

3.4.2.1.1 **Diritti ed entità della partecipazione.** Di norma il *venture capitalist* sottoscrive una partecipazione di minoranza che conferisce specifici diritti di carattere amministrativo e patrimoniale. Le motivazioni per le quali il *venture capitalist* chiede partecipazioni dotate di particolari diritti (non riconosciuti al resto della compagine sociale) sono conseguenza: (i) dell'entità della somma investita – superiore (generalmente di molto) a quella impegnata dagli altri soci – a fronte della attribuzione di partecipazioni di minoranza non tutelate da garanzie patrimoniali; (ii) di investimenti paramentrati a valutazioni della società che riconoscono un premio agli sviluppi tecnologici acquisiti e alle potenzialità di ulteriore sviluppo; (iii) del fatto che la gestione della società, *in primis* quella ordinaria, è lasciata nelle mani dei founders.

Nello specifico al *venture capitalist* è attribuito il diritto ad un dividendo privilegiato ancorato percentualmente a quanto dallo stesso corrisposto per la sottoscrizione della partecipazione. Solitamente si tratta di un dividendo cumulativo con corresponsione differita. Il *venture capitalist*, pertanto, maturerà il diritto alla percezione degli eventuali dividendi maturati (ma non distribuiti) negli esercizi precedenti, al momento della cessione della partecipazione o della liquidazione della società. Al *venture capitalist* è riconosciuto, inoltre: (i) un privilegio nella restituzione del capitale in caso di liquidazione o di cessione a terzi della società, noto come *liquidation preference*, attributivo del diritto alla corresponsione di determinati importi, prima che qualsiasi somma venga attribuita agli altri soci; (ii) la possibilità di vedersi incrementata la partecipazione acquisita, per finalità anti dilutive, qualora un nuovo investitore sottoscriva azioni o quote della società ad un prezzo inferiore a quello precedentemente corrisposto dal *venture capitalist* (*antidilution*); (iii) la possibilità di recedere dalla società – ottenendo il rimborso della partecipazione – su base temporale predeterminata, nel caso in cui le *performances* economico finanziarie della società si dimostrino inferiori alle attese; (iv) il diritto di veto su alcune delibere di competenza dell'assemblea dei soci – quali la nomina dei componenti del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale, le modifiche statutarie, gli aumenti di capitale, le operazioni straordinarie (trasformazioni, fusioni e scissioni) – o del Consiglio di Amministrazione.

3.4.2.1.2 **Valutazione pre-money.** Il *term sheet* contiene l'indicazione della valutazione della società prima dell'investimento. Si

tratta della c.d. *pre-money valuation*, termine ampiamente utilizzato nei settori del *private equity* e del *venture capital*. La valutazione *pre-money* è la base di partenza per determinare il prezzo di sottoscrizione della partecipazione da parte del *venture capitalist*, calcolato dividendo la valutazione *pre-money* per le partecipazioni *fully diluted* della società esistenti immediatamente prima del compimento dell'investimento. Si parla di *fully diluted* in riferimento alle partecipazioni emesse dalla società e a quelle da emettersi in caso di esercizio di *stock options*, *warrants*, obbligazioni convertibili o altri titoli convertibili in partecipazioni della società. La valutazione *pre-money* deve essere tenuta distinta da quella *post-money*, ossia dalla valutazione della società immediatamente successiva al compimento dell'investimento. Sintetizzando, la valutazione *post-money* di una società che riceve l'investimento del *venture capitalist* corrisponde alla somma della *pre-money valuation* e di quanto concretamente investito. Non è infrequente che già nel *term sheet* il *venture capitalist* condivida con la società l'opportunità di un cd. *round B* di investimento con uno sconto rispetto alla *pre-money* del primo investimento (ossia del *round A*). Si tratta di una previsione che consente alla società ed ai *founders* di avere una previsione più ampia del percorso di sviluppo dell'impresa e al *venture capitalist* di beneficiare della creazione di valore – conseguenza implicita anche del proprio ingresso nel capitale – rispetto ad altri potenziali investitori che dovessero sottoscrivere un eventuale *round B*. Quello che deve essere chiaro, tuttavia, è che la valutazione *pre-money* di una *startup* è una attività estremamente complessa, tanto che è da molti considerata un'arte più che una scienza.

