



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
“M. FANNO”

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE
IN ECONOMIA E DIRITTO

TESI DI LAUREA

“STARTUP INNOVATIVA: PROCESSO DI SELEZIONE
E MODALITÀ DI FINANZIAMENTO”

RELATORE:

CH.MO PROF. ALBERTO LANZAVECCHIA

LAUREANDO: FRANCESCO FORNASIERO

MATRICOLA N. 2002749

ANNO ACCADEMICO 2022 – 2023

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.

Firma (signature) 

INDICE

Introduzione all'elaborato	7
Capitolo I	9
Definizione di startup e aspetti normativi.....	9
1.1. Dal 2012 ad oggi: l'evoluzione dei requisiti formali e sostanziali affinché una start-up possa essere qualificata come "innovativa".	10
1.2. Gli indici di innovatività delle start-up innovative.....	13
1.2.1. Primo requisito alternativo: spese in ricerca e sviluppo.	14
1.2.2. Secondo requisito alternativo: impiego di collaboratori certificati.	15
1.2.3. Terzo requisito alternativo: diritti di privativa industriale.	16
1.3. Le modalità di costituzione di una start-up innovativa: forma giuridica, residenza e oggetto sociale.	16
1.3.1. La determinazione dell'oggetto sociale di una start-up innovativa.....	18
1.3.2. Costituzione di una startup innovativa "in modo autonomo"	20
1.4. Normativa della start-up: deroghe al diritto societario nel caso di perdite superiori ad un terzo del capitale sociale.	22
2.1. L'incubatore di startup.	24
2.1.2. Le misure di sostegno per gli incubatori certificati.	26
2.2.3. Gli strumenti di remunerazione di personale e consulenti esterni di startup innovative e incubatori certificati.	27
2.2.4. Le tipologie di incubatore certificato: il caso H-Farm.	29
Capitolo II.....	36
Il processo di selezione di un progetto innovativo dal mercato, la redazione del Business Plan e i principali metodi di valutazione di una startup.....	36
2.1. Il processo di selezione di una startup dal mercato.	36
2.1.1. Ricezione della candidatura e analisi della fase di vita della startup.	37
2.1.2. Il cognitive meeting.	40
2.1.3. Analisi del modello di business.	40
Lo strumento di analisi del modello di business: il Business Model Canvas.	40
I limiti del Business Model Canvas e le possibili soluzioni: le analisi complementari.	43
2.1.4. Il processo di controllo: il ruolo della due diligence.....	45
2.1.5. Valutazioni e considerazioni finali: il ruolo di una società di advisory.	46
2.2. L'importanza della pianificazione nello sviluppo di un'idea imprenditoriale.	49
2.2.1. Le finalità del business plan	50
2.2.2. Le criticità del business plan.....	52
2.2.3. Il processo di controllo e di revisione del business plan: l'analisi degli scostamenti e il contingency planning.....	53
2.2.4. La progettazione e la redazione di un business plan.....	57
2.3. Metodologia di valutazione della startup e metodi di valutazione.....	67
2.3.1. I metodi di valutazione di una startup innovativa.	67
2.3.2. Le modalità di valutazione di una società startup innovativa.	69
CAPITOLO III.....	75
La raccolta di capitali dal mercato per lo sviluppo di un progetto innovativo	75

3.1. Il fabbisogno finanziario di una start up innovativa	77
<i>Seed Financing</i>	78
<i>Early Stage Financing</i>	79
<i>Expansion Financing</i>	80
<i>Maturity Financing</i>	80
3.1.1. <i>La scelta della composizione della struttura finanziaria.</i>	82
3.2. Le modalità di finanziamento di una startup innovativa	86
3.2.1. <i>Gli investitori istituzionali: le banche.</i>	86
3.2.2. <i>Gli investitori privati.</i>	89
3.3. Il crowdfunding: lo strumento innovativo di raccolta del capitale tra la folla.	95
3.3.1. <i>Il funzionamento e le diverse modalità.</i>	96
3.3.2. <i>L'equity crowdfunding: modalità, tempistiche e costi.</i>	98
3.3.3. <i>Il Regolamento Consob: le regole per i gestori di portali.</i>	100
<i>Disciplina fiscale del crowdfunding.</i>	102
3.3.4. <i>Limiti e rischi del crowdfunding.</i>	102
3.4. La strategia di exit dall'investimento	104
Conclusione	108

Introduzione all'elaborato

Startup.

Attorno a questa parola ho deciso di costruire la mia tesi.

Cosa s'intende per startup? Per scendere nei dettagli giuridici ed economici del termine consiglio di proseguire la lettura di questo elaborato, ma in questa breve introduzione ho deciso di soffermarmi sul significato "umano" dello stesso.

Per startup s'intende un sogno. Un sogno inseguito da delle persone, denominate imprenditori o imprenditrici *startupper*, che investono e puntano tutto su una propria intuizione, definita come "innovativa". Ed è proprio questa "innovativa" intuizione che costituisce il cuore pulsante del progetto startup: essa è frutto di speranza, innumerevoli tentativi, errori, frustrazione, altri tentativi e infine, nei casi migliori, successi. La startup, dunque, è frutto di sacrifici da parte di imprenditori che decidono di utilizzare una parte della propria esistenza a beneficio del prossimo, rischiando risorse proprie (non solo finanziarie) per provare a trasformare la loro intuizione in un prodotto o servizio da offrire, tramite il mercato, al mondo intero.

La startup si può definire anche come "un fortuito incontro di persone talentuose e folli". Si pensi al caso Apple, ancora prima dell'emblematico garage-officina, l'idea nacque dall'incontro tra due Steve¹ all'Homebrew Computer Club in California. Apple nacque dall'incontro tra due persone che con la loro creatività furono in grado di generare una forza innovativa tale da cambiare il mondo. Secondo una recente stima, oggi una persona su quattro possiede un dispositivo targato Apple.

Mentre le startup "che ce l'hanno fatta" sono di dominio pubblico e vengono ricordate per alimentare le speranze degli *startupper* nei momenti più difficili di sviluppo del proprio progetto, quelli "meno vincenti" o "falliti", invece, che in proporzione sono molti di più, rimangono nell'ombra. A questo proposito si potrebbe citare Reid Hoffman, cofondatore di LinkedIn, che, con una ormai diventata celebre citazione, riassume cosa significa avviare una startup innovativa:

"Fare una startup è come lanciarsi in un burrone e costruire l'aereo mentre si cade".

A questo proposito lo scopo di questa tesi è quello di sviluppare, attraverso un approccio economico-scientifico, una guida che possa essere utile per "costruire l'aereo mentre si cade" e

¹ Si parla di Steve Gary Wozniak e Steve Jobs.

cioè per tutte quelle persone che decidono di mettersi a rischio sviluppando la propria idea e lanciandola nel mercato.

Questo elaborato intitolato “Startup innovativa: processo di selezione e modalità di finanziamento” è suddiviso in tre parti: la disciplina, la selezione dal mercato e il finanziamento del progetto.

Nello specifico la prima parte tratta degli aspetti giuridici della startup innovativa. In particolare, partendo dalla definizione di startup contenuta nel D.L. 179/2012, si evidenziano i criteri per i quali una startup possa essere definita innovativa, si analizzano i principali indici che determinano l’“innovatività” e le modalità di costituzione e di iscrizione alla sezione speciale del registro delle imprese. Infine, si definisce il concetto di incubatore di startup portando un esempio.

La seconda parte dell’elaborato è dedicata all’analisi delle modalità di selezione di un progetto innovativo dal mercato, vagliando tutte le fasi di questo processo, dalla ricezione della candidatura alla valutazione finale del progetto. In questo frangente si tratterà anche dell’importanza della pianificazione e delle modalità di sviluppo e redazione di un *business plan*. Infine, si darà evidenza delle metodologie di valutazione di una startup innovativa, prendendo in considerazione sia gli aspetti quantitativi, che quelli qualitativi.

Una volta definiti gli aspetti giuridici, procedurali e di valutazione, il terzo e ultimo capitolo si concentra sulle modalità di raccolta di capitali dal mercato. In questa parte dell’elaborato si definisce dapprima la nozione di fabbisogno finanziario e la composizione dello stesso per le varie fasi di vita della startup, per poi porre l’attenzione sulle diverse modalità di finanziamento, contrapponendo il ruolo degli istituti finanziari con quello degli investitori privati. Infine, viene introdotto e analizzato il *crowdfunding*, ossia lo strumento di raccolta di capitale “tra la folla”.

Capitolo I

Definizione di startup e aspetti normativi

Nel panorama economico italiano degli ultimi anni, in particolar modo dal 2012, la start-up innovativa si è ritagliata un ruolo sempre più centrale. Per start-up d'impresa si intende una azienda di nuova creazione, normalmente di piccole dimensioni, in grado di innovare o, in certi casi, di stravolgere un mercato

Questa tendenza è confermata dalla relazione annuale del Ministero dello Sviluppo Economico nel quale viene indicata la vivacità e il dinamismo dell'ecosistema di start-up e PMI innovative: al 31 dicembre 2020 si contano 11.893 start-up innovative, registrando un aumento del 10% rispetto al 2019. È interessante notare come la distribuzione di queste imprese sia concentrata pressoché nella regione Lombardia, che nel 2020 accoglie il 27,1% delle neo imprese.

