suo interno, in modo da attirare la più vasta rete possibile di sostenitori. Ha raccolto, ad oggi, finanziamenti per più di 160 milioni di sterline, permettendo un esito positivo a circa 400 campagne. Conta più di 280'000 investitori registrati. Per ogni investimento, viene presentato il target di fondi da raccogliere, il numero di investitori, la scadenza della campagna, l'investimento più alto, dati tecnici del progetto, oltre ad un Business Plan, comprensivo di parti discorsive sull'idea imprenditoriale e previsioni economico-finanziarie sul progetto.

Crowdcube propone due diverse opportunità di investimento:

- equity: offre la possibilità di partecipare al capitale della società proponente, in cambio di un futuro rientro mediante una delle possibili strategie di uscita, come vedremo nella sezione seguente. È tipicamente promossa da start-up e società in una fase di sviluppo precoce.
- mini-bonds: consiste nell'emissione di obbligazioni a medio-lungo termine, in cambio di interessi da versare ai finanziatori. È generalmente una soluzione adottata da imprese già affermate che necessitano di aumentare il proprio capitale.

Ai nostri fini, risulta significativo concentrarsi sull'equity. Dal punto di vista dell'investitore, la speranza è quella che la società di cui si è diventati soci cresca di valore in un certo arco temporale, cosicché al momento dell'exit garantisca un ritorno sull'investimento. L'iscrizione alla piattaforma Crowdcube è gratuita, ed i fondi investiti sono bloccati sino al raggiungimento dell'obiettivo, momento in cui vengono effettivamente versati al promotore del progetto. Per quanto riguarda, invece, il promotore che desideri finanziare un'idea ricorrendo al crowdfunding, sono necessari alcuni requisiti, in primis la maggiore età, l'essere una compagnia

esclusivamente del Regno Unito, presentare un Business Plan ed un documento contenente le previsioni sul piano finanziario. Viene quindi lanciata la campagna, che resta attiva per un massimo di trenta giorni, periodo oltre il quale, se è stata raggiunta la quota dichiarata all'inizio, vengono effettivamente consegnati i fondi raccolti. In caso contrario, essi vengono restituiti ai finanziatori. È questa, appunto, la formula detta “all or nothing”.

Il Business Plan è un documento che contiene una descrizione del progetto imprenditoriale, utilizzabile sia per la gestione e pianificazione interna, sia per la comunicazione verso potenziali investitori. È uno strumento dinamico riconducibile ad uno studio di fattibilità, e si compone di una parte iniziale qualitativa, con la presentazione del progetto, gli obiettivi, l'analisi del mercato, il piano di marketing, la fattibilità tecnica dell'investimento, e di una seconda parte di tipo quantitativo, riconducibile ad una trattazione economico-finanziaria, con la presentazioni di prospetti riguardo le modalità di raccolta dei fondi, la redditività attesa, i fattori di rischio ed un piano di sviluppo temporale. Nell'ambito del crowdfunding, si pone l'accento soprattutto sull'ammontare di fondi richiesti e sulle prospettive di crescita dell'impresa, al fine di remunerare adeguatamente i finanziatori. Come si vedrà nel capitolo dedicato alle “exit strategies”, un progetto deve prevedere le modalità attraverso cui un investitore potrà ottenere un ritorno sul capitale versato. È inoltre fondamentale svolgere un'analisi di sensitività, esplicitando le variabili critiche per le performance aziendali, al fine di informare adeguatamente sui possibili rischi insiti nell'investimento.

È presente, nel Regno Unito, un'agevolazione fiscale per le start-up, denominata EIS, Enterprise Investment Scheme. Consiste nella riduzione delle tasse da versare sulla sottoscrizione di nuove quote, meccanismo che incoraggia i potenziali investitori a finanziare la società. In particolare, i requisiti per una società che voglia ricadere all'interno di questa misura speciale sono: non essere quotata sul mercato borsistico; avere meno di 250

dipendenti; non essere controllata da nessuna altra compagnia; non possedere asset per più di quindici milioni di sterline prima della richiesta di finanziamento e non più di sedici subito dopo. Si tratta di una misura della quale possono beneficiare molti progetti presentati su Crowdcube. Analogamente, esiste la SEIS, Seed Enterprise Investment Scheme, che agevola la partecipazione al capitale iniziale di aziende in via di sviluppo.

3.2 Dati e metodi

Lo studio riguarda cento progetti finanziati nel Regno Unito attraverso la piattaforma Crowdcube, dei quali viene riportato il settore di appartenenza, le tipologie di “exit strategies” menzionate, la percentuale di equity offerta ed eventualmente aumentata, il “time to exit”, il target di finanziamento richiesto, i “comparables”, la presenza ed il tipo di multipli, oltre alla voce riguardante la possibilità di distribuzione dei dividendi, che non viene in questo ambito considerata una vera e propria “exit strategy” per i motivi spiegati nella sezione del testo dedicata.

I dati sono stati estrapolati dalla descrizione dei progetti proposti dalla piattaforma, e raccolti in una tabella riassuntiva che sarà riportata a conclusione del presente paragrafo.

Il primo argomento di indagine riguarda la tipologia di “exit” proposta dai progetti analizzati. Le possibili strategie sono state suddivise nelle seguenti categorie:

- acquisizione strategica
- partnership
- fusione
- IPO
- private equity e venture capital
- buy-back

La strategia che mira alla distribuzione dei dividendi è stata analizzata a parte ed in breve, data la scarsa rilevanza ai fini dell’analisi svolta.

La seconda parte dello studio raccoglie le percentuali di capitale offerte dal fondatore del progetto ai potenziali investitori, e registra eventuali aumenti di tale voce in caso di “overfunding”, vale a dire un finanziamento raccolto che supera la soglia richiesta in fase di progettazione.

Si passa dunque all’elencazione delle somme richieste come finanziamento complessivo del progetto, sia in fase di lancio che a posteriori, citando il quantitativo effettivamente raccolto. Si parte dal presupposto che, trattandosi di progetti che hanno registrato un esito positivo, la seconda voce nominata sarà almeno pari alla prima.

Nella quarta parte si parla di “time to exit”, inteso come la prospettiva temporale entro la quale il progetto si propone di realizzare la “exit”. Viene riportato, laddove presente, il numero di anni prefissato, in relazione alla tipologia di cui prima ed al settore di appartenenza.

Viene poi indagata l’esistenza o meno di “comparables”, ovvero aziende aventi un posizionamento strategico simile a quella in esame, prese da esempio per le prospettive future, e, laddove sia utilizzato il metodo dei multipli, sfruttate per il calcolo del valore dell’impresa. Si riporta anche una media dell’orizzonte temporale previsto dai progetti.

L’ultima parte riguarda invece la presentazione di eventuali multipli nella strategia dei progettisti. Laddove presenti, ne viene riportato il valore, o più valori. Infine si enunciano uno o più metodi di valutazione dell’azienda proposti. Gli indicatori utilizzati per stimare il valore appartengono all’elenco riportato nel capitolo precedente, ed in particolare nei progetti analizzati ne vengono utilizzati alcuni, di seguito elencati:

- *EBITDA*
- *EBITA*

- utile
- *sales*
- valore aziendale (non viene specificato alcun indicatore in particolare)
- $ROI = \frac{\text{risultato operativo}}{\text{capitale investito netto operativo}}$. Esprime la redditività della gestione caratteristica rispetto a tutte le fonti di investimento utilizzate. Al denominatore si trova infatti il totale degli impieghi caratteristici al netto di ammortamenti e accantonamenti.
- *OFCE*

Si riscontra in generale una disomogeneità nel nominare gli indici utilizzati nella valutazione dell'impresa, che sono stati comunque ricondotti ad una delle categorie di cui sopra.

È di seguito riportata la tabella riassuntiva dell'analisi effettuata sui 100 progetti, con le colonne corrispondenti alle voci presentate in questo paragrafo.