Senza pretesa di esaustività i quattro metodi più comuni per stimare il valore di una *startup* sono (fermo restando che nessuno di questi darà un valore incontrovertibile):

(i) il metodo *discounted cash flow* (DCF), basato sulla preventiva determinazione dei seguenti elementi: *cash flow* derivanti dagli *assets* esistenti; crescita prevista derivante dai nuovi investimenti; tasso di attualizzazione, che dipende dalla rischiosità del *business*; momento in cui la società diventerà matura. È evidente come ciascuno di questi elementi sia, nelle *startups*, di difficilissima quantificazione (mancando dati storici attendibili e significativi). Il corretto approccio da seguire, allora, nella valutazione di una *startup* con il metodo DFC dovrebbe essere:

(a) partire dai ricavi. La valutazione di una *startup*, infatti, non può che partire necessariamente dalla stima di ricavi e crescita futuri. Di solito, non esistendo un approccio consolidato per effettuare questa stima, si inizia determinando le dimensioni del mercato complessivo nel quale l'impresa opera, per poi delimitare la quota di mercato effettivamente aggredibile, valutando la qualità del *management*, sulla conoscenza del prodotto e del servizio offerti da parte della società, la concorrenza attuale e potenziale;

(b) procedere con la stima dei margini operativi nel tempo, non essendo sufficiente che la *startup* abbia ricavi in crescita, ma essendo necessario che la stessa sia in grado di generare risultati economici positivi in futuro. La stima dell'evoluzione del risultato operativo nel tempo avviene attraverso una duplice valutazione: In primo luogo, occorrerà stimare, guardando alle società più grandi ed affermate del settore di appartenenza, il margine operativo *target* che la società genererà, superati i problemi di crescita; in secondo luogo bisognerà valutare le azioni da porre in essere per raggiungere il margine *target*, tenendo conto, nei limiti del possibile, dei costi fissi e della natura della competizione nel settore;

(c) valutare il reinvestimento per sostenere la crescita. Né la crescita dei ricavi, né il miglioramento dei margini sono risultati ottenibili in assenza di ingenti investimenti. Tali investimenti dovranno essere attentamente determinati e valutati nei loro impatti sul *cash flow*. Uno dei più noti pericoli insiti nello stimare separatamente ricavi, margini e reinvestimenti è che è frequente incorrere nell'errore di fare irrealistiche assunzioni, sottostimando il capitale necessario per supportare la crescita;

(d) stimare il costo dell'*equity* e del capitale nel tempo. Piuttosto che stimare il costo del capitale partendo dai dati storici della *startup*, bisognerebbe usare medie di settore per i parametri di rischio (beta, costo del debito e rapporto debito/*equity*), avendo cura di prendere in considerazione: le imprese più rischiose e più piccole del settore per la fase iniziale di crescita elevata; le imprese mature per la successiva fase di stabilità (non potendo una *startup* essere valutata con un costo del capitale che rimane invariato nel tempo). L'elevata crescita dei ricavi operativi e le perdite dei primi anni si trasformeranno in una crescita del fatturato limitata ma con utili operativi negli anni successivi; ciò significa che si assisterà

ad un mutamento, cui dovrà corrispondere un diverso costo del capitale di rischio e di debito.;

(e) stima valore del *terminal value*. L'applicazione del DCF richiede di determinare il *terminal value*, il quale a sua volta presuppone l'individuazione del periodo di maturità dell'impresa. Nel fare questa analisi bisognerà tenere in attenta considerazione il fatto che soltanto pochissime imprese sono state in grado di sostenere una crescita elevata per lunghi periodi (si tratta, quindi, dell'eccezione e non della regola): è stato il caso, ad esempio, di Microsoft e Coca Cola, che sono riuscite nella incredibile impresa di mantenere crescite elevate per decenni. Al termine del periodo di crescita la società dovrà avere le caratteristiche di una impresa matura: il costo del capitale di una società matura, un tasso di crescita inferiore a quello dell'economia in cui opera e la remunerazione del capitale proprio superiore o uguale a costo del capitale;

(ii) il metodo *Venture Capital* (elaborato da *William Sahlman* nel 1987), basato sul ROI atteso ($ROI = \text{terminal value/valutazione post-money}$) e sul *terminal value* (determinato ricorrendo al "metodo dei multipli", un sistema comparativo basato sul fatturato e sugli utili di società simili, in assenza di variazioni di mercato). Ne deriva, pertanto, che: $\text{post-money} = \text{terminal value}/ROI$ Atteso;