L'importante crescita si riconferma anche nel 2021, segnando un aumento del +16,8% nel terzo trimestre dello stesso anno, portando il numero di start-up innovative iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese a circa 13,5 mila. Questo trend di crescita è stato sicuramente incentivato dalla crisi pandemica Covid19, in quanto in questi anni è esponenzialmente aumentata la transizione tecnologica e il ruolo della stessa nella vita di tutti i giorni. Infatti, in risposta alla pandemia, sono state molteplici le strategie implementate al fine di individuare nicchie di mercato e sviluppare un nuovo prodotto o servizio.

Da poco pubblicati, anche i dati del terzo trimestre del 2022, elaborati dal Ministero dello Sviluppo Economico, confermano la crescita di start-up innovative e PMI innovative iscritte nella sezione speciale del registro delle imprese, contandone oltre 14.708 ("il numero più alto di sempre²") e segnando una crescita dello 0,6% rispetto al trimestre precedente (pari a 87 unità in più)³.

Dal punto di vista territoriale, la densità delle start-up si concentra nella regione Lombardia, che raccoglie il 27% del totale nazionale. Infine, la classifica delle principali città per numero di start-up attive vede al primo posto Milano con 2720 start-up attive, Roma con 1555 start-up attive, seguite a ruota da Bologna e Padova.

² Il Sole 24 Ore del 28 dicembre 2022, "Startup innovative, record in Italia: sono 14.708"

³ Il report del III trimestre del 2022 evidenzia anche la differenziazione per settori di attività delle startup innovative: ben il 76% delle neo imprese svolge attività collegate al settore informatico e, più in generale, di servizi per le imprese; il 15,5% nel settore manifatturiero e il 3,1% nel commercio.

1.1. Dal 2012 ad oggi: l'evoluzione dei requisiti formali e sostanziali affinché una start-up possa essere qualificata come "innovativa".

La domanda da chiarire ora è quando una start-up può essere classificata come "innovativa". Per rispondere a questo quesito è necessario consultare il Decreto Legge del 18 ottobre del 2012, n. 179 (in seguito coordinato con la legge di conversione del 17 dicembre 2012, n. 221) che dall'art. 25 all'art. 32 contiene varie previsioni dirette oltre che a favorire la crescita sostenibile, la nuova imprenditorialità, lo sviluppo tecnologico e l'occupazione soprattutto giovanile, ha come obiettivo anche quello di contribuire allo sviluppo di nuova cultura imprenditoriale creando un contesto più favorevole all'innovazione⁴. Tale decreto-legge disciplina non solo la fase di costituzione di una start-up innovativa, bensì individua altre regole che dovrebbero agevolare lo sviluppo delle start-up: vengono dettate norme che derogano la normale disciplina in tema di diritto societario applicabili alle altre imprese; permettono il ricorso alla raccolta di risorse finanziarie tramite portali *online*; contemplano agevolazioni di tipo fiscale e giuslavorista; sottraggono le start-up innovative dall'applicazione delle regole normalmente delineate per gli imprenditori commerciali non piccoli in caso di crisi d'impresa e introducono e disciplinano soggetti che dovrebbero concorrere alla creazione e al rafforzamento delle start-up (c.d. incubatori).⁵

Nella versione originaria, il D.L. n. 179/2012 all'articolo 25, comma secondo, definiva i requisiti formali e sostanziali per poter qualificare una start-up come "innovativa". In particolare esso identificava la start-up innovativa come quella società di capitali (costituita anche in forma di cooperativa) di diritto italiano, non quotata, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto in assemblea ordinaria siano possedute per la maggioranza da parte di persone fisiche, che sia costituita e svolga l'attività da non più di quarantotto mesi, che abbia la sede dei propri affari e interessi in Italia, che non presenti – a partire dal secondo anno – ricavi totali superiori ai 5 milioni di Euro, che non distribuisca e non abbia distribuito utili e che indichi come oggetto sociale *"la produzione e la*

⁴ S. GUIZZARDI, *L'impresa start-up innovativa costituita in forma di S.r.l.*, in Giur. Comm. 2016, 4, I, p. 550, sottolinea che la scelta da parte del registratore di disciplinare con normative specifiche il tema dell'innovazione parte dal presupposto che "un sistema economico non supportato adeguatamente da interventi legislativi di tipo strutturale sistematico, e non occasionale e transitorio, non sarebbe stato autonomamente in grado né di recuperare lo svantaggio competitivo accumulato nei decenni precedenti, né di riuscire ad affrontare con sufficienti possibilità di successo la gravissima crisi economica globale iniziata nel 2008".

⁵ R. BIANCHI, C. FAVRETTO, M. RAGNO, *Le Start-up innovative: disciplina, requisiti e agevolazioni*, Maggioli Editore, giugno 2021.

commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico”⁶. Inoltre viene previsto che la società sia di nuova costituzione e non derivi da operazioni straordinarie quali la fusione, scissione o la cessione d’azienda o di ramo d’azienda.

A ciò si aggiunge la necessità che venga rispettata almeno una delle seguenti disposizioni, c.d. indici di innovatività, anch’essi oggetto di modifiche e che verranno riportati, così come indicati nella forma definitiva, nel prossimo paragrafo.

Come precisato, il decreto legge del 18 ottobre del 2012, numero 179, è stato sin da subito oggetto di modifiche ed integrazioni. Di seguito si riporta un quadro riassuntivo delle principali modifiche avvenute dal 2012 ad oggi, delineando così il quadro legislativo di riferimento attuale.

La prima modifica avvenne il 28 giugno 2013 con il cosiddetto “Decreto Lavoro” (D.L. n. 76/2013)⁷ eliminando l’originariamente previsto requisito che stabiliva la necessità che la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto in assemblea ordinaria dei soci dovesse essere detenuta da persone fisiche sia al momento della costituzione, che per i successivi due anni. Con la mancanza di questo requisito si apre così alla possibilità di creare startup partecipate anche in modo maggioritario da società.

Con il decreto legge del 24 gennaio 2015, numero tre, disponente “Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti” (c.d. “Investment Compact”)⁸ si introducono numerose novità per le startup innovative, prevedendo l’ammissibilità della startup innovativa europea, rendendo così possibile l’assunzione della qualifica di startup innovativa da parte di società non residenti in Italia, limitatamente all’Europa e all’adesione all’accordo sullo spazio economico europeo, a patto che vi sia in Italia una sede produttiva o una filiale⁹ e viene estesa da quattro a cinque anni la conservazione dello status di startup innovativa, e con essa la possibilità di beneficiare delle relative agevolazioni. Importantissima fu la previsione di prevedere e introdurre un regime di circolarizzazione dematerializzata per le quote emesse da startup innovative¹⁰, con la

⁶ Così come disposto all’articolo 25 comma 2, lettera f, del Decreto Legge n. 179/2012.

⁷ Il decreto legge del 28 giugno 2013, numero 76, intitolato “Primi interventi urgenti per la promozione dell’occupazione, in particolare giovanile, della coesione sociale, nonché in materia di imposta sul lavoro aggiunto (IVA) e altre misure finanziarie urgenti” è stato convertito dalla legge del 9 agosto 2013, numero 99.

⁸ Il decreto legge del 24 gennaio 2015, numero 3, contenente “Misure urgenti per il sistema bancario gli investimenti”, fu poi convertito con la legge del 24 maggio 2015 numero 33.

⁹ Tale previsione trova giustificazione nell’esigenza di riservare le agevolazioni di cui possono beneficiare le start-up innovative a soggetti che operano effettivamente in Italia, anche con lo scopo di attrarre investitori esteri.

¹⁰ Tale previsione ha come condizione la costituzione della start-up innovativa con la forma di società a responsabilità limitata.

condizione che siano oggetto di offerta al pubblico tramite portali *online*. Tale disposizione fu molto importante perché manifestava la volontà da parte del legislatore di introdurre appositi portali volti a consentire non solo alle startup innovative, ma anche alle PMI innovative, di venire a conoscenza di documenti e informazioni utili all'accesso a bandi di finanziamento pubblici o privati, nonché di presentare il proprio progetto per attrarre investitori privati.¹¹

Infine, durante l'era Covid, e più precisamente con il decreto legge del 19 maggio 2020, numero 34, disponente “Misure urgenti in materia di salute, sostegno al lavoro e all'economia, nonché di politiche sociali connesse all'emergenza epidemiologica da Covid-19” (c.d. “Decreto Rilancio”), sono state introdotte ulteriori misure di rafforzamento degli interventi in favore delle startup innovative, prima fra tutte la previsione di incentivi fiscali sugli investimenti da parte di privati in startup e PMI innovative. In particolare tale disposizione introduce la possibilità per l'investitore di detrarre del proprio reddito imponibile *“un importo pari al cinquanta per cento della somma investita dal contribuente nel capitale sociale di una o piu' PMI innovative direttamente ovvero per il tramite di organismi di investimento collettivo del risparmio che investano prevalentemente in PMI innovative”*¹² prevedendo però che la startup o PMI innovativa sia iscritta al registro delle imprese, sezione speciale, al momento dell'investimento e che l'investimento venga mantenuto per almeno tre anni, pena la perdita del beneficio fiscale.

