

ALMA MATER STUDIORUM · UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

SCUOLA DI SCIENZE

Corso di Laurea Triennale in Informatica per il management

**Come un Venture Capitalist effettua la
valutazione aziendale di una Startup ICT
Web based**

Tesi di Laurea in Strategia aziendale

Relatore:
Chiar.mo Prof.
Edoardo Mollona

Presentata da:
Daniele Tognetti

Sessione I
Anno Accademico 2012/2013

“Il successo é l’abilitá di passare da un fallimento all’altro senza perdere il tuo entusiasmo”.

- Winston Churchill

Indice

Introduzione	vii
1 La Startup	1
1.1 Prefazione	1
1.2 Le Startup in Italia	4
1.3 Panorama delle Startup	5
2 Il Business Plan	7
2.1 Introduzione	7
2.2 Elementi di un Business Plan	9
3 Come finanziare una Startup	15
3.1 Introduzione	15
3.2 Fasi evolutive del fabbisogno finanziario	16
3.3 Investitori istituzionali e Venture Capital	18
3.4 Investitori non istituzionali	19
4 Come un Venture Capitalist valuta una Startup	21
4.1 Introduzione	21
4.2 Il questionario	22
4.3 investitori intervistati	23
4.4 risultati di un'analisi empirica	27
4.5 Il caso H-FARM	32
4.6 risultati interviste	34

Conclusioni	47
Ringraziamenti	49
Bibliografia	51

Elenco delle tabelle

4.1	Legenda soggetti intervistati	34
4.2	Risposte domanda 1	35
4.3	Risposte domanda 2	36
4.4	Risposte domanda 3	36
4.5	Risposte domanda 4	37
4.6	Risposte domanda 5	38
4.7	Risposte domanda 6	39
4.8	Risposte domanda 7	40
4.9	Risposte domanda 8	41
4.10	Risposte domanda 9	42
4.11	Risposte domanda 10	44

Introduzione

In Italia il panorama delle “Startup” é in continua evoluzione. In questa Tesi mi sono proposto di studiare il fenomeno di queste giovani imprese innovative, concentrandomi, in particolare, su quelle che operano nel campo delle tecnologie informatiche e nel web. La mia analisi si sofferma sulla fase di ricerca di finanziamenti, momento di vitale importanza in quanto riuscire ad acquisire nella fase iniziale risorse finanziarie é indispensabile per la sopravvivenza e il successo di un’impresa .

Per svolgere questa Tesi ho effettuato numerose ricerche e interviste ai “Venture Capitalist” e “Business Angel”, figure di massima rilevanza nel mondo degli investimenti nel capitale di rischio. In particolare, il mio obiettivo é stato quello di comprendere in che modo i Venture Capitalist valutano le Startup ICT web-based e quali sono gli elementi chiave che cercano e valutano in esse.

La tesi é suddivisa nel seguente modo:

- Introduzione al concetto di Startup e al panorama italiano di questo tipo di impresa.
- Cos’è e com’è strutturato un Business Plan.
- A chi può rivolgersi una Startup alla ricerca di finanziamenti.
- Chi sono e come operano i Venture Capitalist e i Business Angel.
- Analisi empirica su come i Venture Capitalist effettuano la valutazione aziendale di Startup ICT operanti nel Web.

Capitolo 1

La Startup

1.1 Prefazione

In ambito economico con il termine “start-up” si intende il periodo durante il quale si avvia un’impresa; in inglese indica appunto il verbo “lanciare”, “avviare”, in un contesto particolare, l’avvio di una nuova impresa; con quanto detto sopra é anche noto identificare la cosiddetta “Start-up company”. [1]

“A startup is an organization formed to search for a repeatable and scalable business model”

“Una startup é un’organizzazione creata per la ricerca di un modello di business ripetibile e scalabile¹” [2]

In Italia il 19 dicembre 2012 é entrato in vigore il Decreto Legge “Crescita 2.0” [3] con il quale il Governo ha adottato una normativa per lo sviluppo e la crescita del Paese; in particolare la Sezione IX é dedicata ad una nuova tipologia di impresa, la “Startup innovativa”.

¹Scalabilitá é la possibilitá di crescita di un business (in termini di ricavi, utenti, clienti) mediante l’utilizzo di risorse aggiuntive (investimenti, cassa, risorse umane, infrastruttura) ad un costo incrementale decrescente.

Il registro delle imprese riconosce come Startup una società di capitali di diritto italiano, costituita anche in forma cooperativa, o società europea avente sede fiscale in Italia, che risponde a determinati requisiti e ha come oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico. Da ciò si può evincere la principale differenza tra una Startup e un'impresa "normale", i motivi che hanno portato al riconoscimento di questa particolare categoria di imprese sono:

- Favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico e l'occupazione, in particolare giovanile.
- Contribuire allo sviluppo di nuova cultura imprenditoriale, alla creazione di un contesto maggiormente favorevole all'innovazione.
- Promuovere maggiore mobilità sociale e attrarre in Italia talenti, imprese innovative e capitali dall'estero.

Tutte le società di Capitali in possesso dei requisiti entro il termine fissato dalla legge, possono diventare Startup innovative e quindi essere iscritte alla sezione speciale del Registro delle Imprese. [4]

Come scritto nel rapporto della Task Force sulle Startup "Restart, Italia", istituita dal ministro dello sviluppo economico, le Startup italiane, per essere tali, devono soddisfare i seguenti criteri:

- Essere detenute direttamente e almeno al 51% da persone fisiche, anche in termini di diritti di voto.
- Svolgere attività d'impresa da non più di 48 mesi.
- Avere un fatturato non superiore ai 5 milioni di euro.
- Non distribuire utili.
- Avere come oggetto sociale lo sviluppo di prodotti o servizi innovativi, ad alto valore tecnologico.

- Avvalersi di una contabilità trasparente che non preveda l'uso di una cassa contanti, fatte salve le spese legate ai rimborsi.

Tra tutti, il criterio piú qualificante che permette di identificare una Startup é quello di “innovazione”, si tratta infatti di imprese innovative, che rispetto a tutte le nuove imprese che nascono nel nostro Paese si differenziano per questo concetto, difficilmente determinabile e che non presenta un'unica forma; in questo contesto imprenditoriale, il concetto é quello di innovazione tecnologica.

A livello europeo non esiste una definizione unica di Startup, ma é possibile rintracciare nella normativa e nelle politiche comunitarie alcuni elementi utili per capire come Bruxelles abbia affrontato il nodo della dimensione “innovativa” delle nuove imprese.

Il riconoscimento del carattere di “impresa innovativa” avviene sulla base del fatto che lo Stato membro puó dimostrare, attraverso una valutazione eseguita da un esperto esterno, in particolare sulla base di un Business Plan²:

- Che l'impresa in un futuro prevedibile svilupperá prodotti, servizi o processi tecnologicamente nuovi o sensibilmente migliorati rispetto a quelli attuali.
- Che comportano un rischio di insuccesso tecnologico o industriale.
- Che le spese di ricerca e sviluppo devono rappresentare almeno il 15% del totale delle spese operative.

In definitiva, grazie al decreto legge Crescita 2.0 e quindi all'introduzione nel nostro ordinamento di disposizioni in materia di giovani, innovazione e nuova impresa che sono guardate dagli investitori con grande interesse e aspettativa, le opportunità che possono derivare dalla loro attuazione nel contesto italiano sono decisamente maggiori.

Come recita il primo comma dell'art. 25 del Decreto:

²Il Business Plan é un documento, strutturato secondo uno schema preciso e rigido, che sintetizza i contenuti e le caratteristiche del progetto imprenditoriale (business idea).

“le disposizioni intendono contestualmente contribuire allo sviluppo di nuova cultura imprenditoriale, alla creazione di un ecosistema maggiormente favorevole all’innovazione, così come a promuovere maggiore mobilità sociale e ad attrarre in Italia talenti e capitali dall’estero.”

1.2 Le Startup in Italia

Come segnalato dal rapporto di “Mind the Bridge Foundation³” del 2012, in Italia, la Startup come categoria di impresa non é censita, é quindi difficile avere una stima esatta del suo panorama e sviluppo, non é infatti possibile compiere analisi strutturali del fenomeno Startup anche perché presentano una serie di fattori dinamici specifici, come ad esempio gli elevati tassi di nascita e mortalità che determinano continui cambiamenti al panorama attuale. Esistono comunque diversi modi per mappare e quantificare l’universo delle Startup; uno di questi é basarsi sulle richieste di finanziamento ai principali fondi di investimento. Il Venture Capital Hub⁴ raccoglie volumi di 800/1000 richieste di finanziamento all’anno e questi volumi possono essere visti come dei nuovi progetti imprenditoriali.

In molti casi le Startup vengono formalmente costituite solo dopo la validazione della business idea e, in alcuni casi, dopo aver trovato i capitali per la sua realizzazione. Per questo motivo il 59% é rappresentato da progetti di impresa non ancora “strutturati” e costituiti come società; questi progetti prendono appunto il nome di “wannabe Startup”, termine che indica una Startup operativa ma non ancora costituita. Quanto detto sopra dimostra quanto sia difficile trovare i capitali necessari alla costituzione di una Startup; la ricerca di investitori, quindi di capitali é per questo una fase molto importante per la nascita e sopravvivenza dell’impresa.