CODICE	NOME	SETTORE	TIPO DI EXIT STRATEGY					
			ACQUISIZIONE (PARTNERSHIP O FUSIONE)	IPO	PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL	BUY BACK	SECURITY OFFERTA	SECURITY AUMENTATA (OVERFUNDING)
1	POD POINT	ENVIRONMENTAL & ETHICAL; CONSUMER PRODUCTS; TECHNOLOGY	1	1	0	0	5,45%	6,50%
2	12TH BATTALION PRODUCTIONS	MEDIA AND CREATIVE SERVICES; TECHNOLOGY	1	0	1	0	10,50%	10,50%
3	PRIMO	EDUCATION; ART AND DESIGN; TECHNOLOGY	1	0	0	0	7,41%	10,87%
4	CHARGEBOX	MANUFACTURING; TECHNOLOGY	1	1	0	0	11,00%	11,14%
5	TRIPCONSUL	LEISURE AND TOURISM; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	0	1	0	15,62%	21,26%
6	CROWDFUNDER	MEDIA AND CREATIVE SERVICES; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	1	0	0	6,67%	8,66%
7	BUN AND EMPIRE	HEALTH & FITNESS; TECHNOLOGY; SPORT & LEISURE	1	0	0	0	5,51%	9,30%
8	HAANDLE	CONSUMER PRODUCTS; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	0	0	0	15,00%	15,00%
9	BIDSTACK	MEDIA AND CREATIVE SERVICES; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	0	1	0	9,09%	12,20%
10	IN YOUR STRIDE	HEALTH & FITNESS; TECHNOLOGY; SPORT & LEISURE	1	0	0	0	13,64%	15,72%
11	LOUGHT	EDUCATION; MANUFACTURING; TECHNOLOGY	1	0	0	0	10,00%	15,21%
12	SYNUP	EDUCATION; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	0	0	0	15,00%	16,11%
13	EVOSIO	FOOD AND DRINK; TECHNOLOGY	1	0	0	0	10,50%	18,25%
14	HONESTBREW	FOOD AND DRINK; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	0	0	0	15,00%	19,09%
15	STAYSAYE	IT AND TELECOMMUNICATIONS; PROFESSIONAL AND BUSINESS SERVICES; TECHNOLOGY	1	0	1	0	18,18%	19,15%
16	COCONTROL	OTHER; ENVIRONMENTAL; TECHNOLOGY	1	0	1	0	14,29%	19,98%
17	CAKE	FOOD AND DRINK; RETAIL; TECHNOLOGY	0	0	0	0	7,06%	9,10%
18	MONNETAFLEX	INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	1	1	0	13,00%	20,39%
19	STOCKFLARE	INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	1	0	0	20,00%	27,48%
20	PAVEGEN	MANUFACTURING; ENVIRONMENTAL AND ETHICAL; TECHNOLOGY	1	0	0	0	4,48%	10,64%
21	SUGRU	CONSUMER PRODUCTS; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1 (PARTNERSHIP)	0	1 (PARZIALE)	0	4,02%	12,43%
22	LUMO. BE SEEN ON YOUR BIKE	CONSUMER PRODUCTS; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	0	1	0	14,29%	17,62%
23	ZIGZAG GLOBAL	RETAIL; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	0	0	0	10,00%	17,99%
24	WORKARODE	ACCELERATOR; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	1	1	1	5,00%	5,28%
25	AZUMA	INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	1	0	0	5,89%	8,48%
26	CORNERSTONE	HEALTH & FITNESS; TECHNOLOGY; CONSUMER PRODUCTS	1	0	0	0	14,20%	22,64%
27	DRIPLET	TECHNOLOGY	1	1	1	0	11,13%	12,07%
28	TEMPUS ENERGY TECHNOLOGY	ENVIRONMENTAL & ETHICAL; CONSUMER PRODUCTS; TECHNOLOGY	1 (PARTNERSHIP)	0	0	0	10,00%	12,16%
29	CHRP	INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	0	0	0	16,70%	26,89%
30	MEEM	IT & TELECOMMUNICATIONS; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	1	0	0	3,49%	6,03%
31	FOURX	TECHNOLOGY	1	0	0	0	7,72%	16,95%
32	HEALTH CONNECTED	IT & TELECOMMUNICATIONS; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	1	1	0	4,50%	8,48%
33	BATERAGENT	PROFESSIONAL & BUSINESS SERVICES; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	0	0	0	7,00%	11,86%
34	BUST PARK	CONSUMER PRODUCTS; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	1	1	0	4,76%	14,94%
35	ENCLOTHED	RETAIL; TECHNOLOGY	1	1	1	0	21,00%	23,41%
36	THE CROWD	PROFESSIONAL & BUSINESS SERVICES; ENVIRONMENTAL AND ETHICAL; TECHNOLOGY	1	0	1	0	20,00%	27,25%
37	POWERVAULT	RETAIL; ENVIRONMENTAL AND ETHICAL; TECHNOLOGY	1	1	0	0	15,38%	41,44%
38	BINESERVE	INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	0	1	1	0	10,70%	11,27%
39	GAMMISBAR	RETAIL; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	0	0	0	4,67%	11,50%
40	THE SOLAR CLOTH COMPANY	ENVIRONMENTAL & ETHICAL; TECHNOLOGY	1	1	0	0	10,00%	12,53%
41	FABRIC	INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY; ACCELERATOR	1	0	0	0	12,00%	13,14%
42	MINDFLOOD	EDUCATION; ACCELERATOR; TECHNOLOGY	1	0	0	0	12,00%	19,27%
43	CELL THERAPY	HEALTH & FITNESS; TECHNOLOGY	1	1	0	0	0,93%	1,07%
44	LUXTRIPPER	LEISURE AND TOURISM; TECHNOLOGY	1	0	1	0	6,70%	6,81%
45	GRUB CLUB	FOOD AND DRINK; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	0	0	0	15,53%	17,62%
46	VITECGRAM	CONSUMER PRODUCTS; TECHNOLOGY	0	0	0	0	15,00%	19,79%
47	MY MATE YOUR DATE	CONSUMER PRODUCTS; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	1	0	0	20,00%	21,87%
48	EARLYBIRD	FOOD AND DRINK; CONSUMER PRODUCTS; TECHNOLOGY	1	0	0	0	15,00%	23,94%
49	KWIZIQ	EDUCATION; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	1	1	0	15,00%	19,05%
50	BEBEL	FOOD AND DRINK; HEALTH & FITNESS; SPORT & LEISURE	1	1	1	0	13,04%	23,08%
51	KASINCE PERFORMANCE	HEALTH & FITNESS; SPORT & LEISURE	1	1	0	0	11,11%	19,86%
52	VILPINE	HEALTH & FITNESS; CONSUMER PRODUCTS; SPORT & LEISURE	1	0	0	0	9,09%	16,76%
53	FACTION SKIS	RETAIL; CONSUMER PRODUCTS; SPORT & LEISURE	1	1	1	0	3,51%	5,35%
54	FITMIBODY	HEALTH & FITNESS; SPORT & LEISURE	1	0	0	0	30,00%	30,00%
55	ARC-ON	RETAIL; SPORT & LEISURE	1	0	0	0	20,00%	23,42%
56	ROUGH RUNNER	SPORT & LEISURE	1 (FUSIONE, PARTNERSHIP)	0	0	0	15,60%	23,28%
57	ASTAR PETS	RETAIL; CONSUMER PRODUCTS; SPORT & LEISURE	1	1	0	0	11,76%	15,75%
58	RIB CLUB GLOBAL	LEISURE AND TOURISM; SPORT & LEISURE	0	0	0	0	27,27%	28,65%
59	WALLAM	HEALTH & FITNESS; TECHNOLOGY; SPORT & LEISURE	0	0	0	0	10,00%	11,37%
60	MYGRAVITY	RETAIL; OTHER; INTERNET BUSINESS	1	1	0	0	4,23%	5,63%
61	PO-ZU	RETAIL; ENVIRONMENTAL AND ETHICAL; CONSUMER PRODUCTS	1	1	0	1	16,67%	21,05%
62	WOOL AND THE GANG	ART AND DESIGN; RETAIL; INTERNET BUSINESS	1	0	1	0	9,09%	11,91%
63	HICI	MANUFACTURING; RETAIL; CONSUMER PRODUCTS	1	0	1	0	15,38%	18,44%
64	HOSHIMIDA	RETAIL; INTERNET BUSINESS; FILM, TV AND THEATRE	1	1	1	1	16,37%	16,82%
65	A SUIT THAT FITS	RETAIL; CONSUMER PRODUCTS; INTERNET BUSINESS	1	1	1	0	5,00%	8,49%
66	CLIPPINGS.COM	ART AND DESIGN; RETAIL; CONSUMER PRODUCTS	1	1	0	0	10,53%	16,60%
67	NOTES COFFEE	FOOD AND DRINK; LEISURE AND TOURISM; RETAIL	0	1	1	0	9,23%	13,34%
68	FILMORE & UNION	FOOD AND DRINK; RETAIL; HEALTH & FITNESS	1	0	1	0	13,33%	21,01%
69	KEUKEN	FOOD AND DRINK; RETAIL; CONSUMER PRODUCTS	0	0	0	0	17,00%	23,52%
70	GOOD & PROPER TEA	FOOD AND DRINK; RETAIL	1	0	0	0	14,70%	18,55%
71	STAYS	FOOD AND DRINK; RETAIL; HEALTH & FITNESS	1	1	1	0	8,25%	13,03%
72	BROWLER BEERS	FOOD AND DRINK; RETAIL; ENVIRONMENTAL AND ETHICAL	1	0	0	0	20,00%	15,90%
73	OTTI PRAMS	MANUFACTURING; RETAIL; INTERNET BUSINESS	1	0	0	0	22,00%	31,41%
74	FLAVOURLY	FOOD AND DRINK; RETAIL; INTERNET BUSINESS	1	0	0	0	23,08%	25,26%
75	PULL'D	FOOD AND DRINK; RETAIL	1	0	1	0	20,00%	20,36%
76	PIZZA ROSSA	FOOD AND DRINK; MANUFACTURING; RETAIL	1	0	1	0	10,12%	10,68%
77	CALLI RICE	FOOD AND DRINK; RETAIL; HEALTH & FITNESS	0	0	0	0	16,78%	25,04%
78	SHOPWAVE	IT AND TELECOMMUNICATIONS; RETAIL; TECHNOLOGY	0	0	1	0	10,00%	15,92%
79	DINE IN	FOOD AND DRINK; RETAIL; INTERNET BUSINESS	1	0	0	0	23,08%	23,61%
80	HOLLASOLE	RETAIL; CONSUMER PRODUCTS	0	0	1	0	7,50%	12,70%
81	BEARA BEARA	RETAIL; ENVIRONMENTAL AND ETHICAL; CONSUMER PRODUCTS	1	0	0	0	13,00%	14,65%
82	THE NEW CRAFTSMEN	ART AND DESIGN; RETAIL; INTERNET BUSINESS	1	1	0	1	5,40%	5,92%
83	CRUMPET CASHMERE	RETAIL	1	1	1	0	10,00%	21,79%
84	BEBIBOS	FOOD AND DRINK; RETAIL; INTERNET BUSINESS	1	0	0	1	15,00%	22,72%
85	WAVY TECHNOLOGIES	RETAIL; OTHER; TECHNOLOGY	1	1	1	1	10,00%	10,00%
86	EAST AND MANUFACTURING	MANUFACTURING; RETAIL; CONSUMER PRODUCTS	1	0	0	1	10,71%	24,72%
87	DESKBERS	FOOD AND DRINK; PROFESSIONAL AND BUSINESS SERVICES; RETAIL	1	0	0	0	17,00%	23,79%
88	TIDY BOOKS	MANUFACTURING; RETAIL; CONSUMER PRODUCTS	1	0	0	0	8,06%	11,35%
89	MONSIEUR NOTEBOOK	MANUFACTURING; RETAIL; CONSUMER PRODUCTS	1	1	1	1	20,00%	23,47%
90	CHRISALUS VISION	MEDIA AND CREATIVE SERVICES	1	0	0	0	20,67%	37,49%
91	INGALLERY	MEDIA AND CREATIVE SERVICES; CONSUMER PRODUCTS	1	0	0	0	11,12%	13,91%
92	ALEXI	MEDIA AND CREATIVE SERVICES	1 (FUSIONE)	0	0	0	15,79%	18,08%
93	4SLIFE.COM	MEDIA AND CREATIVE SERVICES; CONSUMER PRODUCTS; INTERNET BUSINESS	1	0	0	0	16,00%	18,62%
94	PSONAR	MEDIA AND CREATIVE SERVICES; CONSUMER PRODUCTS; INTERNET BUSINESS	1	0	0	0	5,93%	7,39%
95	JEWELSTREET	MEDIA AND CREATIVE SERVICES; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	0	1	0	9,09%	15,83%
96	EGGS RECORDINGS	MEDIA AND CREATIVE SERVICES; OTHER; FILM, TV AND THEATRE	1	0	0	1	12,50%	19,50%
97	STICKYBOARD	MEDIA AND CREATIVE SERVICES; ENVIRONMENTAL AND ETHICAL; INTERNET BUSINESS	1	0	1	0	8,30%	9,15%
98	PLAYVART	MEDIA AND CREATIVE SERVICES; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1 (PARTNERSHIP)	0	0	1	12,00%	12%
99	THE ITALIAN JOB	FOOD AND DRINK	1	0	1	0	22,22%	25,23%
100	COLLECT	RETAIL; INTERNET BUSINESS; TECHNOLOGY	1	1	0	0	2,44%	5,60%