Così, ridisegnato dopo le varie modifiche, il D.L. n. 179/2012 all'articolo 25, comma secondo, definisce i requisiti formali e sostanziali per poter qualificare una *startup* come “innovativa”. Secondo il dispositivo di questo articolo la *startup* innovativa deve possedere i seguenti requisiti:

- deve essere di nuova costituzione e deve essere costituita nella forma di società di capitali (o cooperativa) così come riconosciute dal diritto italiano. Per nuova costituzione si intende anche che non deve derivare da operazioni straordinarie quali la fusione, la scissione o la cessione d'azienda o di ramo d'azienda¹³;
- deve essere costituita e svolgere la propria attività da non più di sessanta mesi¹⁴;
- deve avere la sede dei propri affari e interessi in Italia;

¹¹ Dello strumento di “investimento collettivo”, noto come *crowdfunding*, se ne parlerà nel III capitolo di questo elaborato.

¹² Articolo 38, comma 8, del D.L. n. 34/2020.

¹³ Con questa previsione la volontà del legislatore è quella di non attribuire rilevanza alla prosecuzione sotto diversa forma giuridica di attività già esercitate in precedenza, ma di dare rilievo ad iniziative imprenditoriali nuove.

¹⁴ Con il decreto legge numero 34 del 2020 e in via eccezionale solo per il periodo di crisi da Covid19, si è provveduto ad estendere il periodo di iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese delle startup innovative fino a un massimo di 72 mesi.

- non deve presentare – a partire dal secondo anno – ricavi totali superiori ai 5 milioni di Euro;
- non deve distribuire e non deve aver distribuito precedentemente utili;
- deve indicare come oggetto sociale “*la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico*”¹⁵.

Inoltre, una volta avvenuta l’iscrizione nella sezione speciale delle start-up innovative del registro delle imprese è richiesto che, fintanto che permanga tale iscrizione, il rappresentante legale debba periodicamente sia attestare il mantenimento del possesso dei requisiti previsti affinché la società possa essere inquadrata con la qualifica di “società innovativa”, sia depositare la dichiarazione di mantenimento dei requisiti presso l’ufficio del registro delle imprese.

Nel prossimo paragrafo verranno analizzate le ulteriori disposizioni previsti dal dispositivo dell’articolo 25, note anche come “requisiti alternativi” o “indici di innovatività”.

1.2. Gli indici di innovatività delle start-up innovative

Al fine di essere qualificata come start-up innovativa, oltre al rispetto dei requisiti sopra esposti, una società deve possedere almeno uno dei tre seguenti ulteriori requisiti previsti dall’articolo 25 del decreto legge numero 179 del 2012, conosciuti anche come “indici di innovatività”¹⁶:

- 1) le spese in ricerca e sviluppo devono essere maggiori o uguali a una certa soglia determinata quantitativamente;
- 2) deve sussistere l’impiego di collaboratori qualificati;
- 3) deve esservi la disponibilità di diritti di privativa industriale.

Tali requisiti sono alternativi e quindi, a differenza di quanto accade per le PMI innovative – analizzato alla fine di questo capitolo, è sufficiente la sussistenza di solo uno dei tre requisiti per ottenere la qualifica di start-up innovativa.

¹⁵ Così come disposto all’articolo 25 comma 2, lettera f, del Decreto Legge n. 179/2012.

¹⁶ È necessario evidenziare che non è sufficiente a consentire l’acquisizione della qualifica di startup innovativa il possesso di uno di questi requisiti alternativi, senza la sussistenza delle condizioni indicate nell’art. 25 del Decreto Legge n. 179/2012.

1.2.1. Primo requisito alternativo: spese in ricerca e sviluppo.

Il dato normativo sancisce che le spese in ricerca e sviluppo, rappresentate nell'ultimo bilancio approvato¹⁷, devono essere uguali o superiori al 15% del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della startup innovativa¹⁸.

Nel parere del 4 settembre 2017 e del ministero dello sviluppo economico (prot. n. 356555) viene precisato che, nel caso in cui la startup innovativa sia una società di nuova costituzione e perciò non esista un bilancio di fine esercizio nel quale verificare tale importo, la determinazione di queste spese debba essere dichiarata per atto scritto dal legale rappresentante della startup innovativa: tale autocertificazione equivarrebbe ad una “nota di intenti, cui la società dovrà tener fede nel corso dell'esercizio”.

Il principio contabile OIC numero 24¹⁹ è espressamente individuato dal Ministero dello Sviluppo Economico al fine di individuare e determinare i costi di ricerca e sviluppo. In particolare, secondo tale principio:

- “la ricerca di base è un’indagine originale e pianificata intrapresa con la prospettiva di conseguire nuove conoscenze e scoperte, scientifiche o tecniche, che si considera di utilità generica alla società. I costi di ricerca di base sono normalmente precedenti a quelli sostenuti una volta identificato lo specifico prodotto o processo che si intende sviluppare”²⁰. I costi di ricerca di base sono costi di periodo e vengono addebitati al conto economico dell'esercizio in cui sono sostenuti, poiché rientrano nella ricorrente operatività dell'impresa;
- “lo sviluppo è l'applicazione dei risultati della ricerca di base o di altre conoscenze possedute o acquisite in un piano o in un progetto per la produzione di materiali, dispositivi, processi, sistemi o servizi, nuovi o sostanzialmente migliorati, prima dell'inizio della produzione commerciale o dell'utilizzazione”²¹.

Lo stesso principio contabile precisa che la voce in conto economico “costi di sviluppo” può contenere anche i costi per la progettazione, costruzione e verifica di prototipi o modelli che precedono la produzione o l'utilizzo degli stessi; i costi per la progettazione di mezzi, prove,

¹⁷ Tali spese dovranno essere analiticamente descritte nella nota integrativa del bilancio.

¹⁸ Non vengono conteggiate a questo proposito le spese sostenute per l'acquisto o la locazione di immobili. Vengono ricomprese invece le spese sostenute per lo sviluppo e la compilazione del Piano Industriale, le spese per la consulenza fornita dai c.d. “incubatori di *startup*” e altresì le spese sostenute per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso.

¹⁹ La rilevanza dei principi contabili emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) ai fini del calcolo della soglia in esame è espressamente affermata dal ministero dello sviluppo economico nel parere del 29 dicembre 2017, protocollo numero 562754. Fonte: R. BIANCHI, C. FAVRETTO, M. RAGNO, “Le Start-up innovative: disciplina, requisiti e agevolazioni”, Maggioli Editore, giugno 2021.

²⁰ OIC 24, definizione di *ricerca di base*. Testo del principio contabile emanato nel dicembre 2016 ed aggiornato con gli emendamenti pubblicati il 29 dicembre 2017, disponibile al link: <https://www.fondazioneoic.eu>.

²¹ OIC 24, definizione di *sviluppo*. Testo del principio contabile emanato nel dicembre 2016 ed aggiornato con gli emendamenti pubblicati il 29 dicembre 2017, disponibile al link: <https://www.fondazioneoic.eu>.

stampi e matrici concernenti la nuova tecnologia; i costi per la progettazione, la costruzione e l'attivazione di un impianto pilota che non è di dimensioni economicamente idonee per la produzione commerciale; i costi per la progettazione, la costruzione e la prova di materiali, progetti, prodotti, processi, sistemi o servizi nuovi o migliorati; i costi per l'applicazione della ricerca di base.

Tuttavia, lo stesso principio chiarisce che la semplice attinenza ad alcuni progetti di sviluppo non è una condizione sufficiente per consentire la capitalizzazione²² dei costi associati. A tal fine, i costi devono infatti presentare le seguenti caratteristiche aggiuntive e dettagliate:

- devono essere chiaramente definiti, identificabili e misurabili;
- devono essere riferiti ad un progetto realizzabile, ossia per il quale la società possieda le competenze e le risorse per portarlo a termine;
- devono essere recuperabili, sulla base delle prospettive di reddito tali per cui i ricavi che si prevedono di realizzare dal progetto debbano essere almeno superiori ai costi dello stesso.

Infine, si precisa che, in aggiunta a quanto previsto dai principi contabili, si comprendono tra i costi di ricerca e sviluppo i costi relativi allo sviluppo precompetitivo e competitivo, così come i costi associati alla creazione di business plan e i costi associati ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati.