Le giovani imprese già costituite in forma societaria, con età media di 1-2 anni, rappresentano il 36% del totale, mentre il 5% é composto da corporate

³Mind the Bridge é un acceleratore di Startup e fondo di investimenti, con sede a San Francisco (CA)

⁴Rete italiana di investitori

spin-off, ovvero nuovi progetti avviati da aziende già esistenti, costituite per affiancare e supportare processi di innovazione e diversificazione della propria attività.

Il maggiore campo di operatività delle Startup italiane è rappresentato dal web (49,1%) e dalle ICT⁵ (21,8%) che compongono circa il 70% delle Startup italiane, mentre le restanti si concentrano su consumer product e altri ambiti. [5]

Osservando questi dati, si può notare come il web sia il business prevalente e quindi anche il canale più utilizzato dalle giovani imprese italiane.

1.3 Panorama delle Startup

Mind the Bridge nel suo rapporto del 2012, rileva che in Italia il maggior numero di Startup già costituite sotto forma di imprese è localizzata al Nord (52%) e al Centro Italia (21%), nel Sud e nelle Isole il numero è inferiore (16%) ma in crescita rispetto al 2011. In definitiva, del migliaio di Startup attive monitorate, un quarto si colloca in Lombardia, regione che risulta decisamente la più prolifica.

A luglio 2013, come riportato nel progetto StartupPeople dell'Associazione Indigeni Digitali⁶, le Startup costituite pubblicate sono 603; il progetto Startup People è pensato per dare agli startupper italiani la possibilità di far conoscere la propria impresa, condividere le proprie esperienze e permettere una analisi delle strutture e delle relazioni sociali. La loro è la prima mappa delle Startup in Italia; questa mostra che ad oggi, la regione con il maggior numero di giovani imprese innovative è la Lombardia, che ne conta 132, successivamente il Lazio con 96 e l'Emilia Romagna con 61, a seguire Veneto

⁵ICT: Information and Communication Technology

⁶Indigeni Digitali, in collaborazione con Il blog La Nuvola del Lavoro del Corriere della Sera, sta lanciando il progetto Startup People, pensato per dare agli startupper italiani la possibilità di far conoscere la propria Startup e permettere una analisi delle strutture e delle relazioni sociali.

(46) e Piemonte con 42 Startup. Le città piú prolifiche del panorama italiano risultano essere Roma, che presenta 82 Imprese innovative, Milano (80), Torino (32) e Bologna con 22. [6]

La geografia dell'innovazione vede a livello mondiale una ventina di poli di attrazione, L'ultima frontiera americana é anche il luogo originario di questa nuova geografia: dal centro di Silicon Valley, gli ecosistemi generativi di startup si estendono lungo la costa americana del Pacifico, a nord verso Seattle e Vancouver, a sud verso Los Angeles e Santiago. Intanto, dall'altra parte dell'Oceano si sviluppano Sydney e Melbourne, ecosistemi della nuova frontiera tra l'occidente anglofono e l'Asia, dove Bangalore e Singapore hanno già raggiunto un'indiscutibile massa critica. A est della Silicon Valley, superati i poli di postindustriali di Chicago, Waterloo e Toronto, si arriva agli ecosistemi atlantici di Boston, New York, Sao Paolo, Londra, per scoprire in Europa e nel Mediterraneo i poli innovativi di Berlino, Parigi, Mosca e Tel Aviv. [7]

Capitolo 2

Il Business Plan

2.1 Introduzione

Il Business Plan é un documento che descrive un progetto imprenditoriale futuro, in cui sono definite le principali scelte strategiche ed operative, le prospettive economiche e il fabbisogno finanziario connessi al progetto. [8] A differenza di altri strumenti di pianificazione quali i budget o piani industriali, il Business Plan presenta delle specificit :

- Presenta una parte qualitativa (contesto competitivo, del mercato, sistema di offerta) e una quantitativa (revenue model, struttura costo, investimenti necessari, finanziamenti previsti).
- Non viene redatto regolarmente (es. Documento di budget), ma quando serve, ad esempio quando si intraprende una nuova iniziativa imprenditoriale o per modificare significativamente il business attuale dell'impresa.
- Presenta un orizzonte temporale di 3-5 anni e un livello di dettaglio inferiore al Budget; non contiene obiettivi mensili ma punta a capire se il business proposto potr  essere, almeno una volta arrivato a regime, economicamente conveniente e sostenibile dal punto di vista finanziario. Troppi dettagli rendono difficile la comprensione della struttura

economica aziendale del business, gli elementi di criticità, la visione d'insieme del progetto.

- Il Business Plan non riguarda tutti i business aziendali (es. Piani industriali) ma lo specifico business in fase di cambiamento strategico.

Il processo di Business Planning consente di passare da una prima idea imprenditoriale, probabilmente piena di incongruenze e punti oscuri, a un modello di business¹ ben congegnato, fondato sulla comprensione del mercato e del contesto competitivo. Una volta che il progetto sarà decollato con successo, le capacità di Business Planning aiutano a mantenere l'impresa al passo coi tempi.

“I Business Plan possono essere visti come delle “istantanee” che fotografano lo stato del progetto in vari stadi di sviluppo e del modello di business”. [9]

Considerate le sue molteplici finalità il Business Plan è uno strumento utile per tutte le aziende, sia che esse si trovino in una fase di start-up, sia che operino in contesti più maturi o in crescita.

Tra le diverse finalità del Business Plan, l'AIFI² sintetizza in una sua guida le seguenti: [10]

- Fornire un indirizzo strategico univoco alle diverse funzioni aziendali.
- Essere uno strumento di controllo da parte degli azionisti sull'operato del management.
- Essere uno strumento di incentivazione del management basato sul raggiungimento degli obiettivi indicati nel piano.

¹Il modello di business è modo in cui un'azienda crea, fornisce e acquista valore. Il valore può essere economico, sociale o di altre forme ed è funzione dello scopo dell'impresa. La definizione del modello di business è un'importante strumento per permettere al management dell'impresa di identificare e gestire le principali dinamiche interne ed esterne che influiscono sul business dell'azienda. (A. Osterwalder, Y. Pigneur, A. Smith (2010), Business Model Generation, auto-pubblicato)

²L'AIFI è Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

- Fornire le informazioni necessarie per permettere a terzi di investire nell'azienda sotto forma di capitale di rischio.

Spesso la ragione per cui si scrive un Business Plan é quella di presentare un progetto a terze parti, come enti pubblici, possibili finanziatori o partner; l'obiettivo perseguito é quindi l'ottenimento di risorse, spesso di tipo finanziario ma anche umane o relazioni di tipo strategico.

Nel caso di una Startup, siccome l'ottenimento di risorse finanziarie é fondamentale, in particolare nella sua fase iniziale, altrettanto fondamentale é la stesura di un Business Plan ben strutturato; questo servirá in primo luogo a pianificare al meglio tutte le attività aziendali e successivamente a presentare l'idea ai finanziatori, che valuteranno il piano di business e il Team che compone l'azienda stessa.

2.2 Elementi di un Business Plan

Come descritto dalla guida alla realizzazione di un Business Plan pubblicata dall'AIFI, gli elementi principali che lo compongono sono:

- L'Executive Summary
- La società
- I prodotti
- L'analisi del settore
- L'analisi di mercato
- La strategia di marketing
- La struttura del management
- Il piano di realizzazione

- I capitali necessari
- Le informazioni finanziarie

L'Executive Summary rappresenta la sintesi del progetto imprenditoriale futuro. É una sezione fondamentale del Business Plan, la cui lettura da parte di un potenziale investitore/lettore determinerá la volontà o meno di proseguire nell'approfondire l'intero documento. Dovrebbe riportare in modo chiaro e conciso le informazioni di maggiore rilievo sull'azienda e sui traguardi da raggiungere in termini economici e finanziari.

La societá. Questa sezione descrive in quale settore opera l'azienda, quali sono gli obiettivi della societá, quali sono i fattori critici di successo³, se si intende capitalizzare su ciò che in passato si é rivelato un fattore di successo oppure se si desidera avviare linee di business alternative o complementari basate su nuove competenze o su un diverso utilizzo delle vecchie; in fine i punti di forza e debolezza.

I prodotti. Sezione dedicata alla descrizione e presentazione approfondita dei prodotti/servizi attuali e ai piani per il futuro. É consigliabile specificare se i prodotti/servizi sono pronti per l'immissione sul mercato o, in caso contrario, indicare il time to market (tempo necessario al lancio del prodotto sul mercato).

É utile descrivere se il prodotto/servizio della societá é coperto da brevetto o possiede altre caratteristiche che ne indicano la proprietá (marchi registrati, ecc.), quali caratteristiche distintive presenta e quali vantaggi competitivi possiede nei confronti dei competitor.