Tabella 3.1 (parte prima) Raccolta dati

CODICE	TIPO	INIZIA	TIME TO BKT (S/N)	ANNO	TARGET FINANZIAMENTO (€)	FINANZIAMENTO EFFETTIVO (€)	DIFFERENZIA	SPENDIZIONE	COMPARRAZIONE S/N	NUMERO COMPARRAZIONI	MULTIPLI S/N	VALORE MULTIPLO (X)	TIPOLOGIA MULTIPLO	DIVISORE		
1	POD POINT	1	5,67	€	1.500.000,00	€	1.877.400,00	€	307.400,00	125,50%	0	0		0		
2	12TH BATTALION PRODUCTIONS	1	5	€	140.000,00	€	140.000,00	€	140.000,00	100,00%	0	0		1		
3	PRIMO	1	5	€	200.000,00	€	304.900,00	€	104.900,00	152,46%	1	7	x10	EBITA (UTILE)	1	
4	CHARGEBOX	1	4	€	500.000,00	€	506.980,00	€	6.980,00	101,40%	0	1	x9	SALES	0	
5	TRIPZONKUL	1	3,45	€	100.000,00	€	144.900,00	€	44.900,00	144,90%	1	1	x10	UTILE	0	
6	BROWNFINDER	1	3	€	1.000.000,00	€	1.517.900,00	€	517.900,00	151,79%	0	1	x2	VALORE	0	
7	BUNLAND EMPHRE	1	3,45	€	700.000,00	€	523.040,00	€	53.040,00	74,29%	1	5	0		0	
8	SHARDE	1	3,45	€	250.000,00	€	150.000,00	€	-	100,00%	0	1	x7,8,9,10	ROI	0	
9	BIDSTACK	1	3,4	€	100.000,00	€	138.970,00	€	38.970,00	138,97%	0	0	0		0	
10	IN YOUR STRIDE	0		€	100.000,00	€	118.160,00	€	18.160,00	118,16%	1	2	0		0	
11	DLIGHT	1	5	€	150.000,00	€	242.180,00	€	92.180,00	161,45%	1	2	0		0	
12	BYNAP	1	3,45	€	180.000,00	€	195.940,00	€	15.940,00	108,85%	1	2	0		0	
13	BYOGEN	0		€	250.000,00	€	282.350,00	€	32.350,00	112,94%	0	0	0		0	
14	MONSTREWE	1	3	€	100.000,00	€	401.220,00	€	301.220,00	133,74%	1	1	x2,3,4,5,6,7,8	SALES	0	
15	STAYSAYE	1	4	€	500.000,00	€	532.800,00	€	32.800,00	105,56%	1	1	x10	UTILE	0	
16	COCONTROL	1	5	€	100.000,00	€	149.790,00	€	49.790,00	149,79%	1	3	0		0	
17	SAKE	0		€	800.000,00	€	1.054.110,00	€	254.110,00	131,76%	0	0	0		1	
18	MONETAFLX	1	3,45	€	100.000,00	€	169.270,00	€	69.270,00	169,27%	1	3	0		0	
19	STOCKFLARE	1	3	€	300.000,00	€	454.800,00	€	154.800,00	151,60%	1	2	0		0	
20	PAVGEN	0		€	750.000,00	€	1.903.400,00	€	1.153.400,00	253,79%	1	3	0		0	
21	SURFI	1	3,45	€	1.000.000,00	€	1.388.150,00	€	388.150,00	138,82%	0	0	0		0	
22	LIND BEISEN ON YOUR BKF	1	5	€	900.000,00	€	255.520,00	€	55.520,00	128,26%	0	1	0		0	
23	BIZAG GLOBAL	1	3,45	€	100.000,00	€	124.820,00	€	24.820,00	124,82%	0	0	0		0	
24	WORKABODE	1	3,45	€	150.000,00	€	158.750,00	€	8.750,00	105,83%	0	0	0		0	
25	AZULINA	1	5	€	1.500.000,00	€	2.112.916,00	€	612.916,00	140,86%	1	7	0		0	
26	CORNERSTONE	1	3	€	500.000,00	€	876.810,00	€	376.810,00	175,36%	1	1	x5,7	UTILE	0	
27	MOPIET	1	2,3	€	100.000,00	€	549.010,00	€	449.010,00	549,01%	0	0	0		0	
28	TECHNUS ENERGY TECHNOLOGY	1	3,4	€	400.000,00	€	623.230,00	€	223.230,00	155,81%	1	2	0		1	
29	CHIP	1	4,5	€	400.000,00	€	733.810,00	€	333.810,00	183,45%	1	0	0		0	
30	MEM	1	2	€	400.000,00	€	709.900,00	€	309.900,00	177,48%	0	0	0		0	
31	FOUREX	1	3,4	€	275.000,00	€	670.760,00	€	395.760,00	243,91%	1	1	0		0	
32	HEALTH-CONNECTED	1	3	€	75.000,00	€	142.820,00	€	67.820,00	190,58%	1	1	x4-x8	UTILE-VALORE	0	
33	HYBRAGENT	1	4	€	75.000,00	€	134.050,00	€	59.050,00	178,73%	0	1	x4	UTILE	0	
34	AST-PARK	0		€	1.000.000,00	€	3.534.110,00	€	2.534.110,00	353,41%	1	4	0		0	
35	SKYDOWD	1	3,4	€	400.000,00	€	493.940,00	€	93.940,00	124,74%	1	1	x6,8,10,11,12,13,14	VALORE	0	
36	THE CROWD	1	3	€	100.000,00	€	448.570,00	€	348.570,00	448,57%	1	1	x11-x7	EBITDA (UTILE)-ROI	0	
37	POWERVAULT	1	3,4	€	500.000,00	€	707.500,00	€	207.500,00	202,17%	1	4	1	x10	UTILE	0
38	BITRESERVE	1	1 oppure 5	€	6.000.000,00	€	6.360.516,00	€	360.516,00	106,01%	0	0	0		0	
39	GAMESGRABR	1	3,45	€	250.000,00	€	454.734,00	€	204.734,00	181,89%	1	7	1	x10	UTILE	0
40	THE SOLAR CLOTH COMPANY	1	3	€	750.000,00	€	967.130,00	€	217.130,00	128,95%	1	3	1	x2,5	UTILE	0
41	PARK	1	3	€	100.000,00	€	138.120,00	€	38.120,00	138,12%	1	3	0		0	
42	MINIFOOD	0		€	200.000,00	€	375.960,00	€	175.960,00	187,98%	1	3	0		0	
43	CELL THERAPY	1	1	€	250.000,00	€	689.246,00	€	439.246,00	275,70%	1	1	0		0	
44	LIXTRIPPER	1	3,4	€	150.000,00	€	152.650,00	€	2.650,00	101,77%	1	3	1	x10-x4,5	EBITDA -ROI	0
45	BRUB CLUB	0		€	250.000,00	€	288.560,00	€	38.560,00	115,42%	1	1	0		0	
46	VIDEODRAM	1	3	€	40.000,00	€	55.920,00	€	15.920,00	139,80%	1	1	0		0	
47	MY WHITE YOUR DATE	1	3,4	€	150.000,00	€	145.580,00	€	15.580,00	111,97%	1	10	1	x0,86	UTILE	0
48	SKYBRND	1	3	€	75.000,00	€	126.560,00	€	51.560,00	167,29%	1	4	0		0	
49	MINIFOOD	0		€	200.000,00	€	375.960,00	€	175.960,00	187,98%	1	3	0		0	