1.2.2. Secondo requisito alternativo: impiego di collaboratori certificati.

All'interno del *board* della società devono essere impiegati, per almeno un terzo del capitale umano totale, dipendenti o collaboratori che siano in possesso di un titolo di dottorato di ricerca o che, in possesso di un titolo di laurea, abbia svolto attività di ricerca certificata presso istituti italiani o esteri.²³

Benché il dato normativo non parrebbe richiedere alcun nesso tra la qualifica dei dipendenti e l'attività svolta dalla società, si considera che sarebbe preferibile un'interpretazione secondo la quale tale requisito sussista solo nel caso in cui i titoli di studio (laurea magistrale o dottorato di ricerca) siano relativi a materie afferenti al progetto innovativo. Sulla tipologia di rapporto di lavoro che deve instaurarsi tra collaboratori qualificati e società startup innovativa, si ritiene

²² Il Principio contabile OIC n. 24 stabilisce che nella capitalizzazione dei costi di sviluppo delle attività patrimoniali sono inclusi i seguenti costi: stipendi, salari e altri costi relativi al personale impiegato nelle attività di sviluppo; costi di beni e servizi utilizzati nelle attività di sviluppo; ammortamento di immobili, attrezzature e altre immobilizzazioni nella proporzione in cui tali spese sono sostenute nelle attività di sviluppo; vari costi e spese come l'ammortamento dei brevetti e delle licenze.

²³ Con il Decreto Legge n. 76/2013 si è annesso alla seguente disposizione anche la possibilità di ricomprendere all'interno del *board* della *startup* un numero almeno uguale ai 2/3 del totale del personale di persone in possesso di un titolo di laurea magistrale ai sensi dell'articolo 3 del D.M. n. 270/2004.

che possa instaurarsi “a qualsiasi titolo”²⁴; delle modalità di remunerazione del rapporto di lavoro di collaboratori continuativi e degli altri fornitori di servizi o consulenti se ne parlerà nel prosieguo del capitolo.

1.2.3. Terzo requisito alternativo: diritti di privativa industriale.

Al fine di ottenere la qualifica di startup innovativa può ritenersi necessario possedere la titolarità o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale o biotecnologica a una topografia di prodotto a semiconduttori o ad una nuova varietà vegetale direttamente afferenti all'oggetto sociale ed all'attività d'impresa.

Con riguardo a questo ultimo requisito, il dato normativo sembra evidenziare che per ottenere il requisito di startup innovativa sia sufficiente essere depositari o licenziatari della privativa, senza quindi vantare un diritto di titolarità della stessa. È invece dato per assodato che, sebbene non specificato nella norma, tali privative siano direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività d'impresa²⁵.

1.3. Le modalità di costituzione di una startup innovativa: forma giuridica, residenza e oggetto sociale.

Nei precedenti paragrafi si sono analizzati i requisiti sostanziali e alternativi che una società deve possedere per poter essere qualificata come “startup innovativa”.

Una volta accertata la sussistenza di questi requisiti, l'imprenditore deve seguire uno specifico *iter* giuridico per costituire la società come “startup innovativa”: sono numerose le variabili da considerare e in questo paragrafo si vuole dare evidenza delle principali: la scelta della forma giuridica, l'individuazione della residenza fiscale e la selezione dell'oggetto sociale.

L'articolo 25 del D.L. 179/2012 disciplina che una società per ottenere la qualifica di startup innovativa debba essere costituita come società di capitali (e quindi di società per azioni, o di società a responsabilità limitata, o di società in accomandita per azioni) oppure in forma cooperativa. Risulta chiara l'impossibilità di costituire una società “startup innovativa” sottoforma di società di persone, di associazioni o fondazioni, nonché imprenditori individuali²⁶.

²⁴ S. GUIZZARDI, L'impresa startup innovativa costituita in forma di s.r.l., in *Giur. Comm.*, 2016, 4, I, p. 559.

²⁵ Come riporta la circolare del ministero dello sviluppo economico numero 348960 del 2 ottobre 2018.

²⁶ È tuttavia ammesso il caso della costituzione di una società startup innovativa costituita con la forma di società di capitali unipersonale.

Altro requisito previsto dall'articolo 25, comma due, lettera C del decreto legge numero 179 del 2012 è l'individuazione della residenza della startup innovativa in Italia. Per approfondire il concetto di residenza è necessario richiamare l'articolo 73 del TUIR, il quale definisce che “ai fini delle imposte sui redditi, si considerano residenti le società e gli enti che per la maggior parte del periodo d'imposta hanno la sede legale o la sede dell'amministrazione o l'oggetto principale nel territorio dello Stato”²⁷.

Nella disposizione di questa previsione l'utilizzo della “o” disgiuntiva non è causale, infatti la conseguenza logica è che “ove si verifichi soltanto uno di essi, la società è considerata fiscalmente residente in Italia. Non esiste quindi una gerarchia di criteri, bensì ognuno di essi, anche unitamente, è sufficiente a determinare la residenza fiscale”²⁸.

Una società, quindi, si considera residente quando abbia la propria sede legale, la propria sede amministrativa o l'oggetto principale nel territorio dello Stato. Per sede legale il testo unico delle imposte dei redditi non dà una definizione specifica: per definirla è necessario ricorrere alla giurisprudenza della Suprema Corte che la identifica come “il luogo indicato nello statuto della società o nell'atto costitutivo”²⁹. Con riferimento alla sede amministrativa, si considera che essa coincida con la definizione di “sede effettiva”, di matrice civilistica, intesa come “il luogo ove hanno concreto svolgimento di attività amministrative e di direzione dell'ente, ove si convocano le assemblee, e cioè il luogo stabilmente utilizzato per l'accentramento degli organi e degli uffici societari nei rapporti interni e con i terzi”³⁰. Infine, l'oggetto principale dell'attività viene ampiamente accertato in giurisprudenza, identificandolo come l'insieme degli atti produttivi e negoziali, oltre che dei rapporti economici, che la società pone in essere con i terzi. Con riferimento all'individuazione del luogo in cui si realizza l'oggetto sociale si deve considerare non il luogo in cui siano disposti i beni principali posseduti dall'ente, bensì la “necessità che occorra o meno una presenza in loco per la gestione dell'attività dell'ente”³¹. Sempre secondo la giurisprudenza l'oggetto principale dell'attività non rappresenta un dato formale, ma un criterio sostanziale, in linea con quanto specificato dall'art. 4 del Modello OCSE³² rubricato “Resident”, secondo i criteri di individuazione del *place of effective*

²⁷ Articolo 73, comma 1, del decreto del Presidente della Repubblica del 22 dicembre 1986, numero 917 (Testo Unico delle Imposte sui Redditi o il “TUIR”).

²⁸ C. GARBARINO, Diegesto Disc. Priv., Sez. Comm., Agg. VI, Torino 2012, voce “Residenza delle persone giuridiche” – p.649. In giurisprudenza, si veda Cass. Pen., sez. III, 24 gennaio 2012, n. 7080.

²⁹ Cass. Pen., sez. III, 30 ottobre 2013, n. 1811.

³⁰ Cass. Civ., sez. V, 4 giugno 2019, n. 15184.

³¹ Cass. Pen., sez. III, 30 ottobre 2013, n. 1811.

³² L'articolo 4 del modello OCSE definisce residente di uno Stato colui che, con riferimento all'ordinamento interno di tale paese, viene considerato assoggettabile a tassazione (“*liable to tax*”) sulla base del suo domicilio, della sua residenza, del luogo di direzione o di ogni altro criterio avente natura similare. In caso di confusione sull'effettiva residenza di un contribuente (persona fisica) lo stesso articolo, al comma due, sancisce delle regole

*management and control*³³. È doveroso, infatti, evidenziare che non vi è una perfetta corrispondenza tra l'art. 73 del TUIR e l'art. 4 del Modello OCSE: il primo si riferisce al requisito di effettività dell'attività esercitata, mentre nel modello OCSE ci si riferisce al luogo di gestione effettiva laddove vengono prese le decisioni di gestione (c.d. *key management*) necessarie per il prosieguo dell'attività della società.

Sempre con riguardo all'individuazione della residenza, si evidenzia infine che, con l'obiettivo di attrarre nel territorio nazionale investitori esteri, il decreto legge numero 179 del 2012 ammette che anche le società aventi la residenza in un altro Stato membro dell'Unione Europea ovvero in uno Stato non appartenente all'Unione Europea, ma comunque aderente all'accordo sullo spazio economico europeo, possano beneficiare della qualifica di startup innovative. Si ricorda che la condizione affinché si verifichi tale previsione è quella che vi sia almeno una sede produttiva o una filiale in Italia.

1.3.1. La determinazione dell'oggetto sociale di una startup innovativa

In fase di redazione dell'atto costitutivo è necessario dare evidenza dell'oggetto sociale della società che ambisce alla qualifica di startup innovativa. Infatti, ai sensi degli articoli 2332 e 2463 del codice civile, la mancanza di indicazioni concernenti l'oggetto sociale nell'atto costitutivo rispettivamente di una società per azioni e di una società a responsabilità limitata, può determinare la nullità della società stessa.

Come delineato dal Decreto Legge 179 del 2012, l'oggetto sociale di una startup innovativa deve riguardare esclusivamente o prevalentemente lo sviluppo, la produzione o commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico. Premettendo che, per il Ministero dello Sviluppo Economico, i requisiti dell'innovazione e dell'alto valore tecnologico dei beni o dei servizi devono sussistere congiuntamente³⁴ – e dunque non è sufficiente la presenza di solo uno dei due –, va notificato che non vi è uniformità di interpretazione sulle caratteristiche che devono dei prodotti e dei servizi, indicati nella legge.