Dovranno essere indicati anche quali sono i prezzi di vendita, i costi e il margine di contribuzione di ciascuna linea di prodotto/servizio, é utile indicare anche com'è composto l'attuale portafoglio clienti (sia utenti diretti sia finali)

³I fattori critici di successo sono quegli elementi contraddistintivi che permettono il raggiungimento degli obiettivi aziendali.

e qual é la catena del valore della nostra offerta.

L'Analisi del Settore. Il fine di questa sezione é spiegare il modo in cui i prodotti/servizi daranno alla societá un vantaggio competitivo sostenibile nel mercato. Le informazioni principali da inserire riguardano: quali sono le dimensioni, le barriere all'entrata, la fase di sviluppo e la natura competitiva del settore; in che modo i cambiamenti macroeconomici influenzano il settore e che ruolo svolgono l'innovazione e il cambiamento tecnologico all'interno di esso.

L'Analisi del mercato. Tema della concorrenza e posizionamento della societá rispetto agli altri player; evidenzierà le reali opportunità per la societá di raggiungere gli obiettivi prefissati. Un'analisi di mercato soddisfacente dovrà contenere almeno le risposte alle seguenti domande:

- Qual é il mercato target e la clientela specifica attuale (tenendo presente che non necessariamente coincidono)?
- Che dimensioni ha il mercato target (storico, attuale e previsto)?
- In che modo si può segmentare il mercato target?
- In che fase economica si trova il mercato target?
- Chi sono i concorrenti? (Dimensione relativa, punti di forza e di debolezza, quota di mercato, reputazione, prospettive)
- Chi sono i clienti e quali sono le loro preferenze di prodotti/servizi e le loro motivazioni all'acquisto?
- Quali sono le vendite, i margini della societá suddivisi per segmento di mercato (attuali e previsti)?
- Qual é la quota di mercato attuale e prevista della societá?

La Strategia di marketing. Dopo aver effettuato un'analisi del mercato, si passa all'approfondimento dei metodi di distribuzione dei prodotti/servizi e alle strategie necessarie a tal fine.

Per organizzare le operazioni di marketing vengono utilizzate le informazioni ottenute tramite l'analisi del mercato, informazioni relative ai segmenti selezionati all'interno del mercato target e ai gruppi di clienti a cui la società si rivolge e alla concorrenza.

Oltre a queste informazioni, è utile indicare quanto si prevede di investire in pubblicità e pubbliche relazioni quali saranno i canali privilegiati per questo genere di investimenti. Qual è la modalità di vendita e quali canali distributivi si servirà la società.

La struttura del management. Agli occhi dell'investitore, la presenza di un management solido è assolutamente fondamentale, è quindi altrettanto fondamentale dare risalto alle esperienze del team di management; una buona esperienza può ridurre il rischio tipico delle attività di impresa, in particolare nel caso delle startup.

Questa sezione deve contenere le seguenti informazioni:

- Presentazione dei componenti del management con titoli di studio, specializzazioni, esperienze e successi.
- Responsabilità funzionali dei membri del team.
- Funzioni ancora da assegnare e tempi previsti per completare la struttura funzionale.
- Consiglio di amministrazione descrivendone ciascun membro.

Il piano operativo. All'interno di esso vengono descritte le azioni e le attività, suddivise per funzione aziendale, necessarie per raggiungere gli obiettivi della società. È necessario includere la tempistica di ogni attività pianificata, indicando i tempi d'inizio e di fine attività. Le azioni chiave possono essere rappresentate da:

- Ricerca e sviluppo.
- Strutture richieste.
- Fabbisogno di risorse umane.
- Investimenti necessari.
- Analisi dei costi(fissi, variabili, semi-variabili).

Capitali necessari. Sezione fondamentale per i potenziali investitori, in quanto indica l'esborso finanziario richiesto. Le informazioni principali che un investitore necessita sono:

- Qual é l'importo totale dei fondi necessari al piano di sviluppo e qual é l'importo richiesto dalla società all'investitore finanziario.
- Per il finanziamento sotto forma di capitale di rischio, quale percentuale della società s'intende cedere e a quanto ammonta il tasso di rendimento implicito e la strategia di uscita proposti agli investitori (es. buy-back⁴, offerta al pubblico, vendita)?
- Per il finanziamento sotto forma di debito, qual é il tasso d'interesse proposto dalla società e quali sono i tempi di rimborso?

Le informazioni finanziarie. Per quanto riguarda le informazioni finanziarie, é consigliabile presentare proiezioni quinquennali: mensili per il primo e secondo anno e semestrali per i successivi tre.

Le informazioni prospettiche da presentare sono: conto economico, stato patrimoniale, flusso di cassa. Devono essere fornire un indicatore fondamentale dell'ammontare dei finanziamenti esterni necessari per la realizzazione della strategia.

⁴Il buy-back é l'operazione di acquisto di azioni proprie da parte di una società per azioni.

Le informazioni finanziarie dovranno anche includere un elenco delle assunzioni piú significative adottate in ogni singola sezione o in tutte le proiezioni finanziarie.

Saranno inclusi i principali indici finanziari confrontati con le medie della concorrenza e del settore. Gli indici chiave comprenderanno il rapporto attuale fra le passività totali e il patrimonio netto, il rendimento del capitale investito e il punto di pareggio.

Capitolo 3

Come finanziare una Startup

3.1 Introduzione

Durante il percorso di start-up, accanto alla formulazione di una solida idea di business, diviene di fondamentale importanza accertarsi della disponibilità delle risorse finanziarie necessarie a sostenere l'intero progetto. Esiste per le Startup un vero e proprio financial gap¹, connesso alle caratteristiche stesse di tali imprese; di conseguenza è importante che l'imprenditore acquisisca piena consapevolezza degli ostacoli di natura finanziaria e degli strumenti per superare tale gap.

L'avvio di un'esperienza imprenditoriale ha fortissime implicazioni finanziarie, le quali non necessariamente si concentrano in misura preponderante nella fase iniziale, ma sicuramente emergono ed evolvono durante le fasi del suo ciclo di vita. Per gli imprenditori è quindi richiesta la capacità di conoscere o quantomeno quantificare in anticipo, il fabbisogno finanziario aziendale iniziale e prospettico; stimare la propria abilità nell'attrarre e mobilitare autonomamente risorse finanziarie e valutare il maggior numero di fonti di finanziamento disponibili sul mercato. Oltre alla criticità della funzione di ricerca di capitali per una Startup, è necessario assicurare anche un equilibrio

¹Differenza tra il finanziamento totale necessario per una proposta e la quantità di fondi già messi a disposizione.

finanziario sostenibile nel tempo. [11]

Il finanziamento di una Startup può avvenire con interlocutori, modalità e tempi diversi, variabili in funzione dello stadio di sviluppo nel quale si trova l'impresa.

Nella fase iniziale del progetto, saranno da finanziare principalmente le attività di ricerca e sviluppo, analisi di mercato, scelta dei collaboratori e pianificazione delle attività. Il passo successivo sarà il finanziamento dei cosiddetti investimenti strutturali finalizzati alla capacità produttiva (attrezzature, impianti, macchinari, immobili) e di quelli necessari ad assicurare l'operatività aziendale, come l'attivazione della funzione commerciale e amministrativa. Alle diverse fasi di vita dell'impresa, corrispondono diverse attività da finanziare, fabbisogni da affrontare e fonti di finanziamento disponibili. [12]

3.2 Fasi evolutive del fabbisogno finanziario

L'evoluzione del fabbisogno finanziario può essere rappresentato tramite 5 fasi chiave:

- Fase di pre-seed.
- Fase di seed.
- Fase di avvio (start-up).
- Fase di espansione iniziale (early growth).
- Stadio di sviluppo sostenuto (sustained growth).

Le fonti a disposizione di una Startup sembrano seguire una gerarchia finanziaria, partendo dalla fase di pre-seed fino allo stadio di sviluppo sostenuto.

La fase di pre-seed è il periodo nel quale l'imprenditore studia la fattibilità del progetto, dove le incertezze relative agli sviluppi futuri dell'idea imprenditoriale sono ai livelli massimi e dove le risorse finanziarie esterne

sono molto difficili da ottenere. L'idea d'impresa é generalmente poco piú che abbozzata, il volume delle vendite é pari a zero, cosí come l'intensitá di capitale. Generalmente durante il periodo di concepimento dell'idea innovativa i vincoli finanziari sono stringenti e determinano il ricorso a forme di finanziamenti informali che provengono dalle risorse personali dell'imprenditore (autofinanziamento) o da famiglia ed amici.

La fase seed rappresenta il momento nel quale si verifica il concepimento dell'idea innovativa; si contraddistingue per un'elevata incertezza dei risultati prospettici e per un fabbisogno finanziario contenuto, generalmente limitato all'esborso necessario alla valutazione tecnico-economica del progetto di investimento.

La fase di Avvio (start-up) rappresenta il momento in cui la Startup viene sottoposta al mercato. Questa fase é sempre accompagnata da un elevato grado di aleatorietá circa le probabilitá di successo dell'idea innovativa. L'avvio é caratterizzato da un elevato fabbisogno finanziario a cui si contrappone, nella fase iniziale, una sostanziale assenza di ricavi (inesistenza di un cash flow iniziale) associata ad una crescente intensitá di capitale. Il fabbisogno finanziario é necessario per proseguire le attivitá di ricerca o studi di fattibilitá, sviluppare software, costruire piattaforme tecnologiche e sostenere spese per avviare le prime attivitá in marketing.