50	HEBL	1	4,5	€	1.500.000,00	€	3.000.000,00	€	1.500.000,00	200,00%	0	0	0		0	
51	CADENCE PERFORMANCE	0		€	300.000,00	€	594.780,00	€	294.780,00	198,26%	0	0	0		0	
52	ALPINE	0		€	500.000,00	€	1.006.510,00	€	506.510,00	201,30%	1	6	0		0	
53	FACTION SKIS	0		€	500.000,00	€	775.870,00	€	275.870,00	155,17%	1	5	0		0	
54	FTMBOBY	1	3,45	€	75.000,00	€	75.230,00	€	230,00	100,31%	1	2	1	x3,27	EBITDA	0
55	ARCION	1	3	€	65.000,00	€	79.510,00	€	14.510,00	122,32%	1	2	1	x11,12	EBITDA	1
56	ROUSH RUNNER	1	4,5	€	150.000,00	€	178.900,00	€	28.900,00	119,26%	1	1	1	x25,16	ROI	0
57	ASTAR PETS	1	4,5	€	250.000,00	€	350.770,00	€	100.770,00	140,31%	1	2	1	x10	EBITDA	0
58	BIB CLUB GLOBAL	1	3	€	150.000,00	€	157.500,00	€	7.500,00	105,00%	0	0	0		1	
59	MALLAM	1	5	€	100.000,00	€	113.650,00	€	13.650,00	113,65%	0	1	x40	ROI	0	
60	MIGRAVITY	1	3,45	€	250.000,00	€	202.760,00	€	52.760,00	135,17%	1	6	1	x3,4,5,6,7,8,9,10	DFCF	0
61	PO-ZU	1	4	€	150.000,00	€	199.940,00	€	49.940,00	133,29%	1	2	1	x5-x1,3	ROI-UTILE	0
62	MOKE AND THE GANG	0		€	75.000,00	€	103.810,00	€	28.810,00	138,41%	1	2	0		0	
63	RED	1	3	€	100.000,00	€	124.920,00	€	24.920,00	124,92%	0	0	0		0	
64	ROCHINDA	1	3,45	€	1.900.000,00	€	1.962.744,00	€	62.744,00	103,56%	1	3	0		1	
65	A SUT THAT FITS	1	5	€	500.000,00	€	676.700,00	€	176.700,00	137,34%	1	1	x9	ROI	0	
66	CUPPINGS.COM	1	5	€	500.000,00	€	845.620,00	€	345.620,00	169,12%	0	1	x20	ROI	0	
67	NOTES COFFEE	1	4	€	600.000,00	€	908.400,00	€	308.400,00	151,40%	1	4	1	x10-x5	EBITDA -ROI	0
68	WILMORE & UNION	1	5	€	500.000,00	€	346.870,00	€	346.870,00	172,97%	1	1	x2	VALORE	0	
69	KUSIN	1	5	€	200.000,00	€	150.710,00	€	50.710,00	150,71%	0	0	0		0	
70	GOOD & PROPER TEA	1	3,45	€	140.000,00	€	184.990,00	€	44.990,00	132,14%	0	0	0		0	
71	STAKS	1	3,45	€	50.000,00	€	83.310,00	€	33.310,00	166,62%	1	3	0		1	
72	BROWLER BEERS	0		€	100.000,00	€	107.130,00	€	7.130,00	107,13%	0	0	0		0	
73	OTI PRAMS	1	3,45	€	15.000,00	€	89.310,00	€	74.310,00	595,40%	0	0	0		0	
74	FLAVOURY	1	3	€	300.000,00	€	506.911,00	€	206.911,00	168,97%	1	2	1	x10	EBITDA	0
75	NULO	1	5	€	100.000,00	€	102.240,00	€	2.240,00	102,24%	0	1	x6,9,10	EBITDA	0	
76	PIZZA ROSA	1	5	€	150.000,00	€	159.360,00	€	9.360,00	106,24%	0	1	x10	EBITDA	0	
77	CALLI-RICE	1	4	€	100.000,00	€	498.710,00	€	398.710,00	498,71%	0	0	0		0	
78	SHOPWAVE	0		€	200.000,00	€	340.710,00	€	140.710,00	170,36%	0	0	0		0	
79	ONE IN	1	3	€	100.000,00	€	306.950,00	€	6.950,00	102,32%	1	1	0		0	
80	ROLLASOLE	1	3	€	150.000,00	€	269.240,00	€	119.240,00	179,49%	0	0	0		0	
81	BEARA BEARA	1	5	€	180.000,00	€	203.540,00	€	23.540,00	113,08%	1	4	0		0	
82	THE NEW CRAFTSMAN	1	5	€	150.000,00	€	164.530,00	€	14.530,00	109,69%	1	4	1	x8,8	EBITDA	0
83	CLUMPET CASHMERE	1	3	€	75.000,00	€	163.410,00	€	88.410,00	217,88%	0	1	x10	UTILE	0	
84	BEERBODS	1	2,3	€	100.000,00	€	151.490,00	€	51.490,00	151,49%	0	0	0		1	
85	MAYV TECHNOLOGIS	0		€	150.000,00	€	-	€	-	100,00%	1	1	0		0	
86	EAST AND MANUFACTURING	1	3,4	€	108.000,00	€	149.270,00	€	41.270,00	138,21%	0	0	0		0	
87	BEYBEERS	1	3,45	€	80.000,00	€	121.900,00	€	41.900,00	152,38%	1	1	1	x5,6,7,8,9,10	EBITDA	0
88	HIVY BOOKS	1	5	€	75.000,00	€	105.610,00	€	30.610,00	140,81%	0	0	0		0	
89																

3.3 Analisi dei dati

In questo paragrafo sono esposti i risultati numerici derivanti dallo studio effettuato sui dati raccolti, presentati in maniera statistica, seguendo le distinzioni presentate nel precedente paragrafo, con l'aggiunta di alcune analisi incrociate tra i valori ottenuti, al fine di trarre conclusioni sul rispettivo andamento.

In particolare, dopo lo studio delle singole voci considerate separatamente, saranno messe in relazione le “exit strategies” con quattro diversi fattori: la percentuale di equity offerta, il target di finanziamento richiesto, il “time to exit” ed il numero di “comparables”.

3.3.1 “Exit strategies”

La prima analisi effettuata sul campione di 100 progetti ha riportato un numero di possibili “exit strategies” pari a 183. In particolare, 56 progetti su 100 citano più di una strategia, mentre 4 sul totale non ne presentano alcuna. I restanti 40 nominano una sola “exit”.

La ripartizione delle “exit strategies” è presentata nella tabella della pagina seguente, i cui dati sono raffigurati anche in modalità grafica per maggior chiarezza.