(c.d. *tie breaker rules*). A questo proposito il contribuente si potrà considerare residente nel paese in cui: 1) possieda una abitazione permanente (*permanent home*) e vi sia il centro vitale dei suoi interessi (*centre of vital interests*); 2) soggiorni abitualmente (*habitual abode*); 3) possieda la nazionalità (*nationality*). Infine, se dovesse ancora risultare dubbia la residenza, allora le autorità competenti dovranno definire in quale stato sia effettivamente residente il contribuente “*by mutual agreement*”, ossia attraverso una procedura amichevole. Il testo originale dell'articolo si trova all'interno dell' “OECD Model Convention”, disponibile sul sito www.oecd.org.

³³ Sempre secondo l'articolo 4 del Modello Ocse, comma quarto, e con riferimento ai soggetti diversi da persone fisiche, la residenza verrà determinata sulla base del luogo in cui vi sia la sede di direzione effettiva (“*place of effective management and control*”).

³⁴ Parere del MISE del 20 maggio 2016, prot. numero 141363: “[...]l'assenza di congiunzioni tra innovazione e alto valore tecnologico indica un binomio indissolubile, che costituisce una *condicio sine qua non* per la definizione della fattispecie e quindi l'iscrizione in sezione speciale”.

Quest'ampia definizione fornita dal legislatore, dunque, permette di estendere la gamma di attività delle startup innovative in molti e diversi settori economici. Tra questi, ad esempio, si annoverano: lo sviluppo di software e la consulenza informatica, il commercio al dettaglio raffinato, la produzione di dispositivi mobili, il settore del noleggio e l'industria alimentare.

Inoltre, è curioso notare come la nozione di “innovazione” delineata dal legislatore, in forza dei propri confini non particolarmente definiti e perciò molto incerti, sembra non delimitarla ad un mero aspetto tecnologico: questa interpretazione è confermata anche dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) che in una propria pubblicazione afferma che “l'innovazione non è solamente scienza e tecnologia, ma ne esistono anche altre forme”³⁵. A tal proposito, l'implementazione di nuovi metodi di organizzazione del lavoro delle società, del luogo di lavoro e della gestione delle relazioni esterne può essere definibile come “innovazione” e può avere un impatto sostanziale sulla crescita produttiva, sulla creazione di valore e sulla competitività. Anche le innovazioni legate al *marketing* e alla comunicazione d'azienda possono determinare “innovazione”, variando ad esempio le 4P del *marketing mix* come per esempio una modifica del *design* del prodotto o del packaging, del luogo in cui viene venduto il prodotto, o della determinazione della promozione e del prezzo. Dunque, seguendo il filo logico di queste considerazioni, un prodotto o un servizio potrebbero essere considerati innovativi o ad alto contenuto tecnologico anche qualora non sussista ancora un mercato di riferimento, aprendo dunque allo sviluppo di una c.d. *blu ocean strategy*.

Un altro orientamento, invece, afferma che “solo i beni o i servizi risultato di un'elaborazione tecnica originale e non immediatamente deducibile dallo stato dell'arte”³⁶ o che siano “caratterizzati da una sensibile miglioria rispetto allo stato dell'arte e della tecnica”³⁷ possono essere caratterizzati dalla qualifica di innovatività.

Questa incertezza normativa apre al rischio di dilatare tale requisito di innovatività sino a farlo coincidere con la nozione di impresa che opera sul mercato, permettendo così di commettere abusi sul piano competitivo³⁸. Per porre rimedio a questa eventualità, nel Rapporto “Restart, Italia!”³⁹ si evidenzia come il riconoscimento della qualifica dell'impresa come “innovativa” si fondi sulla possibilità di dimostrare, anche attraverso una valutazione condotta da un esperto esterno sulla base del business plan, che il beneficiario svilupperà prodotti, servizi o processi

³⁵ OECD, SMEs, Entrepreneurship and Innovation, OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship, 2010, p. 28 ss.

³⁶ M. CIAN, Società startup innovative e PMI innovative, in Giur. Comm., 2015, 6, I, p. 975.

³⁷ A. CAPRARA, Innovazione e impresa innovativa, in contr. Imp., 2015, 4-5, p. 1177 ss.

³⁸ A.F. NICOTRA, L'oggetto sociale delle startup innovative, in Banca, borsa, tit. cred., 2020.

³⁹ Disponibile al seguente link: <https://www.mise.gov.it/index.php/it/per-i-media/pubblicazioni/rapporto-restart-italia>

tecnologicamente nuovi o significativamente migliorati rispetto allo stato dell'arte del settore di riferimento.

Un ulteriore dubbio interpretativo sorge riguardo la previsione che, per poter essere qualificata come innovativa, la startup debba svolgere tutte e tre le attività di sviluppo, produzione e commercializzazione menzionate dalla norma. A questo proposito il Ministero dello Sviluppo Economico ha escluso che “possa essere considerata startup innovativa una società la cui attività consista nella sola sperimentazione di servizi o di beni innovativi, in quanto non sarebbe in tal modo rispettata la definizione codicistica di imprenditore (art. 2082 c.c.)⁴⁰”. Della stessa stregua è la dottrina che è giunta alla medesima conclusione in ragione del fatto che nel dato normativo le tre attività – sopracitate – sono legate fra loro dalla congiunzione “e” e non dalla disgiunzione “o”.

In sede di iscrizione alla sezione speciale del Registro delle Imprese, la valutazione della bontà delle dichiarazioni e in particolare del fatto che i beni o i servizi per i quali si stia intraprendendo lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione siano effettivamente caratterizzati da “innovazione”, non rientra nella sfera di competenza del suddetto ufficio: l’Ufficio del Registro delle Imprese ha semplicemente la funzione di controllo della formalità e correttezza della documentazione presentata (ad esempio, controllare la corretta e precisa compilazione della modulistica). Tuttavia, secondo la circolare del Ministero dello Sviluppo Economico del 14 febbraio 2017, n. 3696/C, benché all’ufficio del Registro delle Imprese non competa la verifica della valutazione della qualifica di “innovazione” dell’oggetto sociale, allo stesso è richiesta una valutazione complessiva in termini di coerenza. Tale valutazione deve avere un *approccio teleologico* e un *approccio olistico*. Il primo si segue considerando le finalità complessive della disciplina prevista dal legislatore volta “a favorire l’imprenditoria innovativa”, il secondo è basato sulla valutazione degli elementi non direttamente connessi alla mera formulazione testuale dell’oggetto sociale.

1.3.2. Costituzione di una startup innovativa “in modo autonomo”

Tra le principali novità e agevolazioni riconosciuta agli imprenditori *startupper* vi è la possibilità di costituire la startup innovativa in modo autonomo, utilizzando il formato elettronico. Infatti, l’articolo 4 comma 10 *bis* del D.L. 3/2015 riconosce che “*al solo fine di favorire l’avvio di attività imprenditoriale e con l’obiettivo di garantire una più uniforme*

⁴⁰ Parere del MISE del 29 settembre 2014, prot. numero 169135. Secondo l’art. 2082 del codice civile “è imprenditore chi esercita professionalmente un’attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi”.

applicazione delle disposizioni in materia di startup innovative, l'atto costitutivo e le successive modificazioni di startup innovative sono redatte per atto pubblico ovvero per atto sottoscritto con firma digitale [...]”.

A questo proposito il Ministero dello Sviluppo Economico ha dettato le linee guida per la costituzione attraverso documento informatico, approvando il modello standard di atto costitutivo e statuto. In particolare è possibile utilizzare, in sede di costituzione di una startup innovativa, la forma elettronica per la redazione dei contratti di società a responsabilità limitata aventi per oggetto esclusivo prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico.

Dunque, la stipulazione di tale atto non richiede la presenza del notaio, ma deve essere firmato digitalmente, deve essere redatto in totale conformità al modello standard e deve essere presentato per l'iscrizione a registro delle imprese dell'ufficio territorialmente competente entro il termine di 20 giorni dalla sottoscrizione. A questo punto l'ufficio competente provvederà a verificare la correttezza del modello, registrare l'atto presso il portale dell'Agenzia delle Entrate, trasmettere la pratica di comunicazione unica registro delle imprese e porre in essere ogni altro adempimento necessario al fine di completare la procedura. Al fine di rendere più agevole questa operazione, sarà cura dell'ufficio di assistenza contattare l'impresa nel caso in cui venissero riscontrati errori o irregolarità nella pratica.

Una volta completata questa prima parte, l'imprenditore *startupper* dovrà presentarsi all'ufficio competente per firmare digitalmente l'atto e lo statuto della nuova impresa e la dichiarazione dei requisiti di startup.