La fase di espansione iniziale (early growth) vede gradualmente abbassarsi l'esposizione al rischio operativo mantenendo comunque un fabbisogno finanziario elevato connesso all'esigenza di sviluppare una rete distributiva capillare sul mercato. Gli elevati tassi di crescita del fatturato di questa fase, consentono un incremento del margine di autofinanziamento pur non sufficiente a coprire integralmente il fabbisogno finanziario.

Lo stadio di sviluppo sostenuto (sustained growth) é caratterizza-

to da un rischio operativo decisamente piú contenuto, l'impresa aumenta la propria capacità di generare risorse interne grazie al suo elevato tasso di crescita del fatturato. In questa fase, il fabbisogno finanziario é proporzionale alla crescita del fatturato, poiché l'intensità di capitale tende a stabilizzarsi ad un livello solitamente inferiore rispetto a quelli iniziali. Superate le fasi critiche dell'avvio e della crescita, durante la fase della stabilità generalmente le imprese tendono a diversificare le fonti di finanziamento, indirizzandosi verso strumenti finanziari piú complessi, in quanto le asimmetrie informative si riducono e l'impresa ha guadagnato una reputazione soddisfacente per operare sui mercati finanziari.

3.3 Investitori istituzionali e Venture Capital

Nel mondo della finanza esistono diversi tipi di investitori; analizzando il panorama specifico delle Startup si nota che la forma principale di finanziamento é rappresentata dal "capitale di rischio"; con il termine "investimento istituzionale nel capitale di rischio" s'intende l'apporto di risorse finanziarie da parte di operatori specializzati, sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni, per un arco temporale medio-lungo. Congiuntamente ai mezzi finanziari, l'investitore istituzionale offre esperienze professionali, competenze tecnico-manageriali e una rete di contatti con altri investitori e istituzioni finanziarie. [13]

L'investitore istituzionale nel capitale di rischio é a tutti gli effetti un socio temporaneo dell'azienda nella quale investe; il suo interesse é quello di monetizzare il proprio investimento realizzando un guadagno attraverso la vendita della partecipazione, una volta raggiunti gli obiettivi prefissati.

L'investimento istituzionale nel capitale di rischio, nella sua globalità é definito "attività di private equity" ed é rappresentato principalmente dal **Venture Capital**, un'attività volta al finanziamento delle fasi di avvio di un'impresa.

Il venture capitalist si distingue dalle altre categorie di finanziatori per l'innovativa filosofia d'investimento; egli non mira mai ad assumere il controllo delle imprese partecipate o di aumentare la sua quota di partecipazione, per definizione é un socio temporaneo dell'impresa e il suo obiettivo é il completamento del progetto finanziato, al fine di consentire la remunerazione del capitale investito e il conseguente smobilizzo dell'investimento.

L'ingresso di un venture capitalist nella compagine societaria di un'impresa determina una serie di cambiamenti relativi all'organizzazione, alla pianificazione e allo sviluppo dell'informativa aziendale:

- Sviluppo dei sistemi di comunicazione, ai fini della trasparenza e del miglioramento qualitativo delle informazioni, quali la preparazione di relazioni periodiche relative alle performance dell'impresa.
- Introduzione di sistemi di budgeting e di controllo di gestione.
- Separazione tra patrimonio familiare e patrimonio aziendale.

Alcuni dei vantaggi sono:

- Possibilitá di sviluppo attraverso acquisizioni, fusioni, joint venture con altre imprese razionalizzazione della struttura societaria.
- Possibilitá di liquidazione di soci desiderosi di uscire dalla societá, senza sottrarre risorse alla societá.
- Accrescimento del potere contrattuale della societá e potenziamento dell'immagine aziendale presso altri finanziatori (banche e mercato finanziario).

3.4 Investitori non istituzionali

Il "Business Angel" é un investitore informale non istituzionale che, mediante la ricerca diretta e autonoma, apporta capitale proprio ad una o piú Startup o ad altre imprese con forte potenziale di crescita, diventandone cosí

azionista ed assumendo una responsabilità nell'azienda. In particolare grazie alla sua natura imprenditoriale, alla sua esperienza manageriale, alla rete di contatti e al patrimonio personale, esso é in grado di agevolare l'avvio e sviluppo di nuove iniziative economiche.

I Business Angel, nel contribuire alla crescita delle aziende in cui investono, sono mossi sia da considerazioni economico/patrimoniali, sia da motivi di soddisfazione professionale e personale. Essi, disponibili a mantenere la loro partecipazione nel medio/lungo periodo, hanno il fine ultimo dichiarato di realizzare il proprio investimento tramite la cessione della loro interessenza² con profitto.

É previsto che gli "Angeli" si organizzino in reti locali, conosciute come B.A.N. (Business Angels Network); questi network sono delle strutture permanenti che consentono ai Business Angel di incontrare imprenditori alla ricerca di capitale e di competenze manageriali. [14]

L'early stage financing³ può essere molto remunerativo ma é certamente rischioso; per un Angel Investor é quindi fondamentale diversificare i propri investimenti. I B.A.N. permettono l'aggregazione di Angel Investor in organizzazioni che consentano loro di condividere opportunità di investimento, rendere efficiente la selezione dei progetti più promettenti, avere all'interno del gruppo competenze specifiche su più comparti economico/industriali, effettuare due diligence⁴ approfondite con il concorso dei soci competenti nella materia trattata, distribuire i propri investimenti tra un maggior numero di iniziative riducendo l'impegno economico personale per ciascuna di esse ed avere la certezza dell'impegno di almeno un Angel competente in ciascuna azienda in cui investono. [15]

²Partecipazione agli utili di un'impresa o di un singolo affare

³fase di finanziamento che comprende le fasi di seed e start-up dell'impresa

⁴processo investigativo che viene messo in atto per analizzare valore e condizioni di un'azienda, o di un ramo di essa, per la quale vi siano intenzioni di acquisizione o investimento

Capitolo 4

Come un Venture Capitalist valuta una Startup

4.1 Introduzione

La fase principale della mia tesi é rappresentata dallo studio e analisi del processo di valutazione aziendale di una Startup da parte dei Venture Capitalist, con un focus sulle Startup ICT web-based.

Lo studio si é basato sui risultati ottenuti da un'analisi empirica di dati raccolti tramite interviste da me effettuate ad alcune delle principali realtà italiane di venture capital.

Il percorso da me effettuato puó essere sintetizzato in 5 fasi chiave:

1. **Ricerca e studio:** fase nella quale ho effettuato ricerche e studi sul mondo degli investimenti istituzionali del capitale di rischio, focalizzandomi sul venture capital.
2. **Preparazione dell'intervista:** ho creato l'intervista formulando 10 domande base, trattando gli argomenti e i fattori critici che ho reputato di maggior interesse per analizzare il processo di valutazione dei fondi di venture capital.

3. **Ricerca dei contatti:** la ricerca é stata effettuata tramite il web, nel quale ho cercato i contatti dei principali fondi di venture capital e i principali network italiani di Business Angel.
4. **Raccolta interviste:** le interviste sono state effettuate tramite scambio di mail, proponendo un questionario online da me creato, e quando mi é stato possibile ponendo qualche domanda aggiuntiva.
5. **Analisi dati raccolti:** dopo aver raccolto i dati dalle interviste di un buon numero di fondi di venture capital e B.A.N., ho esaminato in maniera globale le risposte, riscontrando quali sono i fattori, le caratteristiche e le variabili principali che gli investitori valutano in una Startup ICT web-based.

4.2 Il questionario

Per effettuare le interviste, ho creato un questionario online composto da 10 domande, le tipologie di domande sono state:

- A scala di valutazione (da 1 a 5).
- A scelta multipla (con una sola risposta).
- Con caselle di testo multiple.
- Una domanda aperta.

Le domande effettuate sono le seguenti:

1. Quanto é decisivo il valore totale del mercato di riferimento (TAM - Total Addressable Market¹)?
2. Qual é la soglia minima del TAM in cui investirebbe?
3. Qual é il valore minimo di Gross Margin² che la start-up dovrà avere?

¹Il TAM indica qual é il fatturato che stanno generando tutti gli attori nel mercato di riferimento.

²Il Gross Margin (margine lordo) é la differenza fra i ricavi netti ed i costi diretti.

4. Come definisce il concetto di Scalabilità?
5. Quanto é decisiva la scalabilità della start-up in cui investirebbe?
6. Qual é l'orizzonte temporale entro cui effettuate una Exit strategy³?
7. Quale soglia minima dovrebbe avere l'IRR (Internal Rate of Return⁴)?
8. Potrebbe citare 3 skill chiave che il team deve avere per essere definito completo?
9. Potrebbe citare 3 caratteristiche del team che potrebbero precludere l'investimento nella start-up?
10. Una volta selezionata una start-up di interesse si passa alla fase di valutazione, cosa incide di piú tra strumenti Analitici e caratteristiche qualitative del team/progetto per determinare il valore della start-up?