Tipologia di “exit”	Frequenza assoluta	Frequenza relativa
Acquisizione strategica	87	47,54%
Partnership	4	2,19%
Fusione	2	1,09%
IPO	35	19,13%
Venture capital / Private equity	36	19,67%
Buy-back	9	4,92%

Tabella 3.2 Frequenza delle “exit strategies” nel campione analizzato

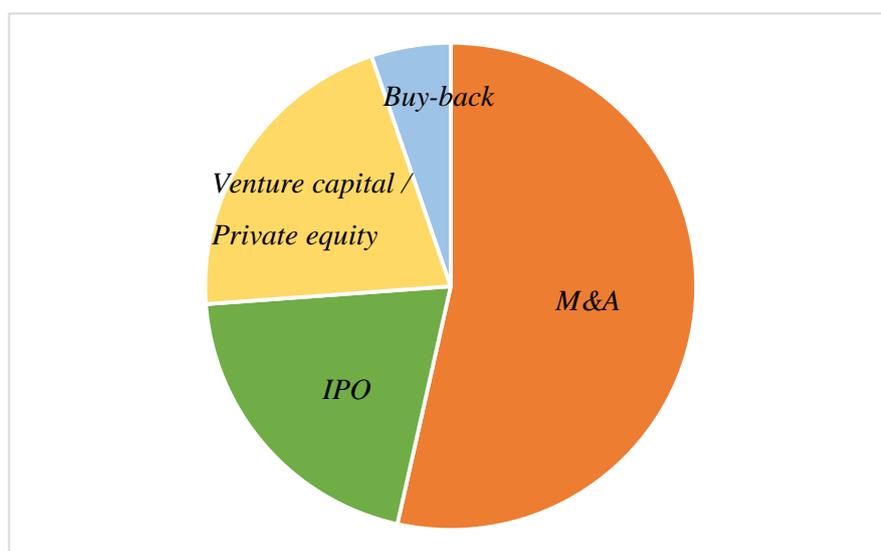


Grafico 3.1 Frequenza delle “exit strategies” nel campione analizzato

I dati raccolti evidenziano la netta preferenza da parte dei progettisti per l’acquisizione strategica che, unita alla fusione e alla partnership, rappresenta più della metà delle “exit” menzionate.

Questo dato testimonia la volontà dei promotori dei progetti di assecondare le esigenze degli investitori, nell’ottica di realizzare un ritorno economico consistente in termini di liquidità. L’acquisizione strategica garantisce infatti la

possibilità di ottenere importanti plusvalenze al momento della cessione, specialmente se questa avviene in un momento favorevole all'azienda.

È altresì la strategia che maggiormente valorizza il potenziale del business, in quanto il prezzo fissato per le operazioni di acquisizione risente in maniera sostanziale delle opportunità di sviluppo che l'acquirente intravede nell'azienda in esame. Questo discorso vale anche per quanto riguarda la partecipazione di fondi di venture capital e private equity, che tuttavia non godono della stessa popolarità tra gli obiettivi dei progettisti. È significativo rilevare a tal proposito come addirittura 33 dei 36 progetti che propongono tale "exit" prevedano come prima scelta una strategia di M&A.

Si può dunque affermare che la partecipazione di fondi di venture capital e private equity sia intesa più come alternativa all'acquisizione piuttosto che come opportunità a sé stante.

Dei 13 progetti che non prevedono la strategia dell'acquisizione, quattro appartengono alla ristretta cerchia di quelli che non hanno citato alcuna possibile "exit", mentre altri cinque citano una tra fusione e partnership, rimanendo sostanzialmente ascrivibili all'ambito della M&A.

I rimanenti quattro progetti che non prevedono una acquisizione strategica si concentrano su una semplice IPO, sulla partecipazione di fondi di venture capital e private equity e, in due casi su quattro, su entrambe le opportunità.

La IPO registra 35 menzioni, con una percentuale che si attesta attorno al 20% del totale. Questo risultato è la testimonianza della difficoltà, già descritta nelle sezioni del testo precedenti, di affermazione sul mercato borsistico da parte delle piccole realtà imprenditoriali. È infatti richiesta la capacità di attrarre investitori, mediante la propria reputazione, fattore che

dipende in gran parte dalla storia aziendale e dalla visibilità guadagnata nel settore. Per i progetti del campione esaminato, i suddetti punti sono alquanto incerti, trattandosi di realtà ancora da concretizzare e che dunque difficilmente possono prevedere una “exit” positiva attraverso una quotazione in Borsa, nei tempi prefissati.

Il buy-back, infine, viene nominato solamente nove volte, come conseguenza del fatto che si tratta di una possibilità legata prevalentemente ad una evoluzione negativa del business, che conduce quindi il promotore ad acquistare nuovamente le quote proposte agli investitori. Difficilmente questa situazione si presenta in caso di aumentato valore dell'impresa, bensì è realistico ipotizzare una situazione stazionaria se non di regresso dell'attività.

3.3.2 Percentuale di equity offerta

È stata analizzata la percentuale di equity che il progettista ha messo a disposizione degli investitori intenzionati a partecipare all'iniziativa. In particolare, è stato riscontrato un valore medio pari al 12,45%, cifra non particolarmente elevata, in considerazione del target di finanziamento richiesto dai progetti, che sarà presentato successivamente.

È riportato di seguito il grafico che evidenzia le percentuali di equity messe a disposizione dai promotori e la media tra i dati raccolti.

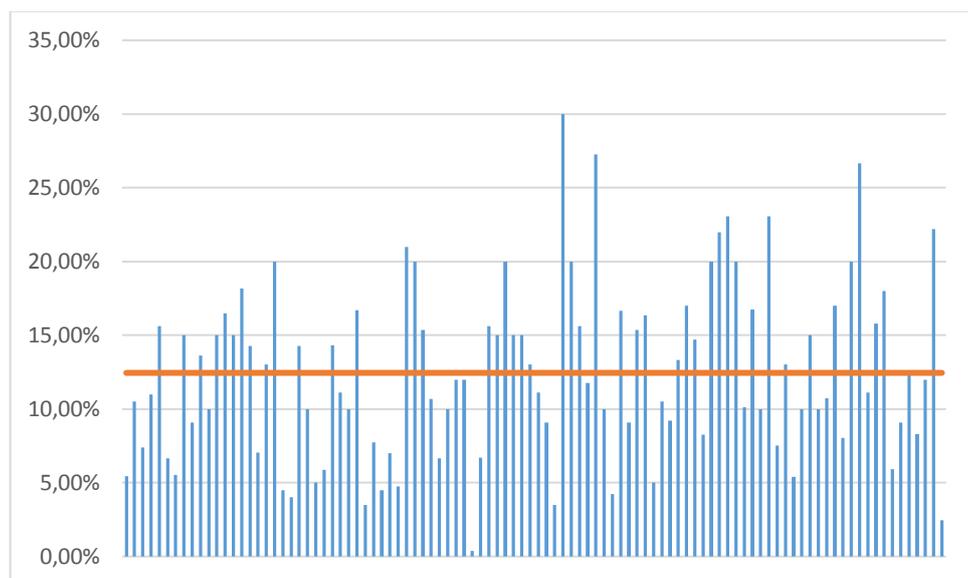


Grafico 3.2 Percentuale di equity offerta

Le percentuali estrapolate dai dati messi a disposizione dai progettisti risultano complessivamente disomogenee tra loro. Si registra un andamento variabile, con cifre tendenzialmente lontane dalla media, sia in difetto che in eccesso.

In particolare, si evidenziano tre progetti che propongono agli investitori una quota di capitale superiore al 25%, conferendo loro un elevato peso specifico. Questo fatto permette ai potenziali acquirenti delle quote di garantirsi un importante ritorno in ottica di “exit”, a fronte di un investimento significativo.

Al contrario, la maggioranza dei progetti si colloca al di sotto del valor medio, con numerosi valori inferiori al 5% dell’equity. Ciò è interpretabile come una conferma della visione del crowdfunding come modalità di finanziamento complementare ai canali tradizionali, piuttosto che come vera e propria alternativa.

3.3.3 “Exit strategies” e percentuale di equity offerta

Si cerca in questo paragrafo di indagare la correlazione tra la tipologia di “exit” proposta e la percentuale di equity offerta agli investitori. Suddividendo le strategie in quattro categorie principali, raggruppando cioè l’acquisizione strategica con la fusione e partnership, si ottengono la seguente tabella ed il grafico, nei quali si valuta la percentuale di equity in maniera separata per le diverse voci, secondo la suddivisione di cui prima.

Tipologia di “exit”	% equity offerta
M&A	12,41%
IPO	9,94%
Venture capital / Private equity	11,66%
Buy-back	11,92%

Tabella 3.3 “Exit strategies” ed equity offerta

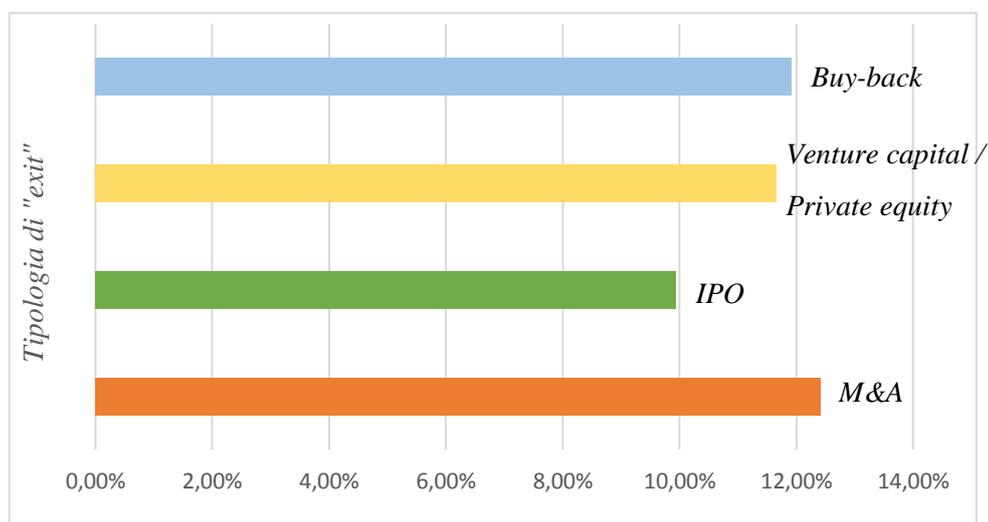


Grafico 3.3 “Exit strategies” ed equity offerta

È possibile affermare che non si evidenziano particolari disomogeneità tra le diverse strategie per quanto riguarda il capitale offerto agli investitori. Si conferma come prima strategia quella di M&A, con un vantaggio non significativo sulle concorrenti. In particolare, il dato sul buy-back è influenzato dalla scarsa numerosità del campione su cui viene calcolata la media, e risulta meno attendibile rispetto agli altri dati ottenuti.