Una volta completata questa prima fase, sarà compito dell'ufficio del registro delle imprese eseguire i seguenti controlli sui documenti ricevuti: verifica della conformità del contratto al modello standard approvato dal ministero dello sviluppo economico; verifica della sottoscrizione effettuata con firma digitale da parte di tutti i sottoscrittori nel caso di società pluripersonale oppure dell'unico contraente nel caso di società unipersonale; verifica della corretta indicazione di un indirizzo di posta elettronica certificata direttamente riferibile alla società; verifica della liceità, della possibilità e della determinabilità dell'oggetto sociale; verifica dell'esclusività o della prevalenza dell'oggetto sociale concernente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; presentazione della domanda di iscrizione nella sezione speciale delle startup innovative.

In caso di esito positivo delle verifiche sopracitate, l'ufficio provvederà all'iscrizione con la dicitura aggiuntiva e provvisoria *“startup costituita a norma dell'articolo quattro, comma 10 bis, del Dl 24 gennaio 2015, numero tre, iscritta provvisoriamente in sezione ordinaria, in*

corso di iscrizione nella sezione speciale". Ottenuta la conferma dell'iscrizione nella sezione speciale, si procederà alla cancellazione di tale dicitura. Viceversa, nel caso in cui l'impresa startup innovativa dovesse perdere le caratteristiche per essere iscritta nella sezione speciale, resterà comunque iscritta nella sezione ordinaria del registro delle imprese.

È necessario però evidenziare che a seguito dell'accoglimento del Consiglio di Stato, con sentenza 2643 del 29 marzo 2021 delle contestazioni sollevate dal Consiglio Nazionale del Notariato tale procedura telematica è stata momentaneamente sospesa⁴¹.

1.4. Normativa della startup: deroghe al diritto societario nel caso di perdite superiori ad un terzo del capitale sociale.

Abbiamo visto come molte delle previsioni in tema di startup innovativa siano differenti rispetto al normale diritto societario. Il legislatore, infatti, è spesso intervenuto in deroga alle norme sul diritto societario con il fine di agevolare la costituzione di startup innovative. In particolare, nel seguente paragrafo si evidenziano le diverse disposizioni previste per la copertura delle perdite di esercizio, tema a cui il codice civile presta molta attenzione in quanto una perdita potrebbe ridurre il patrimonio della società e quindi le garanzie nei confronti dei terzi.

La disciplina, racchiusa negli art. 2446, comma 2 e 2482-*bis*, comma 4, prevede che nel caso in cui rispettivamente una società per azioni o una società a responsabilità limitata chiuda in perdita, in sede di approvazione del bilancio, se ne deliberino anche le modalità di copertura.

Il caso più grave avviene quando la perdita d'esercizio è superiore a 1/3 del capitale sociale. In questa evenienza, secondo il codice civile, per le Società per Azioni, gli amministratori devono convocare senza indugio l'assemblea dei soci per prendere i provvedimenti necessari a coprire la perdita⁴² e inoltre devono presentare una situazione economico-patrimoniale con rispettiva relazione e riportare le osservazioni dell'organo di controllo contabile. Nel caso in cui non sia possibile ridurre la perdita a meno di un terzo del capitale sociale, sarà necessario ridurre proporzionalmente il capitale. Nel caso in cui il capitale sociale, a seguito della riduzione apportata, dovesse scendere sotto al minimo legale previsto per quel tipo di società, sarà necessario o deliberare un aumento di capitale sociale oppure procedere alla trasformazione della società.

⁴¹ Fonte: P. Ceroli, L. Miletto – Start-up e PMI innovative: guida completa per la costituzione, la gestione e lo sviluppo. Le novità dei DL Rilancio, Sostegni e Sostegni-Bis – Il Sole 24 Ore – Giugno 2021.

⁴² La perdita può essere coperta in diversi modi: rinviandola all'esercizio successivo e coprendola quindi con i futuri utili prospettati; utilizzando riserve e utili portati a nuovo dai precedenti esercizi; riducendo in maniera proporzionale il capitale sociale (ed eventualmente procedendo alla trasformazione della società).

Nel caso di Società a Responsabilità Limitata, per perdite superiori a un terzo del capitale sociale, il codice civile interviene delineando due diverse opzioni: il caso in cui il capitale sociale ridotto dalle perdite sia inferiore al minimo legale (fissato per le S.r.l. a 10.000,00 Euro) e il caso contrario. Il più significativo è il primo caso e, sulla base di quanto indicato nell'articolo 2482 *bis* codice civile, gli amministratori devono “*senza indugio convocare l'assemblea dei soci per prendere gli opportuni provvedimenti*” e sottoporre “*all'assemblea una relazione degli amministratori sulla situazione patrimoniale della società con le osservazioni del collegio sindacale o del soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti*”. A questo punto l'assemblea potrà deliberare autonomamente se riportare le perdite a nuovo (e quindi coprirle con futuri utili), oppure se coprire la perdita con le modalità riportate nella nota 36. Come per le Società per Azioni, nel caso in cui la perdita non venga ricoperta entro l'esercizio successivo, si provvederà alla diminuzione proporzionale del capitale sociale e, nel caso in cui esso scenda sotto il minimo legale, alla trasformazione della società.

Rinfrescate, seppur in estrema sintesi, le previsioni per la copertura delle perdite di esercizio di S.p.A. ed S.r.l., possiamo approfondire la deroga prevista per le società qualificate come “startup innovative”. In caso di perdite superiori a un terzo del capitale sociale, le startup innovative possono posticipare il termine per la copertura della perdita al secondo esercizio successivo rispetto a quello in cui viene a formarsi la perdita. Nel caso in cui la perdita di esercizio determinasse una riduzione del valore del capitale sociale al di sotto del minimo previsto dalla legge, allora sarà necessario convocare senza indugio l'assemblea e procedere, come abbiamo visto per le società di capitali, procedere all'immediata riduzione del capitale e, se necessario, al conseguente aumento ad una cifra non inferiore al minimo legale (o alla trasformazione del tipo di società). In alternativa e solo per le startup innovative, gli amministratori possono deliberare il rinvio della decisione sulla ricapitalizzazione alla chiusura dell'esercizio successivo: non opera, dunque, la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale prevista dagli articoli del Codice Civile numero 2484, comma 1, n. 4 e 2545-*duodecies*⁴³.

La *ratio* di questa previsione è sicuramente quella di ponderare la grande incertezza e l'altrettanta grande possibilità di *default* che le startup innovative hanno nei primi anni della loro vita, permettendo di rinviare eventuali perdite di un anno in più rispetto a quanto previsto normalmente per le società di capitali. Tuttavia, è necessario ribadire che un importante ruolo in questa decisione lo ricoprono i finanziatori, che hanno investito nella società.

⁴³ B. PAGAMICI, Start-up innovativa, Guida IPSOA, 2018.

2.1. L'incubatore di startup.

Costituire una startup, come abbiamo visto nel paragrafo precedente, non è difficile. Tuttavia, l'imprenditore può incontrare difficoltà nel promuovere e sviluppare nel mercato la propria idea innovativa: il rischio di default economico e finanziario, soprattutto nelle prime fasi della vita della startup, è molto alto e, in certi settori, tocca anche il 90%. A questa tematica bisogna aggiungere anche la difficoltà di sviluppare un *business plan* completo, chiaro e con una strategia di lungo periodo sostenibile (anche e soprattutto a livello finanziario) al fine di attrarre investitori e nuova finanza nel proprio progetto.

Così, nell'estate del 2012, il governo ha adottato un regolamento per incoraggiare la creazione e la crescita dimensionale delle startup innovative, introducendo il concetto di "incubatore certificato".

2.2.1. Definizione e requisiti dell'incubatore certificato

L'art. 25, comma 5, del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, definisce la nozione di "incubatore certificato" come *"una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero Societas Europea, residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del Tuir, che offre servizi, anche in modo non esclusivo, per sostenere la nascita e lo sviluppo di startup innovative"*.

Dalla norma si evince la volontà del legislatore di "accompagnare" il processo di avvio e di crescita delle startup innovative nella fase che va dal c.d. *seed stage* (concepimento dell'idea), fino alla fase *early stage*, che coincide con i primi anni di vita. Questo processo di sostenimento dello sviluppo della startup si estrinseca in particolar modo attraverso la costante formazione e il continuo affiancamento dei fondatori dell'impresa sui temi salienti della gestione di una società e del proprio ciclo di business, sostenendo la crescita anche attraverso sostegno operativo, strumenti di lavoro adeguati, una sede operativa e facilitando l'ingresso di eventuali investitori⁴⁴.

Il legislatore riconosce che l'incubatore certificato, per poter essere di supporto alle attività della startup innovativa e al processo di sviluppo e crescita della stessa, debba possedere dei requisiti specifici, che vengono elencati dal comma cinque dell'articolo 25 del decreto sopra citato.

⁴⁴ B. PAGAMICI, "Start-up innovativa", Wolters Kluwer, 2018: "[...] a tal proposito, non è poco comune che lo stesso incubatore certificato investa nel progetto di una start-up innovativa."

