

Col marketing e le gift card Epipoli reinventa le banche - **L'ALTRA COPERTINA**

Economy

MODELLI. OPPORTUNITÀ. SOLUZIONI.

www.economymag.it



Settembre 2019 Euro 3,50



LA NATURA SIAMO NOI

L'economia circolare è un'eccellenza italiana e promette business sostenibile per decenni

**UNA GRANDE
INIZIATIVA
MULTIMEDIALE
DI *ECONOMY***

**LE STORIE DI CONAI,
COBAT, RILEGNO,
AVIS, EON, HERA,
MITSUBISHI, VEZZANI**

LABORATORIO TORINO, PIÙ EVENTI = PIÙ LAVORO



**Appendino: «Il tennis vale oro»
Cirio: «Faremo il fuori-Olimpiadi»
E a fine settembre gli Stati Generali**

MANPOWER: LARGO AI TALENTI

Riccardo Barberis, l'a.d.: «Per reagire alla crisi è indispensabile rinnovare le competenze nel segno del digitale»

LABLAW: LEGGI DA RISCRIVERE

Francesco Rotondi, managing partner: «Per crescere occorre abbracciare il cambiamento, anche con nuove regole»



ASSICURAZIONI

La sfida del Gruppo Gavio, fare brokeraggio ponendosi dalla parte del cliente

FORMAZIONE

Da Fonarcom un voucher per avviare i dirigenti alla digital transformation

PIACERI

La «cultura del whisky» fa proseliti saggi che si riuniscono in un club

Se l'impresa non ha storia non è detto non abbia valore

Le valorizzazione delle start-up passa dal confronto con le aziende comparabili e dalla valutazione dei flussi finanziari attualizzati. Perché se il business model cambia, i fondamentali restano sempre gli stessi

*di Francesco Bianchi**



Nei manuali finanziari si illustrano per lo più strutture finanziarie e metodi di valutazione e di valorizzazione che fanno riferimento a imprese che hanno un passato, da una storia commerciale ed economica, a flussi di cassa. Valutare la possibilità di finanziare una start-up è un'operazione che si scontra con le particolarità di quel tipo di intrapresa:

- essa si caratterizza per un'estrema volatilità del proprio attivo economico e del modello di business;
- il ruolo dell'imprenditore-fondatore è centrale per il successo dell'impresa;
- le necessità di finanziamento sono elevate, a fronte di mezzi propri di regola scarsi;
- gli investitori giocano un ruolo rilevantissimo;
- molto spesso la valorizzazione di una start-up si rivela altamente speculativa.

Considerate queste caratteristiche di base è tuttavia necessario aggiungere alcuni profili identitari da tenere di conto in prospettiva: (i) soltanto i capitali propri possono finanziare il rischio; (ii) molto probabilmente sarà necessario affrontare più fasi di finanziamento, corrispondenti a differenti tappe di sviluppo; (iii) il goo-

dwill: resta importante, ma con specificità proprie. La valorizzazione di una start-up è argomento tanto interessante quanto vasto per le sue implicazioni metodologiche. Come detto, rilevante è il confronto con imprese comparabili del settore oltre al metodo dei flussi finanziari attualizzati (Discounted Cash Flows o DCF). A grandi linee un valido approccio metodologico potrebbe essere: 1) attraverso l'uso di un multiplo pertinente si arriva ad un valore dell'impresa a medio termine (5-7 anni) 2) si attualizzano i flussi di tesoreria previsti. A questo riguardo il tasso di attualizzazione, rappresentativo del rischio, dovrà prendere in considerazione l'altissima mortalità di imprese nascenti su un analogo orizzonte temporale. Ciò ci fornirà la valorizzazione della azienda post-money, in quanto questa dovrà raccogliere nuovi fondi in quel periodo 3) si sottrae l'importo della raccolta dei fondi in corso per trovare la valorizzazione pre-money. Un esempio numerico rende meglio il ragionamento. Il fondatore di una start-up ritiene che la valorizzazione della impresa a 5 anni dalla sua fondazione si ottenga adoperando un multiplo di 4 x EBITDA (poniamo che l'EBITDA sia 35m/E): perciò 140m/E. Tuttavia poiché il tasso di attualizzazione sarà verosimilmente elevatissimo, considerando il rischio e la percentuale di fallimento annuale di imprese simili, il valore si potrà ridurre facilmente sino a

8,53m/E (post-money). Se l'aumento di capitale in corso è pari a 1,5m/E, la valorizzazione pre-money sarà, in questo caso, di 7,03m/E consentendo ai nuovi investitori di acquisire una percentuale del capitale del 17,5% circa (1,5m/E/8,53m/E). Per restare al nostro esempio, se il numero di azioni esistenti pre-aumento capitale è pari a 5.000.000 di valore nominale pari a 1/E, il numero di azioni di nuova emissione sarà pari a 1.066.000: il loro prezzo unitario sarà perciò di 1,41 (1/E di valore nominale e 0,41/E prezzo di emissione). Questi calcoli ci dicono ancora che i nuovi investitori hanno apportato il 23% di mezzi finanziari freschi contro il diritto a sottoscrivere il 17,5% di capitale. Se in futuro non si risconterà la creazione di valore prevista dal fondatore, al secondo giro di aumento di capitale avrà luogo un riaggiustamento che, per permettere un riequilibrio tra tutti gli investitori, porterà ad una forte diluizione del fondatore e probabilmente alla perdita di controllo dell'impresa da lui fondata.

La conclusione è che anche per le start-up, indipendentemente dai business model che cambiano nel tempo, i fondamentali restano gli stessi: si crea valore con investimenti che generano flussi di cassa. Se questi non si producono, l'impresa non ha valore.

**partner Seven Capital Partners*