4.3 investitori intervistati

L'elenco dei fondi di venture capital da me intervistati é il seguente:

- **Piemontech**

Piemontech é il fondo di venture capital del Distretto tecnologico piemontese, creato nel 2005, supporta lo sviluppo di impresa con investimenti compresi tra i 100 e i 400 mila euro (seed capital), acquisendo partecipazioni come socio di minoranza. La sua missione é quella di creare valore per le aziende e per il territorio, stimolando l'innovazione in Piemonte e generando ritorni finanziari proporzionati al livello di rischio.

³L'Exit Strategy é Il metodo utilizzato dai venture capitalist e da altre tipologie di investitori per "uscire" da un investimento.

⁴L'IRR o TIR (Tasso Interno di Rendimento) é un indice di redditività finanziaria di un flusso monetario. Nel caso piú comune di un investimento, rappresenta il tasso composto annuale di ritorno effettivo che questo genera; rappresenta quindi il rendimento di un investimento.

- **United Ventures**

United Ventures é una societ  di investimento italiana che si propone di scuotere l'imprenditorialit  digitale su scala globale individuando e promuovendo le innovazioni dirompenti nel settore italiano della tecnologia digitale, trasformandoli in aziende internazionali attraverso un processo di investimento proattivo.

- **Marco Magnocavallo, Boox S.r.L**

Imprenditore seriale, product manager, esperto di nuove tecnologie; negli ultimi anni ha effettuato investimenti in Startup europee e statunitensi come Fubles, Iubenda, Mumumio, Pusher, Trigger.io e Next-Digest. Dal 2011 é anche Venture Partner di Principia SGR, uno dei principali operatori italiani di venture capital.

- **H-FARM**

H-FARM é un Venture Incubator che opera a livello internazionale in ambito Web, Digital e New Media, favorendo lo sviluppo di Startup basate su innovativi modelli di business. L'“anima Venture Capital” é tesa alla massimizzazione del valore del portafoglio; l'“anima incubatore” segue e accelera lo sviluppo dell'iniziativa, remunerata dai canoni mensili percepiti per i servizi alle Startup.

- **Atlante Ventures**

Atlante Ventures, Fondo del gruppo Intesa Sanpaolo dedicato al Venture Capital, investe nel capitale di rischio di imprese innovative ancora di ridotte dimensioni ma ad alto potenziale di crescita, con particolare attenzione a quelle attive in settori ad alta tecnologia attraverso investimenti di Early Stages, Development capital.

- **Ad4Ventures**

Ad4Ventures é un'iniziativa di venture capital del gruppo Mediaset, mira ad investire in nuove imprese ad alto potenziale in mid-stage. L'iniziativa offre investimenti in comunicazione e promozione ad aziende

che hanno già raggiunto un certo livello di maturità in mercati in ampia espansione, in cambio di equity o revenue share. Tra gli obiettivi di investimento hanno anche aziende in fase mid-stage con promettenti management team, comprovati risultati in termini di execution, sostenibilità dei margini operativi e soluzioni tecnologiche innovative.

- **HCPE (Highland Capital Partners Europe)**

L'intervistato è Tony Zappalá, membro dell'investment team di HCP Europe, Fondo di Venture pan-Europeo lanciato nel 2012, investono nel business internet, software e mobile nel growth stage.

- **Vertis SGR**

Vertis è una società di gestione del risparmio napoletana indipendente e dotata di un capitale sociale di euro 1,8 mln. Essa ha lanciato due fondi chiusi, uno di private equity e l'altro di venture capital, entrambi specializzati nell'assunzione di partecipazioni in piccole e medie imprese localizzate nelle regioni del Sud Italia. Attraverso questi due fondi, quindi, Vertis può accompagnare le aziende in tutte le fasi della loro vita, sia in quella iniziale (start-up) che in quelle di crescita e di maturità.

- **Key Capital**

L'intervistato è Giorgio Di Stefano, CEO di Key Capital, investment company specializzata nel finanziamento e nel supporto di idee imprenditoriali nelle fasi di avvio e primo sviluppo.

- **Fondamenta SGR**

Fondamenta inizia ad operare come asset manager nel 2001 lanciando il primo fondo di fondi italiano in private equity: FONDAMENTA UNO, che ha investito i capitali di due importanti fondazioni bancarie e di un ente di previdenza in fondi italiano di private equity, che a loro volta hanno investito in centinaia di piccole e medie imprese aiutandole a crescere, creando nuovi posti di lavoro e favorendo la transizione generazionale.

Per rendere piú completo il mio studio, ho deciso di aggiungere il contributo dei principali network di Business Angel italiani, intervistando responsabili che hanno risposto ai miei quesiti in base ai feedback che ricevono dai Business Angel associati alle varie reti; questo per verificare potenziali differenze o somiglianze rispetto ai metodi di valutazione dei venture capitalist.

- **IBAN**

IBAN (Italian Business Angel Network) ha lo scopo di sviluppare e coordinare l'attività di investimento nel capitale di rischio in Italia e in Europa da parte degli investitori informali, promuovendo il riconoscimento dei Business Angel e dei B.A.N. come soggetti di politica economica favorendo l'incontro tra Business Angel e imprenditori.

- **IAG**

Italian Angels for Growth é uno dei principali B.A.N. Italiani, ha lo scopo di finanziare iniziative in fase early stage che presentino un alto contenuto di innovazione e potenziale di crescita, tale da rendere ipotizzabile in circa 5 anni una exit redditizia per gli Angel. Attraverso il finanziamento sostiene l'imprenditorialità, l'innovazione e la ricerca in Italia contribuendo a favorire uno sviluppo sostenibile nel lungo termine. Promuove, attraverso l'Angel Investing, lo sviluppo di nuove iniziative imprenditoriali e la crescita economica.

- **B.A.N. Veneto**

Questo Network nasce su iniziativa di un gruppo di promotori: l'incubatore universitario Start Cube (promosso da Università di Padova e Fondazione Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo), Confindustria Padova, il Parco Scientifico Tecnologico Galileo di Padova e la società BEP, operante nel campo dell'innovazione tecnologica.

- **Ferdinando Magnino, B.A.N. Brescia**

Esperienza decennale come Responsabile all'interno del Business Angel Network di Brescia.

4.4 risultati di un'analisi empirica

Dopo aver raccolto tutti i dati dalle interviste, ho notato che un Venture Capitalist, una volta selezionata una Startup di interesse e passato alla fase di valutazione, per determinarne il valore, utilizza per il 40% metodi di valutazione qualitativi, ovvero valutando principalmente caratteristiche del team e del progetto. Il 30% utilizza principalmente metodi analitici di valutazione, mentre il restante 30% reputa entrambi gli approcci di valutazione importanti.

“Entrambe le caratteristiche sono fondamentali. Alle spalle di un ottimo progetto deve esserci un ottimo Team. Ci sono stati molti casi in cui ottime idee avessero alle spalle imprenditori non all'altezza e viceversa, e non si è proceduto con l'investimento” - Piemontech

“Gli strumenti analitici sono importanti, ma a parità degli stessi sono fondamentali le caratteristiche qualitative del team/progetto” - Ad4Ventures

“Non vi è una variabile più rilevante. Dapprima si guarda alle caratteristiche qualitative (anche dell'imprenditore) per poi passare agli strumenti analitici. Sono imprescindibili l'uno dall'altro” - Matteo Bonfanti, Senior Analyst di Fondamenta SGR

Durante la fase di valutazione di una Startup, il team che compone il progetto viene ritenuto di fondamentale importanza dai venture capitalist.

“Valuto molto più il prodotto e le persone rispetto al BP. I business plan mi interessano solo per la parte di forecasting delle spese (budget). Le proiezioni sui ricavi sono quasi sempre sbagliate e vanno rifatte ogni 2-3 mesi.” - Marco Magnocavallo Co-Founder BOOX

Gli elementi che compongono il Business Plan sono utilizzati per la valutazione aziendale e hanno un'utilità decisiva per la presentazione del progetto

imprenditoriale all'investitore, ma in termini di valutazione qualitativa, il BP assume un ruolo secondario, in quanto é il gruppo che compone la Startup che dovrà essere in grado di realizzare il piano di business.

“I tre elementi principali di valutazione di un business plan sono: Team, Team, Team; non é uno scherzo, tutte le ipotesi e gli scenari illustrati nel business plan sono credibili solo a condizione che il team di imprenditori abbia le esperienze, le capacità e la motivazione necessaria per trasformarlo in realtà. E' quindi la capacità di realizzazione di quanto prospettato l'elemento che ci fa decidere se investire o no. Ovvio poi che ci debba anche esse un potenziale mercato molto grande per rendere il progetto interessante.” - Sergio Zocchi, Managing Partner di United Ventures

Le caratteristiche e abilità che un venture capitalist vuole vedere nel team di una Startup, sono principalmente legate alla “completezza” dello stesso; dai risultati ottenuti dalle interviste é infatti risultato che il team deve coprire tutti i ruoli principali per iniziare il lancio dell'attività (management, development, marketing), deve appunto avere competenze manageriali, tecniche e di programmazione. La skill piú menzionata é stata il “commitment”, ovvero l'impegno e la devozione nel progetto.