Tali requisiti sono:

- 1) la possibilità di disporre di strutture, anche immobiliari, adeguate ad accogliere startup innovative, come, ad esempio, spazi riservati per poter installare attrezzature di prova, test, verifica o ricerca;
- 2) disponibilità di attrezzature adeguate all'attività delle startup innovative, come accesso alla rete Internet, spazi per meeting e sale riunioni, macchinari per test, prove o prototipi;
- 3) l'incubatore deve essere diretto o amministrato da persone di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione e deve disporre di una struttura tecnica e manageriale stabile;
- 4) l'incubatore deve avere rapporti di collaborazione costanti con centri di ricerca, università, istituzioni pubbliche e partner finanziari che svolgono attività collegati a progetti di startup innovativa;
- 5) Infine l'incubatore deve possedere un'adeguata e comprovata esperienza nell'attività di sostegno nei confronti di startup innovative.

Il possesso dei requisiti sopra elencati (ad eccezione del punto 5), deve essere autocertificato dall'incubatore stesso, al momento dell'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese⁴⁵, attraverso atto scritto firmato dal rappresentante legale, in accordo degli indicatori e delle altre disposizioni stabilite dal Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico, del 21 febbraio 2013, recante "Requisiti incubatori di startup innovative".

Le informazioni contenute nella domanda di iscrizione a registro delle imprese devono essere obbligatoriamente aggiornate ogni sei mesi⁴⁶; inoltre, entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio e comunque entro 6 mesi dalla chiusura dell'esercizio, viene richiesta anche la disposizione di un atto attraverso il quale il rappresentante legale attesti il mantenimento del possesso dei requisiti richiesti dalla norma per qualificarsi come incubatore certificato di startup innovative: il mancato rispetto di tale previsione coincide con la perdita dei requisiti di incubatore certificato e delle conseguenti agevolazioni⁴⁷.

⁴⁵ L'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese da parte dell'incubatore certificato e la compilazione del certificato richiesto per potersi qualificare come tale, deve essere svolta presentando un apposito modulo di domanda in formato elettronico reperibile sul sito Internet del Ministero dello Sviluppo Economico, nella sezione start-up innovative.

⁴⁶ Previsione *ex art.* 25, comma 14, D.L. n. 179/2013.

⁴⁷ Ai sensi dell'articolo 25 comma 16 del decreto legge numero 179 del 2012, la start-up innovativa o l'incubatore certificato vengono cancellati in ufficio dalla sezione speciale del registro delle imprese: entro 60 giorni nel caso di perdita dei requisiti qualificanti o per il mancato deposito della dichiarazione di perdurante sussistenza dei suddetti requisiti. La cancellazione avviene con provvedimento del conservatore del registro delle imprese e prevede la possibilità di proporre ricorso entro otto giorni al giudice del registro.

2.1.2. Le misure di sostegno per gli incubatori certificati.

L'acquisizione della qualifica di incubatore certificato permette di accedere alle misure di sostegno previste da D.L. 179/2012, alcune delle quali molto importanti in ottica di sostegno e sviluppo delle imprese qualificate come "startup innovative".

Tali previsioni, contenute nell'articolo 26, comma 8, del Decreto, coincidono con la possibilità da parte degli incubatori certificati di beneficiare, a seguito dell'iscrizione nella sezione speciale del Registro delle Imprese, dell'esonero del pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria dovuti per gli adempimenti relativi alle iscrizioni nel Registro delle Imprese⁴⁸, nonché dal pagamento del diritto annuale dovuto in favore delle Camere di Commercio.

Inoltre, la certificazione è necessaria anche per accedere al Fondo di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese⁴⁹, che ha lo scopo di facilitare l'accesso alle fonti finanziarie mediante la garanzia dello Stato. Gli incubatori hanno la facoltà di beneficiare di un accesso al fondo di garanzia per le PMI in maniera semplificata, e quindi veloce, gratuita e prioritaria.

Ciò permette ad una startup innovativa di "saltare" le prime fasi di raccolta del capitale, che normalmente risultano essere le più complicate e difficoltose, coprendo l'80% del credito erogato da una banca fino ad un massimale di 2,5 milioni di Euro.

Infine è previsto anche l'accesso al programma "Italia Startup Visa", grazie al quale i cittadini non UE che intendono avviare una startup innovativa in Italia, possono godere di un canale prioritario e semplificato per l'accesso agli aiuti di un incubatore certificato.

Secondo il 32° rapporto periodico del Ministero dello Sviluppo Economico, al 30 giugno 2022 il Fondo di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese ha gestito complessivamente 15.829 operazioni approvandone l'85,66% per un totale di circa 2,3 miliardi di Euro, generando un totale medio per operazione pari a circa 170 mila Euro (valore in lieve rialzo rispetto al precedente trimestre). Questi dati certificano l'importanza dell'accesso ad uno strumento come il Fondo di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese, al fine di ottenere finanziamenti che nelle prime fasi di vita della startup innovativa risultano vitali per lo sviluppo dell'idea di business e l'accesso al mercato.

⁴⁸ Come chiarito dalla circolare 16 e del 14 giugno 2014 dell'agenzia delle entrate, l'esonero dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti segreteria si verifica per tutti gli adempimenti da effettuare presso registro delle imprese.

⁴⁹ Strumento istituito con la Legge n. 662/96 (art. 2, comma 100, lettera a) e ufficialmente in funzione dall'anno 2000. Tale fondo è attivo non solo per le *startup* innovative e per gli incubatori di *startup*, ma anche per le PMI innovative, tuttavia con qualche modifica.

2.2.3. Gli strumenti di remunerazione di personale e consulenti esterni di startup innovative e incubatori certificati.

Con il decreto legge 179 del 18 ottobre 2012, vengono introdotti importanti incentivazioni in materia di remunerazione dei dipendenti e prestatori di servizi esterni alle società.

In particolare, con gli articoli 27 e 28 del DL 179/2012, viene introdotta la possibilità per la startup innovativa e per l'incubatore certificato di remunerare i propri amministratori, dipendenti, collaboratori o dei fornitori degli incubatori certificati beneficiando di un regime fiscale e contributivo agevolativo. È interessante evidenziare che il decreto prevede che tali retribuzioni non concorrano alla formazione del reddito imponibile del soggetto beneficiario né ai fini fiscali, né ai fini contributivi. Tuttavia, la *condicio sine qua non* affinché si configuri questo non-trattamento fiscale, consiste nel divieto della cessione di tali strumenti finanziari a qualsiasi altro soggetto che controlli o sia direttamente controllato dalla startup innovativa o dall'incubatore ovvero sia controllato dalla stessa società che a sua volta controlla anche il soggetto abilitato⁵⁰.

Nel caso della retribuzione di amministratori, dipendenti e più in generale collaboratori continuativi dell'azienda, si può prevedere l'attribuzione di strumenti finanziari emessi dal soggetto abilitato⁵¹ (o da un'altra società direttamente controllata dalla stessa), come:

- azioni e/o quote;
- *Stock Option*;
- *Restricted Stock e Restricted Stock Unit*;
- Strumenti Finanziari Partecipativi (SFP).

Con riguardo all'attribuzione di azioni e/o quote societarie è fatta salva la possibilità alla startup innovativa o all'incubatore certificato costituito in forma di S.p.A. o S.r.l. di emettere azioni o quote con diritti amministrativi o economici diversi rispetto a quelli normalmente attribuiti⁵².

Le modalità applicative possono essere ricomprese in tre fattispecie:

- a) l'aumento di capitale a titolo gratuito (*ex* articolo 2442 c.c.)
- b) l'aumento di capitale a titolo oneroso, mediante pagamenti offerti in sottoscrizione ai soggetti dipendenti e prevedendo l'esclusione dal diritto di opzione degli altri soci

⁵⁰ Ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile, sono considerate controllate le società che dispongano “della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; dispongano di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; siano sotto l'influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa”.

⁵¹ Per soggetto abilitato si intende start-up innovativa o incubatore certificato.

⁵² È comunque necessario sottolineare che i diritti patrimoniali delle azioni/quote emesse non devono prevedere una diversa attribuzione degli utili, in quanto la startup innovativa non deve distribuire utili per i successivi 4 anni dalla costituzione e non deve aver distribuito in passato utili.

- c) l'acquisto da parte della *startup* di quote o azioni proprie⁵³ e assegnarle in seguito ai soggetti beneficiari.

Le *stock option* sono degli strumenti finanziari che conferiscono, ai propri beneficiari, il diritto di sottoscrivere delle azioni della società ad un determinato prezzo di convenienza (di norma vengono concesse gratuitamente). La data in cui le *stock option* vengono concesse al destinatario prende il nome di *grant date* e normalmente tali strumenti non possono essere maturate prima della fine del c.d. *vesting period*, ossia prima del raggiungimento di obiettivi o performance predeterminati.

Con riferimento a *restricted stock* e *restricted stock unit* si intende per le prime una tipologia di azioni “ristretta”, per l'appunto, a specifiche limitazioni deliberate in sede di emissione concernenti il trasferimento delle stesse; le seconde invece attribuiscono al percettore il diritto di ottenere la titolarità effettiva delle stesse in un momento posticipato rispetto alla loro effettiva attribuzione⁵⁴.