La sostanziale equivalenza risultante dall'analisi svolta può essere indicativa del fatto che la tipologia di "exit" prevista non sia un fattore determinante nel definire l'equity offerta, considerato che si tratta di progetti ancora in fase di sviluppo.

3.3.4 Target di finanziamento richiesto

La cifra richiesta mediamente dai progetti analizzati ammonta a 368'780 £, con un solo picco pari a 6'000'000 £ che testimonia la probabile bontà dell'idea di business in questione. Si ricorda infatti che lo studio riguarda esclusivamente iniziative caratterizzate da un esito di successo.

Si riporta un grafico riassuntivo dei valori registrati, con la relativa distribuzione attorno alla media.

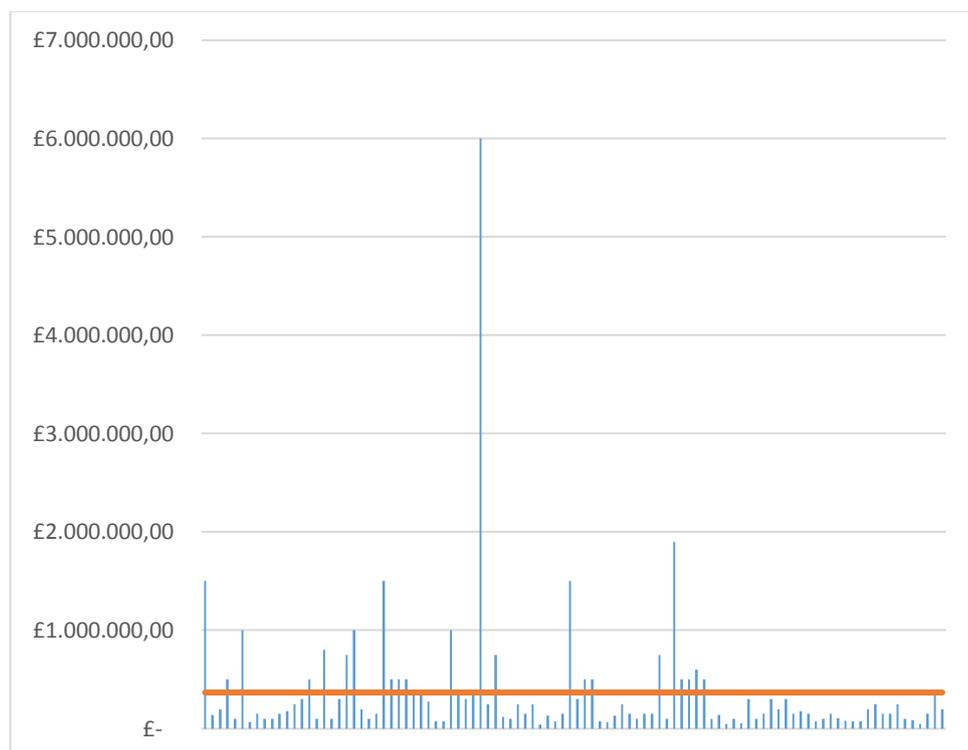


Grafico 3.4 Finanziamento richiesto dai progetti

È possibile osservare che la maggioranza dei progetti si attesta al di sotto del valore medio, il quale risulta più alto per effetto di un numero relativamente piccolo di progetti aventi target elevati. Ben 8 progetti sul totale raggiungono o superano il milione di sterline, una cifra che esula dalla semplice necessità di finanziamento, ed è per questo specifica dell'equity crowdfunding, nel quale intervengono investitori professionali determinati a realizzare plusvalenze consistenti, a fronte di alte somme impiegate.

3.3.5 “Exit strategies” e target di finanziamento richiesto

Si analizza a questo punto il rapporto tra la tipologia di “exit” proposta ed il finanziamento necessario per il successo del progetto. I risultati ottenuti sono riportati nella seguente tabella e, successivamente, in chiave grafica:

Tipologia di “exit”	Target finanziamento richiesto
M&A	£311.989,13
IPO	£633.714,29
Venture capital / Private equity	£531.857,14
Buy-back	£124.777,78

Tabella 3.4 “Exit strategies” e finanziamento richiesto

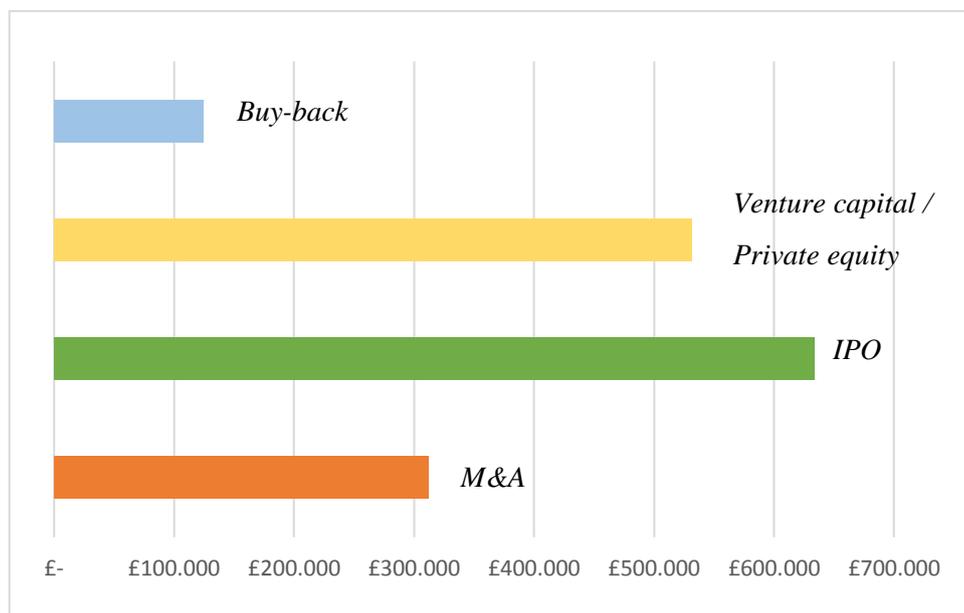


Grafico 3.5 “Exit strategies” e finanziamento richiesto

Dai dati ricavati si evince una netta differenza tra le strategie che prevedono una IPO o la partecipazione di fondi di venture

capital e private equity rispetto all'acquisizione strategica ed al buy-back, per quanto riguarda la somma richiesta per finanziare il progetto. Le prime due strade citate, infatti, ed in particolare la IPO, presentano mediamente somme pari circa al doppio di quelle previste dall'acquisizione strategica.

Anche in questo caso risulta marginale il ruolo del buy-back, che si compone di soli 9 progetti, ma che in ogni modo registra il target di finanziamento più basso in assoluto, pari a poco più di 100'000 £.

L'IPO, necessitando di un forte impatto sul mercato per ricercare investitori sul mercato borsistico, è probabilmente la strategia che maggiormente si presta a somme tendenzialmente più alte, come quelle registrate.

Il dato sul venture capital e private equity è nettamente maggiore di quello relativo all'acquisizione, nonostante le due possibilità siano sostanzialmente simili, come spiegato in precedenza.

3.3.6 “Time to exit”

L'analisi riguardante il “time to exit” ha evidenziato come 83 progetti su 100 forniscano tale dato, con un valore medio corrispondente a 3,85 anni. Nella pagina successiva è riportato un grafico sull'andamento del numero di anni nei vari progetti.

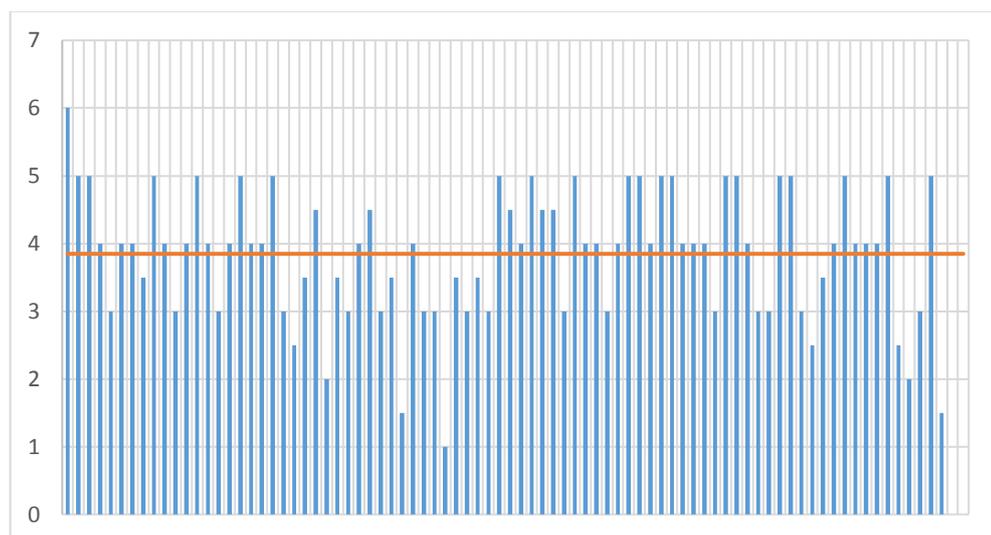


Grafico 3.6 Time to exit nei progetti analizzati

È significativo rilevare che il numero massimo di anni previsto corrisponde a 7, valore menzionato in due soli casi, mentre il più piccolo intervallo temporale è di un solo anno, cifra prevista in tre progetti.