Mettendo insieme le skill principali che sono state menzionate dagli intervistati, ho notato che un ottimo team deve essere:

- Eterogeneo
- Flessibile
- Esperto
- Coeso
- Molto motivato
- Visionario ma con i piedi per terra

- Competente tecnicamente
- Deve conoscere le dinamiche del web
- Deve essere composto da almeno 3 persone

Vista l'importanza del gruppo che compone la Startup, lo stesso può essere soggetto ad una valutazione negativa da parte di un venture capitalist; dall'analisi dei risultati ottenuti ho riscontrato che esistono diverse caratteristiche che possono precludere l'investimento nei confronti di una Startup.

I team con poca esperienza, che si dedicano part-time all'impresa o che lavorano a più progetti parallelamente non sono ben visti; allo stesso modo un gruppo troppo tecnico, di soli consulenti o senza sviluppatori non ottiene una buona valutazione.

Le Startup non dovrebbero avere un solo fondatore e nemmeno la logica del "One business Man". L'esperienza è ritenuta un elemento importante, un gruppo senza esperienze precedenti o che non ha mai lavorato assieme può precludere l'investimento di un venture capitalist.

L'80% dei venture capitalist intervistati reputa la scalabilità della Startup decisiva ai fini della sua valutazione, il restante 20% gli attribuisce un'importanza pari a 4/5, quindi la ritiene sicuramente molto importante.

La scalabilità può essere definita come la capacità di un sistema di aumentare le proprie performance al crescere delle risorse che ha a disposizione.

“La scalabilità di un progetto è una proprietà del modello di business che permette al progetto di crescere in funzione delle esigenze e delle possibilità” - IAG

Questa capacità è quindi un elemento decisivo e fondamentale agli occhi di un venture capitalist ai fini della valutazione di una Startup.

“La scalabilità é fondamentale. Sia nelle strategie di acquisizione clienti/utenti che nelle risorse umane” - Marco Magnocavallo
Co-Founder BOOX

Il 50% dei Business Angel Network intervistati valutano la scalabilità come decisiva, l'altra metà la valuta con un punteggio di 4/5, scenario simile a quello dei venture capitalist; questo conferma l'importanza dell'elemento Scalabilità per un'impresa innovativa nel settore ICT web.

L'80% dei venture capitalist effettua una exit strategy dopo un periodo di 5-7 anni, il 10% ha risposto che l'exit strategy é stimata dopo 2-3 anni e il restante 10% dopo un periodo decisamente piú breve, ovvero 12-18 mesi.

Per quanto riguarda i Business Angel, le exit strategy vengono effettuate per il 50% dopo 2-3 anni, e per il rimanente 50% dopo 5-7 anni.

Da questi dati si possono trarre interessanti spunti per pianificare al meglio una exit strategy all'interno del business plan aziendale, considerando l'importante percentuale di investitori che ne prediligono una dai 5 ai 7 anni dopo l'investimento nella Startup.

Il 60% dei Venture Capitalist intervistati afferma che il valore minimo di Gross Margin che la start-up dovrà avere é minore del 60%, non pretendono quindi un margine lordo troppo elevato; il 30% si aspetta un margine tra il 60-70%, mentre il rimanente 10% pretende un margine decisamente piú alto, ovvero tra il 70-80%. Da questi dati si possono ottenere spunti riguardanti la previsione dei ricavi da inserire nel business plan.

Un elemento considerato definitivo dal 50% dei venture capitalist é il TAM (Total Addressable Market), il 30% lo considera un fattore molto importante (valutazione 4/5), mentre il restante 20% non lo considera un elemento importante ai fini della valutazione aziendale, considerandolo ininfluenza o con un punteggio pari a 2/5.

Il 75% dei Business Angel valuta l'importanza del TAM con un punteggio di

4/5, il restante 15% lo considera definitivo ai fini della valutazione dell'impresa (punteggio 5/5).

In definitiva ho potuto constatare che il valore totale del mercato di riferimento é un elemento di valutazione importante, le opinioni degli investitori sono decisamente diversificate sul valore minimo che dovrebbe avere, risulta infatti che il 30% ritiene che il TAM dovrebbe avere un valore minimo di 250 milioni, un 30% ritiene che il valore minimo dovrebbe essere compreso tra i 50 e 100 milioni, un 20% dice meno di 10 milioni e il restante 20% si divide tra 100-250 e 25-50 milioni. Scenario molto simile anche per i Business Angel.

Per quanto riguarda l'IRR (Internal Rate of Return) il 60% dei venture capitalist ritiene che la sua soglia minima dovrebbe essere tra il 20-40%, il 30% ritiene invece che dovrebbe avere un valore superiore al 30%, il rimanente 10% dice 40-50%.

Il 50% dei Business Angel intervistati ritiene che la soglia minima dell'IRR dovrebbe essere tra il 20-30%, il 25% ritiene la soglia minima pari al 40-50% e il rimanente 25% di BA si aspetta una soglia compresa tra il 40-50%.

Quando mi é stato possibile, ho approfondito l'argomento della brevettabilitá, chiedendo ai Venture Capitalist quanto é importante ai fini della valutazione del progetto d'impresa. Dalle risposte che ho ricevuto si nota che per una Startup ICT web based, la possibilitá di brevettare le idee e algoritmi é valutata in modo molto diverso, ha quindi un'importanza fortemente soggettiva.

Alcuni analisti e investitori la reputano decisamente importante:

“La brevettabilitá di un'iniziativa é sicuramente elemento di pregio oltre al fatto che rappresenta un carattere distintivo e innovativo, nonché di tutela della soluzione/prodotto offerto (attribuirei un punteggio pari a 5/5). Chiaramente, non tutte le iniziative possono essere a contenuto brevettabile, come quelle web-based e ICT; in tal caso, elemento distintivo é rappresentato dalla velocitá di execution e dalla

scalabilità del business.” - Analyst di Vertis

“La brevettabilità degli algoritmi per le start up ICT (se elementi chiave per il funzionamento del modello di business) ha un’elevata influenza nella valutazione della stessa e l’impossibilità di brevettare potrebbe precludere l’investimento” - responsabile Ad4Ventures

Per altri investitori, la brevettabilità è solo un plus e non influisce in modo particolare sulla valutazione aziendale:

“nel settore in cui United Ventures opera, l’Economia Digitale, la brevettabilità delle soluzioni influisce 1 (o anche meno) nella decisioni di investimento. Certo se un brevetto c’è o è ipotizzabile è un plus, ma più comunemente il vantaggio competitivo che ricerchiamo è dato ed è sostenibile nel tempo grazie ad una attività di go-to-market rapida ed efficace, piuttosto che da una barriera all’ingresso di competitors difficile da mantenere nel tempo e di efficacia non certa.”

- Sergio Zocchi, Managing partner di United Ventures

“La brevettabilità è poco importante per le Startup che seguo nel settore digitale / Internet.”

- Marco Magnocavallo, Co-Founder di BOOX

4.5 Il caso H-FARM

In seguito riporto un esempio di valutazione da parte di un venture capitalist, quello del Venture Icubator H-FARM. La sintesi dei punti chiave che mi sono stati riportati da uno dei responsabili è la seguente:

Per H-FARM i criteri di selezioni dei progetti sono sostanzialmente qualitativi; in questa fase avere dei riferimenti quantitativi come piani economico-finanziari o business plan è poco utile in quanto non esiste una struttura ancora definita e rodada tale per cui i numeri possano essere “veritieri”. Pertanto ci si concentra maggiormente sugli aspetti di business model ed imprenditorialità, nonché sulle competenze del team proponente:

- **Il Team**

Ci deve essere (almeno) un developer, si é provato in passato ma non funziona senza, se il cuore del progetto é tecnologico non puó mancare chi controlla la tecnologia abilitante. Se siete “single founders”, ancora peggio. E’ cruciale che ci sia un team di fondatori (almeno 2) in grado di coprire i ruoli chiave.

- **Il prodotto**

Se non c’è un prodotto é difficile. Il nostro é un business di prodotto: non sviluppiamo brevetti e proprietá intellettuali, ma strumenti che semplificano l’utilizzo della tecnologia; una descrizione testuale di “come sará” non basta, se c’è visibilitá sulla User Experience che si ha in mente é difficile esprimere un giudizio. Non serve sottolinearlo, la barriera per costruire qualcosa che “renda l’idea” si é enormemente abbassata, approfittatene e portateci qualcosa da provare.

- **Lo studio del mercato**

Non sempre é possibile o necessario avere dei riferimenti quantitativi delle dimensioni del mercato, ma é sempre importante trasmettere che esiste un’opportunitá di business significativa (indicatori di traction, fatturati, acquisizioni...) e mostrare una conoscenza dettagliata dei prodotti e delle dinamiche che lo contraddistinguono.