(iii) il metodo comparativo *Scorecard* (elaborato da *Bill Payn*), basato sul confronto delle valutazioni *pre-money* di altri progetti di *startup* nello stesso settore, ma ormai attivi da qualche tempo. Tale sistema prende in esame anche alcune variabili specifiche, quali le caratteristiche del *management*, del prodotto e della tecnologia utilizzata, le opportunità di collaborazioni o *partnership* con altre società, le possibili minacce, la dimensione aziendale e la competitività del mercato in cui opera, i canali di sbocco dei prodotti e quelli di approvvigionamento;

(iv) il metodo *Berkus*, indicato maggiormente per le *startup hi-tech* che sviluppano piani di rientro quinquennali con fatturati da oltre 20 milioni. La valutazione *pre-money* si basa su punteggi assegnati sulla scorta di caratteristiche ritenute fondamentali: a seconda della grandezza del mercato di riferimento si attribuisce un valore a ognuna di queste 5 voci (di norma si attribuisce un valore che varia da 0 a 500 mila euro): proposta di valore/idea di business (rischio

prodotto/servizio); qualità manageriali del team (rischio di esecuzione); prototipo funzionante (rischio tecnologico); relazioni strategiche (rischio mercato e rischio competitivo); prodotto già lanciato e/o venduto (rischio finanziario o di produzione);

Ciò chiarito, prima di riportare un esempio di valutazione di *startup* fatta ricorrendo al metodo *discounted cash flow*, faccio osservare come l'unico principio che porterà ad una reale corretta valutazione sarà la coerenza. La valutazione *pre-money*, infatti, deve rispecchiare l'effettiva fase di sviluppo del progetto.

Discounted Cash Flow	2016	2017	2018	2019	2020
Sales	436000	1078220	1772438	2395920	3104554
Total Costs	-341520	-733455	-1103608	-1399526	-1683074
Depreciation & Amortization	94680	344765	668830	996394	1421480
Ebit	91391	337986	658676	984365	1411291
Taxes	-29730	-108256	-210013	-312868	-446344
Capex	-25928	-13984	-29114	-10399	-6357
Unlevered Free Cash Flow	39.022	222525	429703	673127	968779
Discount Period	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0
Discount Factor	0,89	0,79	0,71	0,63	0,56
Present Value of FCF	34765	176624	303861	424072	543754

INPUT

Wacc Calculation	
Target Capital Structure (I)	
Debt to Total Capitalization	28.00%
Equity to Total Capitalization	100.00%

Cost of Equity

Risk-free rate (1)	1.48%
Market risk Premium (2)	7.40%
Levered Beta (3)	1.04
Size Premium (4)	2.30%
Cost of Equity	11.50%

Cost of Debt

Cost of Debt	4.00%
Taxes	31.40%
After Tax Cost of Debt	2.74%
Weighted Average Cost of Capital	12.20%

(1) Italy BTP bond 10 years auction 29-30/10

(2) Italy market average 2014 risk 5.80%

+ country risk 1.80%

(3) Obtained from Damodaran NYU Stern – Europe

(4) Low-Cap Decile size premium

based on market capitalization

OUTPUT

Enterprise Value	
Present Value of Free Cash Flow	1.487.037
Terminal Value	10.190.536
Discount Factor	0.56
Present Value of Terminal Value	5.719.725
% of Enterprise value	7.202.802
Implied Multiples	
Enterprise Value	7.202.802
SALES 2016	436.200
EBITDA 2016	94.680
Implied EV/SALES	16.5x
Implied EV/EBITDA	76.1x
Terminal Value	
Terminal Year Free Cash Flow	968.779
Perpetuity Growth Rate	2.5%
Terminal Year EBITDA	1.421.480
Terminal Value	10.190.536
Implied Exit Multiple	7.6x
Discount Period	5.0
Discount Factor	0.56
Present Value of Terminal Value	5.719.725
% of Enterprise Value	79%

3.4.2.1.3

Milestones. Non è infrequente che l'investimento del *venture capitalist* sia diviso in *tranches*, concretamente erogate al raggiungimento da parte della società di predeterminati