L'orizzonte temporale medio ottenuto dal campione analizzato è sostanzialmente basso, soprattutto in relazione al fatto che si tratti di realtà imprenditoriali ancora in fase di definizione e sviluppo.

In particolare, l'IPO necessita di tempi più estesi per essere una opportunità credibile, in quanto si richiede la maturazione di visibilità e reputazione tali da attrarre potenziali investitori. Questo aspetto sarà approfondito nei prossimi paragrafi.

3.3.7 “Exit strategies” e “time to exit”

È interessante indagare la connessione tra la tipologia di “exit” scelta ed il numero di anni previsti per realizzare la propria strategia. I risultati sono riportati nella tabella e nel grafico di cui sotto.

Tipologia di “Exit”	“Time to exit”
M&A	3,88
IPO	3,76
Venture capital / Private equity	3,93
Buy-back	3,71

Tabella 3.5 “Exit strategies” e “Time to exit”

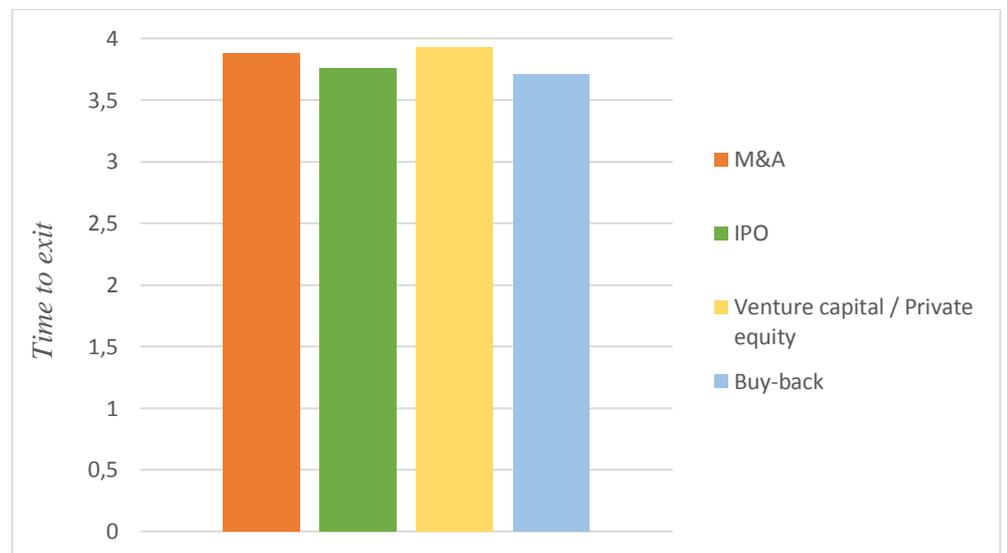


Grafico 3.7 “Exit strategies” e “time to exit”

I risultati ottenuti evidenziano una sostanziale equivalenza tra i “time to exit” delle diverse strategie. Tutti i quattro valori risultanti appartengono all’intervallo compreso tra 3,5 e 4 anni

come finestra temporale, con una distribuzione omogenea attorno al valor medio complessivo della “exit”, pari a 3,82 anni.

Come espresso in precedenza, il periodo esaminato risulta breve, se rapportato a realtà imprenditoriali ancora in via di definizione. Una strategia quale la IPO, ad esempio, può necessitare di tempi più ampi per essere verosimilmente perseguita. È richiesta infatti l’affermazione del business al fine di ottenere visibilità ed appetibilità da parte dei potenziali investitori.

Lo stesso discorso vale per le altre “exit”, eccezion fatta per il buy-back che potenzialmente potrebbe essere realizzato in qualsiasi momento della vita dell’impresa.

In conclusione, la suddetta analisi non evidenzia disparità tra le diverse “exit strategies”.

3.3.8 “Comparables”

Lo studio si concentra a questo punto sulla presenza di eventuali “comparables”: 61 progetti su 100 citano almeno un’azienda come termine di paragone. Il numero medio di imprese citate è pari a 2,79 per ogni progetto avente almeno un “comparable”. Nel grafico della pagina seguente si riporta quanto espresso nelle righe di cui sopra.

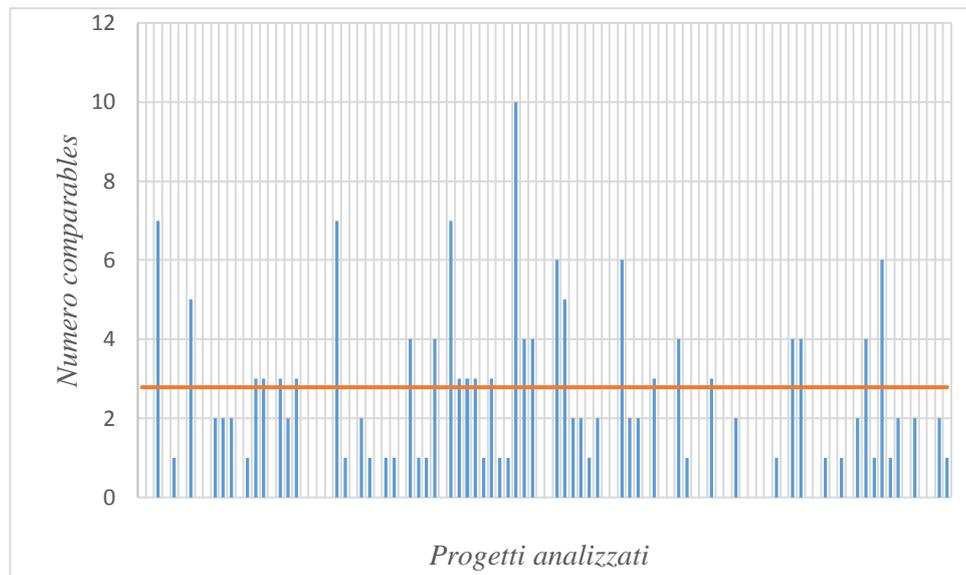


Grafico 3.8 Numero di “comparables” nei progetti analizzati

I dati raccolti mettono in luce il ruolo dei “comparables” come un fattore importante per i progetti nel momento della loro presentazione. Oltre la metà dei progetti propone infatti almeno una azienda come obiettivo da raggiungere, e mediamente questo valore si attesta quasi a 3 aziende per ogni singolo progetto. La necessità di informare gli investitori in maniera chiara è associata alla presentazione dei “comparables”, in grado di disegnare il futuro dell’impresa riportando gli obiettivi a situazioni già esistenti ed affermate sul mercato.

Inoltre, in un’ottica più concreta di valutazione aziendale, i “comparables” si prestano ad essere utilizzati nell’applicazione del metodo dei multipli, insieme ai vari indicatori analizzati successivamente.

3.3.9 “Exit strategies” e “comparables”

Il rapporto tra la tipologia di “exit” ed il numero di aziende paragonabili citate è indagato allo scopo di evidenziare eventuali diseguaglianze tra le diverse strategie.

Nel caso dei “comparables”, al momento di calcolare la media, si considerano esclusivamente i progetti che riportano il dato in questione, trascurando gli altri, in analogia col metodo utilizzato nell’analisi più generale sui “comparables”.

Si riportano gli esiti dello studio nella presente tabella e nel successivo grafico.

Tipologia di “exit”	Numero di “comparables”
M&A	2,77
IPO	3,84
Venture capital / Private equity	2,56
Buy-back	2,20

Tabella 3.6 “Exit strategies” e numero di “comparables”



Grafico 3.9 "Exit strategies" e numero di "comparables"

Si evince dai dati raccolti la tendenza dei progetti aventi come "exit" una futura IPO a presentare un maggior numero di "comparables", mediamente 3,84 cadauno.

Questo risultato può essere interpretato come la volontà dei promotori di proporre agli investitori un numero maggiore di aziende paragonabili e già esistenti, al fine di perseguire un obiettivo tendenzialmente più complicato rispetto agli altri.

Si consideri inoltre che il metodo dei multipli è attualmente il più utilizzato nel caso di aziende propense alla quotazione in Borsa, come appunto nel caso di una futura IPO.

I "comparables" servono all'applicazione della suddetta tecnica, ed un numero maggiore di essi garantisce maggior affidabilità nel calcolo del valore dell'azienda.

Le strategie di acquisizione e partecipazione di fondi di venture capital e private equity si attestano su valori praticamente analoghi, a testimonianza delle analogie esistenti tra esse.