- **La scalabilitá e il giorno 1**

Scalabilitá é una parola ripetuta come un mantra da qualunque investitore e startupper; lavorando con progetti early stage, oltre al potenziale di crescita nel medio-lungo termine, dobbiamo considerare anche le capacitá di muovere i primi passi operativi. Il punto del prodotto citato in precedenza é uno di quelli, piú in generale occorre trasmettere il fatto che il progetto é giá in moto e ha un suo corso; un investimento puó accelerare lo sviluppo di un’iniziativa imprenditoriale, non farla partire dal concept. E’ il concetto piú delicato: il compromesso tra un business

potenzialmente grande e un'esecuzione estremamente rapida e leggera in partenza.

- **Superficialità nella presentazione**

Riceviamo spesso documenti scarni, generici, poco incisivi. Il nostro template essere sintetico, non privo di contenuti. La cura che mettete nella presentazione é un indicatore del focus che avrete nello sviluppo del progetto. Se non avete tempo per fare una bella presentazione per la vostra Startup non potete pretendere che il resto del mondo vi dedichi attenzione.

- **La business idea**

Anche quella conta, ma solo dopo i punti citati sopra.

4.6 risultati interviste

Di seguito sono riportati tutti i risultati delle interviste da me effettuate:

Tabella 4.1: Legenda soggetti intervistati

Numero caso	Nome
1	Piemontech
2	United Ventures
3	BOOX
4	H-FARM
5	Atlante Ventures
6	Ad4Ventures
7	HCP
8	Vertis SGR
9	Key Capital
10	Fondamenta SGR
11	IBAN

12	IAG
13	BAN Veneto
14	BAN Brescia

Tabella 4.2: Risposte domanda 1

Intervistato	Domanda/Risposte
	Quanto é decisivo il valore totale del mercato di riferimento (TAM - Total Addressable Market)?
Piemontech	2
United Ventures	5
BOOX	4
H-FARM	4
Atlante Ventures	5
Ad4Ventures	5
HCP	1
Vertis SGR	5
Key Capital	4
Fondamenta SGR	5
IBAN	4
IAG	5
BAN Veneto	4
BAN Brescia	4

Tabella 4.3: Risposte domanda 2

Intervistato	Domanda/Risposte
	Qual é la soglia minima del TAM in cui investirebbe?
Piemontech	25-50 milioni
United Ventures	oltre 250 milioni
BOOX	oltre 250 milioni
H-FARM	oltre 250 milioni
Atlante Ventures	50-100 milioni
Ad4Ventures	50-100 milioni
HCP	meno di 10 milioni
Vertis SGR	50-100 milioni
Key Capital	meno di 10 milioni
Fondamenta SGR	oltre 250 milioni
IBAN	50-100 milioni
IAG	50-100 milioni
BAN Veneto	10-25 milioni
BAN Brescia	oltre 250 milioni

Tabella 4.4: Risposte domanda 3

Intervistato	Domanda/Risposte
	Qual é il valore minimo di Gross Margin che la start-up dovrà avere?
Piemontech	<60%
United Ventures	<60%
BOOX	<60%
H-FARM	60-70%
Atlante Ventures	<60%

Ad4Ventures	<60%
HCP	60-70%
Vertis SGR	60-70%
Key Capital	70-80%
Fondamenta SGR	<60%
IBAN	60-70%
IAG	<60%
BAN Veneto	60-70%
BAN Brescia	60-70%

Tabella 4.5: Risposte domanda 4

Intervistato	Domanda/Risposte
	Come definisce il concetto di Scalabilità?
Piemontech	Ampliare la propria clientela o il proprio bacino d'utenza senza incorrere in costi eccessivi.
United Ventures	Scalabilità é la possibilità di crescita di un business (in termini di ricavi, utenti, clienti, ...) mediante l'utilizzo di risorse aggiuntive (investimenti, cassa, risorse umane, infrastruttura, ...) ad un costo incrementale decrescente.
BOOX	Fondamentale. Sia nelle strategie di acquisizione clienti/utenti che nelle risorse umane
H-FARM	Business potenzialmente grande e un'esecuzione estremamente rapida e leggera in partenza.
Atlante Ventures	É la capacità di un sistema di aumentare le proprie performance al crescere delle risorse che ha a disposizione.

Ad4Ventures	La possibilità di espandere il business senza dover affrontare elevati investimenti
HCP	Un business che fundamentalmente diventa più redditizio
Vertis SGR	Un'iniziativa di venture capital è scalabile quando a regime i ricavi e la dimensione dell'azienda aumentano più che proporzionalmente rispetto ai costi.
Key Capital	la capacità di conquistare mercato e clienti con "esponenti" e non con multipli con sforzi ridotti
Fondamenta SGR	La capacità di incrementare l'efficienza all'aumentare del volume di output
IBAN	Il potenziale di sviluppo
IAG	La scalabilità di un progetto è una proprietà del modello di business che permette al progetto di crescere in funzione delle esigenze e delle possibilità
BAN Veneto	La scalabilità è la possibilità di far crescere nel tempo il servizio offerto sia come funzionalità, sia come numero di utenti
BAN Brescia	possibilità di raggiungere peso all'interno di una società/mercato

Tabella 4.6: Risposte domanda 5

Intervistato	Domanda/Risposte
	Quanto è decisiva la scalabilità della start-up in cui investirebbe?
Piemontech	5

United Ventures	5
BOOX	4
H-FARM	5
Atlante Ventures	4
Ad4Ventures	5
HCP	5
Vertis SGR	5
Key Capital	5
Fondamenta SGR	5
IBAN	5
IAG	5
BAN Veneto	4
BAN Brescia	4

Tabella 4.7: Risposte domanda 6

Intervistato	Domanda/Risposte
	Qual é l'orizzonte temporale entro cui effettuate una Exit strategy?
Piemontech	5-7 anni
United Ventures	5-7 anni
BOOX	5-7 anni
H-FARM	5-7 anni
Atlante Ventures	5-7 anni
Ad4Ventures	2-3 anni
HCP	5-7 anni
Vertis SGR	5-7 anni
Key Capital	12-18 mesi

Fondamenta SGR	5-7 anni
IBAN	2-3 anni
IAG	5-7 anni
BAN Veneto	5-7 anni
BAN Brescia	2-3 anni

Tabella 4.8: Risposte domanda 7

Intervistato	Domanda/Risposte
	Quale soglia minima dovrebbe avere l'IRR (Internal Rate of Return)?
Piemontech	20-30%
United Ventures	40-50%
BOOX	20-30%
H-FARM	30-40%
Atlante Ventures	30-40%
Ad4Ventures	20-30%
HCP	30-40%
Vertis SGR	>50%
Key Capital	>50%
Fondamenta SGR	>50%
IBAN	20-30%
IAG	20-30%
BAN Veneto	10-20%
BAN Brescia	40-50%

Tabella 4.9: Risposte domanda 8

Intervistato	Domanda/Risposte
	Potrebbe citare 3 skill chiave che il team deve avere per essere definito completo?
Piemontech	<ul style="list-style-type: none"> - Deve credere nel progetto piú di chiunque altro - Voglia di lavorare e fare sacrifici soprattutto nei primi tempi - Onestá
United Ventures	Scalabilitá é la possibilitá di crescita di un business (in termini di ricavi, utenti, clienti, ...) mediante l'utilizzo di risorse aggiuntive (investimenti, cassa, risorse umane, infrastruttura, ...) ad un costo incrementale decrescente.
BOOX	<ul style="list-style-type: none"> - Tecnologia - Conoscenze delle dinamiche della rete - marketing online
H-FARM	<ul style="list-style-type: none"> - Developers - Motivazione - Flessibilitá
Atlante Ventures	<ul style="list-style-type: none"> - Buon senso - Conoscenza del mercato e delle tecnologie - Capacitá manageriali
Ad4Ventures	<ul style="list-style-type: none"> - Capacitá analitiche - Visione e Concretezza
HCP	<ul style="list-style-type: none"> - Passione - Product understanding - Marketing
Vertis SGR	<ul style="list-style-type: none"> - Competenze diffuse sia in ambito tecnico/scientifico sia in ambito economico-finanziario/amministrativo - Composto da almeno 3 persone - Commitment pieno e totale

Key Capital	<ul style="list-style-type: none"> - Competenza - Determinazione - Piedi per terra
Fondamenta SGR	<ul style="list-style-type: none"> - Industry-oriented - Diversificato - Coesione
IBAN	<ul style="list-style-type: none"> - Tech - Prodotto/marketing - Webdesign
IAG	<ul style="list-style-type: none"> - Esperto - Che riesce a coprire tutte le funzioni - Flessibile e aperto al dialogo
BAN Veneto	<ul style="list-style-type: none"> - Commitment - Eterogeneità - Competenze tecniche
BAN Brescia	<ul style="list-style-type: none"> - Visione - Competenza - Tenacia

Tabella 4.10: Risposte domanda 9

Intervistato	Domanda/Risposte
	Potrebbe citare 3 caratteristiche del team che potrebbero precludere l'investimento nella start-up?
Piemontech	<ul style="list-style-type: none"> - Poca Trasparenza nelle operazioni - Presunzione e ostilità al sano confronto - Stipendi troppo alti nel primo/secondo anno di attività secondo il Business Plan

United Ventures	<ul style="list-style-type: none"> - Team non completo in termini di (business, tech, mktg) <li style="padding-left: 20px;">- Mancanza di commitment al 100% <li style="padding-left: 20px;">- Mancanza di attitudine imprenditoriale
BOOX	<ul style="list-style-type: none"> <li style="padding-left: 40px;">- Team di soli consulenti - Team senza alcuna esperienza precedente - Team che non ha mai lavorato insieme
H-FARM	<ul style="list-style-type: none"> <li style="padding-left: 40px;">- Mancanza di developers - Mancanza di propensione a lavorare full time <li style="padding-left: 20px;">- Mancanza di chiarezza tra i componenti
Atlante Ventures	<ul style="list-style-type: none"> <li style="padding-left: 40px;">- Commitment insufficiente <li style="padding-left: 20px;">- Mancanza di una o piú figure chiave - Disallineamento rispetto agli investitori
Ad4Ventures	<ul style="list-style-type: none"> <li style="padding-left: 40px;">- Incapacitá di lavorare in team <li style="padding-left: 40px;">- Mancanza di visione e focus <li style="padding-left: 40px;">- Mancanza di execution
HCP	<ul style="list-style-type: none"> <li style="padding-left: 40px;">- Mancata trasparenza - Lavorare su varie startup in parallelo <li style="padding-left: 20px;">- Situazioni personali complicate
Vertis SGR	<ul style="list-style-type: none"> - Competenze verticalizzate e focalizzate solo su uno degli ambiti su esposti <li style="padding-left: 20px;">- Team che prediligono la logica del “one business man” piuttosto che la logica di “gruppo” - Scarso commitment nell’iniziativa
Key Capital	<ul style="list-style-type: none"> <li style="padding-left: 40px;">- Sentirsi Zuckerberg <li style="padding-left: 40px;">- arroganza <li style="padding-left: 40px;">- non cultura del lavoro
Fondamenta SGR	<ul style="list-style-type: none"> - Scarso background industriale e finanziario <li style="padding-left: 20px;">- Mancanza di coesione - Incapacitá di vedere al di lá della propria area

IBAN	<ul style="list-style-type: none"> - Un solo fondatore - Poca esperienza - Nessuna capacità di autocritica
IAG	<ul style="list-style-type: none"> - Ristretto e incompleto - Impreparato e troppo tecnico - Non aperto al dialogo
BAN Veneto	<ul style="list-style-type: none"> - Tempo dedicato part-time alla startup - Mancanza della conoscenza del mercato potenziale(neri) - Mancanza di un prototipo
BAN Brescia	<ul style="list-style-type: none"> - Incompetenza - Superficialità - Arroganza

Tabella 4.11: Risposte domanda 10

Intervistato	Domanda/Risposte
	<p>Una volta selezionata una start-up di interesse si passa alla fase di valutazione, cosa incide di più tra strumenti Analitici e caratteristiche qualitative del team/progetto per determinare il valore della start-up?</p>
Piemontech	<p>Entrambe le caratteristiche sono fondamentali. Alle spalle di un ottimo progetto deve esserci un ottimo Team. Ci sono stati molti casi in cui ottime idee avessero alle spalle imprenditori non all'altezza e viceversa, e non si è proceduto con l'investimento.</p>
United Ventures	Caratteristiche Qualitative
BOOX	Strumenti Analitici
H-FARM	Caratteristiche Qualitative

Atlante Ventures	Caratteristiche Qualitative
Ad4Ventures	Gli strumenti analitici sono importanti, ma a parit� degli stessi sono fondamentali le caratteristiche qualitative del team/progetto
HCP	Strumenti analitici
Vertis SGR	Strumenti analitici
Key Capital	Caratteristiche qualitative
Fondamenta SGR	Non vi � una variabile pi� rilevante. Dapprima si guarda alle caratteristiche qualitative (anche dell'imprenditore) per poi passare ai strumenti analitici. Sono imprescindibili l'uno dall'altro.
IBAN	Sia gli strumenti analitici sia le caratteristiche qualitative
IAG	Caratteristiche Qualitative
BAN Veneto	Caratteristiche Qualitative
BAN Brescia	Caratteristiche Qualitative

Conclusioni

Il mio interesse verso le Startup é nato piú di un anno fa per diversi motivi; in primo luogo, essendo una tipologia di impresa innovativa e basata sulle tecnologie informatiche, si interfaccia perfettamente al percorso di studi informatici ed economici che ho seguito con questo corso di laurea. I motivi che mi hanno portato a concentrarmi sulla fase di ricerca di finanziamenti derivano dall'interesse che ho per la finanza e dalle esperienze che ho maturato collaborando e studiando all'interno di una Startup emiliana.

Durante il percorso di studio di questa Tesi mi sono soffermato sull'importanza della realizzazione di un Business Plan, strumento fondamentale per la presentazione dell'azienda agli investitori; successivamente dopo aver approfondito gli studi sull'investimento nel capitale di rischio, tipologia di finanziamento volta all'investimento nelle Startup, ho intervistato le principali realtà italiane di venture capital.

I risultati delle interviste da me effettuate, mi hanno aiutato a capire quali sono gli elementi decisivi per la valutazione di una Startup ICT web based. Tra tutte le importanti informazioni che ho ottenuto, la piú interessante é sicuramente l'importanza del Team che compone l'azienda; questo é risultato essere l'elemento piú decisivo ai fini della valutazione aziendale da parte dei venture capitalist. In conclusione, posso affermare che riuscire a dimostrare di avere un team completo e competente, assieme ad una buona idea risulta decisivo per interessare a sufficienza un venture capitalist, ottenendo una valutazione positiva e di conseguenza per trovare il finanziamento necessario alla nascita, sopravvivenza e successo della Startup.

Ringraziamenti

Vorrei ringraziare in primo luogo i miei genitori e mia nonna per avermi permesso di intraprendere questo percorso di studi, supportandomi sempre durante questi tre anni.

Ringrazio tutti i miei compagni di università e amici con cui ho condiviso questa bellissima esperienza, alcuni dei quali sono diventati grandi amici, in particolare Enrico, Michele e Andrea, ma anche Matteo, Mario, Marco, Uberto, Fabrizio, Bruce, Tommaso, Filippo e Davide.

Ringrazio le mie bellissime compagne di corso per tutte le giornate, serate e ore passate insieme a studiare e scherzare: Sara S, Sara G, Silvia, Alice, Valentina e Francesca; grazie anche a Sonia, Martina e Marica per il supporto e la compagnia durante le giornate e serate passate durante l'ultimo anno.

Ringrazio i miei amici Giovanni, Alan, Michael, Angelo, Elisabetta, Daniele e Melinda per il supporto, le prese in giro e le serate passate assieme.

Un forte ringraziamento anche a Giovanni, Alessandro, Vittorio e Sara per tutti i consigli, l'aiuto e il supporto che mi hanno dato durante l'ultimo anno.

Ringrazio il Professor Edoardo Mollona per aver creduto nella mia Tesi e nel lavoro che ho svolto. Grazie e tutti gli intervistati, alla loro disponibilità e alle preziosissime informazioni che mi hanno dato, fondamentali per lo svolgimento della mia Tesi; per questo ringrazio tutti i responsabili dei fondi di Venture Capital e i Business Angel Network che hanno risposto alle mie domande che hanno contribuito alla mia ricerca.

Ringrazio di cuore tutti coloro che mi hanno sempre incoraggiato, sostenuto e che hanno creduto in me.

Bibliografia

- [1] Definizione data dal dizionario Zanichelli online,
http://dizionari.zanichelli.it/word-of-the-day/2010/01/01/la_parola_del_giorno_startup
- [2] Steve Blank, <http://steveblank.com/2010/01/25/whats-a-startup-first-principles>
- [3] Legge n. 221/2012 di conversione del DL 179/2012,
http://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.data=2012-12-18&atto.codiceRedazionale=012G0244
- [4] Come riportato nel sito del registro delle imprese,
<http://startup.registroimprese.it>
- [5] Mind the Bridge Foundation, Startups in Italy - Facts and Trends - Mind the Bridge Survey 2012.
- [6] Associazione Indigeni Digitali, <http://startup.indigenidigitali.com>
- [7] Luca De Biase, 25 novembre 2012, Il Sole 24 Ore,
<http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2012-11-24/capitali-mondiali-startup-144825.shtml?uuid=AbWcP55G>
- [8] Cinzia Parolini, Business planning. Dall'idea al progetto imprenditoriale.
- [9] Cinzia Parolini, Business planning. Dall'idea al progetto imprenditoriale.
- [10] AIFI - PricewaterhouseCoopers, Guida al Business Plan Pubblicazione interna, aprile 2013.

- [11] Elisabetta Gualandri e Valeria Venturelli, NASCE L'IMPRESA Start-up: dal progetto al mercato, http://www.nascelimpresa.it/doc/guida_START-UP.pdf
- [12] EmiliaRomagnaSTARTUP, <http://www.emiliaromagnastartup.it/pagine/finanziare-una-startup>
- [13] AIFI, L'impatto economico del Private Equity e Venture Capital in Italia, Marzo 2006.
- [14] IBAN, Guida pratica allo sviluppo di progetti imprenditoriali, 2008.
- [15] Sito ufficiale di Italian Angels for Growth <http://www.italianangels.net>