Il dato sul buy-back non risulta invece attendibile a causa dello scarso numero di elementi del campione, pari solamente a 5 progetti, sui 9 totali, che citano almeno un “comparable”.

3.3.10 Multipli di mercato

Per quanto riguarda la presenza di multipli citati nella descrizione dei progetti, si evince dai dati raccolti che sono 43 i progetti che presentano questa informazione, su un totale di 100 progetti disponibili. Risulta significativo soffermarsi sugli indicatori proposti in relazione a tali moltiplicatori, che saranno esposti in una tabella riassuntiva:

Indicatore	Frequenza assoluta	Frequenza relativa
Ebita	1	1,92%
Ebitda	15	28,85%
Utile	14	26,92%
Sales	2	3,85%
Valore semplice	6	11,54%
ROI	13	25,00%
OFCF	1	1,92%

Tabella 3.7 Frequenza degli indicatori menzionati nei progetti

La maggioranza dei progetti cita almeno due aziende paragonabili, e circa la metà propone almeno un multiplo. Fatta eccezione per un singolo progetto che propone una valutazione basata sull’attualizzazione dei flussi di cassa, la restante parte si affida al metodo dei multipli, in maniera più o meno esplicita.

Questo risultato è in linea con la trattazione teorica, in cui viene presentata questa metodologia come la più rapida e

pratica da utilizzare, soprattutto in assenza di dati storici ai quali fare riferimento.

È stato altresì affermato che essa corrisponde alla tecnica più utilizzata attualmente nel caso di aziende start-up, come dimostrato dall'analisi dei progetti.

I moltiplicatori più utilizzati sono quelli basati sull'*EBITDA*, che congiuntamente all'*EBITA* rappresenta oltre il 30% degli indicatori citati, con l'utile e il *ROI* che si attestano attorno al 25% in termini di menzioni da parte dei promotori dei progetti.

3.3.11 Distribuzione dei dividendi

Infine, si analizza la distribuzione dei dividendi come possibile "exit strategy", con le dovute considerazioni effettuate nel corso della trattazione. Solamente 10 progetti su 100 propongono questa soluzione, e sempre abbinata ad altre strategie, a dimostrazione del fatto che essa non si tratta di una prospettiva finale per l'investitore, bensì di uno strumento di gestione temporaneo in attesa di una vera e propria "exit".

Si sottolinei inoltre il fatto che, soprattutto nel caso di aziende start-up, talvolta i mezzi a disposizione dell'impresa, in termini organizzativi, non sono tali da permettere la prosecuzione dell'attività imprenditoriale oltre una finestra temporale di pochi anni, finché l'azienda mantiene una dimensione limitata alla fase di lancio e sviluppo della propria attività.

Anche questo aspetto contribuisce allo scarso successo della strategia di distribuzione dei dividendi.

3.4 Conclusioni

Nel presente elaborato, si è cercato di seguire un percorso coerente tra la parte teorica iniziale e l'analisi finale dei progetti, cercando di dare continuità allo studio. Sostanzialmente i dati raccolti negli ultimi paragrafi risultano in linea con quanto esposto nei primi due capitoli, conferendo alla trattazione teorica una dimensione pratica in grado di arricchire quanto esposto in precedenza.

Le analisi svolte nel terzo capitolo hanno evidenziato la prevalenza della strategia di M&A, che rappresenta più della metà delle "exit" citate, seguita dalla partecipazione di fondi di venture capital e private equity e dalla IPO, sostanzialmente a pari merito. La strategia del buy-back non è risultata invece consistente in termini numerici.

Lo studio ha poi evidenziato le connessioni delle "exit strategies" con fattori quali: percentuale di equity offerta, target di finanziamento richiesto, "time to exit" e presenza di "comparables".

In particolare, è emerso come l'equity offerta non sia un elemento determinante nella valutazione delle differenze tra le diverse strategie, mentre, per quanto riguarda il finanziamento richiesto, esso risulta più elevato in caso di IPO e, successivamente, di coinvolgimento dei fondi di venture capital e private equity.

Il "time to exit" si attesta su valori tendenzialmente bassi per tutte le "exit" analizzate, ed il numero di "comparables" appare maggiore laddove sia citata una IPO come possibile strategia.

Focalizzando l'attenzione sulle singole strategie, è possibile affermare che l'acquisizione strategica, unitamente alla fusione e partnership, risulta essere la più importante in termini numerici, ed è caratterizzata da valori medi di

finanziamento richiesto e “time to exit” simili alle altre strade, presentando inoltre un numero di “comparables” citati inferiore alla IPO.

Si presenta come un’opportunità evidentemente appetibile per gli investitori, che non richiede particolari sforzi nell’attrarre soggetti interessati, trattandosi questi ultimi di società già operanti nel settore, ed in grado di valorizzare le potenzialità del business.

La IPO risulta inferiore numericamente rispetto alla M&A, ed è la strategia nella quale si registra il più alto target di finanziamento richiesto ed il maggior numero di “comparables”, in quanto si configura come la via più ardua da percorrere per i progetti, a causa degli orizzonti temporali limitati, come confermato dai dati sul “time to exit”, e della necessità di attirare investitori sul mercato borsistico, più difficili da raggiungere rispetto ad investitori strategici quali le aziende del settore.

La numerosità delle imprese comparabili è probabilmente determinata dalla necessità di applicazione del metodo dei multipli, sovente utilizzato al fine di determinare il prezzo delle azioni in ottica di una imminente quotazione.

La partecipazione di fondi di venture capital e private equity si pone come alternativa all’acquisizione strategica, essendo simile ad essa per caratteristiche, ma nettamente inferiore per numero di citazioni ricevute dai progettisti. Presenta finanziamenti superiori alla strategia di M&A, secondi soltanto alla IPO, ed un numero di “comparables” leggermente inferiore alla media.

Infine, il buy-back ha prodotto i valori più bassi per quanto riguarda le citazioni ottenute, soltanto nove, il finanziamento richiesto, pari mediamente a 125'000 £, ed il numero di “comparables”. Sostanzialmente, i dati ricavati risentono in maniera consistente della scarsa numerosità di progetti ascrivibili alla suddetta strategia, che non è stata valutata in maniera soddisfacente per garantire l’attendibilità degli esiti.

La distribuzione dei dividendi è stata di fatto esclusa dalle analisi incrociate svolte nell'ultima parte del testo per la sua natura, che la rende difficilmente ascrivibile alla categoria delle "exit" al pari degli altri obiettivi.

Con le presenti considerazioni si può ritenere completo lo studio delle "exit strategies" per quanto riguarda i progetti analizzati nell'ambito dell'equity crowdfunding.

Bibliografia

Ahlers G. K. C. , Cumming D. , Gunther C. , Schweizer D. ; Signaling in Equity Crowdfunding; Entrepreneurship Theory and Practice; 2015

Borsa Italiana; Guida alla valutazione: Listing Guides; London Stock Exchange Group; 2004

Brunello A. ; Il Manuale del Crowdfunding; LSWR; Milano; 2014

Colombo G. , Franzoni C. , Rossi-Lamastra C. ; Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding; Entrepreneurship Theory and Practice; 2015

Cumming D. , MacIntosh J. G. ; A Cross-Country comparison of full and partial Venture Capital Exit Strategies; Law and Economics Research Paper No. 01-04; 2002

Lerro A. M. ; Equity Crowdfunding: Investire e finanziare l'impresa tramite Internet; Gruppo 24 Ore; Milano; 2013

Mollick E. , Nanda R. ; Wisdom or Madness? Comparing Crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts; Management Science; Articles in Advance; 2015

Mollick E. ; The dynamics of crowdfunding: An exploratory study; Journal of Business Venturing Vol. 29 No. 01-16; 2013

Munari F. , Sobrero M. ; Innovazione tecnologica e gestione d'impresa: la gestione dello sviluppo prodotto; il Mulino; Bologna; 2004

Munari F. , Toschi L. ; Assessing the impact of public venture capital programmes in the United Kingdom: do regional characteristics matter? ; Journal of Business Venturing Vol. 30 No. 02; 2014

Pais I. , Peretti P. , Spinelli C. ; Crowdfunding: la via collaborativa all'imprenditorialità; Egea; Milano; 2014

Sitografia

Anderson C. ; The Long Tail; www.thelongtail.com/the_long_tail; 2004

Arienti M. ; Startup: cos'è la exit strategy? ; www.startup-news.it/exit-strategy-come-funziona; 2014

Crowdcube; www.crowdcube.com

Fiori A. ; Valutazione d'azienda con il metodo dei Multipli; www.angelifiori.it/valutazioni-dazienda-con-metodi-dei-multipli; 2014

Italian Angels for Growth; Start-up: l'importanza di una valutazione pre-money; www.italianangels.net/2016/02/24/startup-importanza-corretta-valutazione-pre-money; 2016

Johnson J. ; “Which way is the Exit?” How will Equity Crowdfunders exit their investments? ; Crwodfunding ROI Pt. 2 – How will investment crowdfunders make their money back? ; www.crowdexpert.com/articles/investment-crowdfunding-roi-2; 2014

Wikipedia; www.wikipedia.com