Infine, si può provvedere all'emissione di strumenti finanziari partecipativi, disciplinati dallo statuto della società⁵⁵ e non conferenti la partecipazione al capitale sociale (e quindi la qualifica di socio), ma che possono comunque attribuire diritti patrimoniali (fatto salvo il divieto di distribuzione degli utili della *startup*) o di diritti amministrativi – prevedendo comunque l'esclusione del diritto di voto in assemblea⁵⁶.

In caso di applicazione di uno degli strumenti finanziari indicati, si rende necessario, da parte del soggetto abilitato, adottare un accordo che disciplini espressamente i termini e le condizioni di emissione e/o maturazione degli stessi. Tale accordo, costituibile anche sottoforma di regolamento, è lasciato alla libera intesa tra il soggetto abilitato e al beneficiario, e può prevedere, ad esempio, il raggiungimento di specifici obiettivi di performance individuali o aziendali, il subordinamento no spetta alla continuazione del rapporto di lavoro per un periodo di tempo minimo o disciplinarne la liquidazione in caso di cessazione anticipata del rapporto di lavoro – questa particolare previsione è molto importante perché può comportare un incentivo alla permanenza da parte del soggetto remunerato nella società, costituendo un “effetto di

⁵³ Si può procedere all'acquisto di azioni o quote proprie a titolo oneroso, a seguito della approvazione da parte dell'assemblea ordinaria dei soci utilizzando le riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, o a titolo gratuito.

⁵⁴ Parimenti gli strumenti denominati “*stock appreciation right*” prevedono il diritto di percepire un importo pari all'apprezzamento registrato dalle azioni della società tra il giorno del recepimento e il giorno dell'attribuzione.

⁵⁵ Ex articolo 2346 c.c. lo statuto ne deve regolamentare le modalità e le condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, qualora sia ammessa dalla legge, la legge di circolazione.

⁵⁶ Sempre dal dispositivo dell'articolo 2346 c.c., ultimo comma, si evince che: “Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti...”

fidelizzazione” che risulta essere decisivo nei settori in cui il capitale umano è un *key success factor* per il successo dell’iniziativa imprenditoriale.

Nel caso di retribuzione verso i fornitori esterni di servizi diversi da dipendenti e collaboratori, come consulenti e professionisti è il c.d. *work for equity*. Anche in questo caso, l’assegnazione di quote, azioni o strumenti partecipativi, non concorre alla formazione del reddito imponibile del beneficiario percettore e non sono nemmeno previste limitazioni con riguardo alla cessione degli strumenti partecipativi o dei titoli/azioni attribuiti⁵⁷.

Come già si è visto poc’anzi, anche la retribuzione attraverso *work for equity* consiste nell’attribuzione di azioni, quote o strumenti finanziari partecipativi, previa specifica previsione dello statuto della società⁵⁸. Infine, le modalità di applicazione del *work for equity* sono le stesse viste in precedenza per l’attribuzione di *stock option*, *restricted stock option*, *restricted stock unit* e per gli strumenti finanziari partecipativi.

2.2.4. Le tipologie di incubatore certificato: il caso H-Farm.

Come abbiamo visto il Decreto Crescita 2.0 (D.L. 179/2012), al fine di sostenere ulteriormente la nascita e lo sviluppo delle startup innovative, ha introdotto la figura dell’incubatore certificato. In estrema sintesi, il ruolo dell’incubatore è quello di affiancare la startup innovativa dalla nascita dell’idea sino ai primi anni di vita dell’impresa, offrendo agli imprenditori fondatori formazione con riguardo alla gestione della società e allo sviluppo del piano industriale, nonché fornendo strumenti di lavoro e segnalando il progetto a possibili investitori. È doveroso precisare che, a differenza delle startup innovative, per gli incubatori certificati non vi è un limite temporale per le agevolazioni riconosciute (riportate nel precedente paragrafo), ma tali agevolazioni sono riconosciute e ritenute applicabili fintanto che la società – incubatore – che ne usufruisce abbia tutti i requisiti necessari per essere qualificata come tale.

Ad oggi in Italia si contano cinquantasette⁵⁹ incubatori di Startup certificati, nove dei quali stanziati in Lombardia. Si possono riconoscere quattro macro categorie di incubatori: i c.d. BIC “*Business Innovation Center*”, gli UBI “*University Business Incubator*” o incubatori universitari, i CPI “*Corporate Private Incubator*” e gli IPI “*Independent Private Incubator*”.

⁵⁷ Resta fatto salvo la normale applicazione dell’Iva sulla prestazione effettuata e quindi la corretta emissione di fattura. Si specifica inoltre che la eventuale plusvalenza consequenziale alla vendita di tali titoli o strumenti partecipativi sarà soggetta alla vigente tassazione.

⁵⁸ Si segnala che il *work for equity* non è applicabile dalle società a responsabilità limitata semplificate (art. 2463bis c.c.) e dalle società a responsabilità limitata a capitale ridotto (art. 2463, co. 4 e 5 c.c.): per queste società è prevista l’adozione di uno statuto standard che non prevede l’emissione di strumenti finanziari partecipativi.

⁵⁹ Fonte: Report del Ministero dello Sviluppo Economico.

I primi due, di matrice pubblica, offrono la possibilità di favorire la nascita e la crescita di imprese in un dato territorio anche coinvolgendo istituti di formazione pubblica, come le università, offrendo strumentazioni, tirocini o consulenze; i secondi, invece, di matrice privata, nascono con lo scopo di favorire la crescita e lo sviluppo di startup innovative al fine di trarne un vantaggio economico: i CPI assistono le startup anche nella fase embrionale (*seed stage*), aiutando gli imprenditori nello sviluppo dell'idea, mentre gli IPI intervengono solamente in una fase *early stage*, ossia quando la startup ha già consolidato l'idea e inizia muovere i primi passi nel mercato.

Una seconda distinzione può essere svolta sulla base del settore in cui la startup innovativa opera: si parla di “*social incubator*” per incubatori che sostengono startup che operano in settori ad impatto sociale; “*medical incubator*” per incubatori che sostengono start-up che portano innovazioni in campo medico; “*kitchen incubator*” per startup innovative che operano nel settore culinario; “*incubatori fintech*” per startup che si occupano di innovare alcuni servizi in ambito bancario (ad esempio, si pensi alle piattaforme di *crowdfunding*).

Infine, si identificano come “*Virtual Business Incubator*” quegli incubatori che permettono alla startup di sviluppare il proprio core business in via telematica, senza quindi che si verifichi l'accesso fisico all'interno dell'incubatore e si identifica come “*Seed Accelerator*” un incubatore che ha come scopo quello di accelerare, appunto, una startup innovativa che si trova nelle prime fasi della sua vita, *seed stage* o *early stage*⁶⁰.

I servizi offerti da un incubatore certificato sono molteplici, come abbiamo visto, e possono durare dai sei ai quarantotto mesi, anche se in realtà non esiste un tempo limite. Il tempo di assistenza che un incubatore certificato offre a una startup innovativa dipende principalmente da tre fattori: la tipologia di idea di startup innovativa, il settore di riferimento e la tipologia di investimenti ottenuti.

Uno dei più importanti incubatori in Europa si trova in Italia, più precisamente a Ca' Tron (Roncade) in provincia di Treviso. Si tratta di H – Farm, dove l lettera “H” sta per Human.

H-Farm nasce dalla consapevolezza dei suoi *co-founder* Maurizio Rossi e Riccardo Donadon che l'innovazione e la trasformazione digitale stiano portando grandi cambiamenti nelle scelte e nei processi di vita di tutti i giorni. Divenuto il primo “*Venture Incubator*” al mondo, H-Farm si sviluppa come una struttura allo tempo stesso pioniera del cambiamento e in grado di saper cogliere le opportunità che lo stesso cambiamento genera. H – Farm investe ogni anno oltre 30 milioni di Euro in startup innovative dal respiro internazionale, ha un fatturato intorno ai 70

⁶⁰ Le fasi della vita della start-up innovativa si analizzeranno nel capitolo successivo.

milioni di Euro e un Ebitda positivo⁶¹. I servizi che offre alle startup innovative sono di carattere strategico e di sviluppo delle relazioni per la crescita: H-Farm focalizza il suo aiuto sul continuo monitoraggio delle KPI, nel costante sviluppo delle relazioni con gli investitori e nel supporto strategico di operazioni straordinarie, oltre che nella ricerca di partnership strategiche e investitori.

⁶¹ Fonte: sito di H-Farm, disponibile al link <https://www.h-farm.com/it>

3.1. *Le PMI innovative*

Si definisce piccola – media impresa una società che impieghi meno di 250 persone e alternativamente presenti uno dei seguenti requisiti: abbia un fatturato annuo inferiore ai 50 milioni di Euro oppure un totale di bilancio⁶² annuo inferiore o uguale ai 43 milioni di Euro⁶³. Al pari delle startup innovative, anche le piccole – medie imprese innovative hanno conosciuto un grande successo in termini di crescita: il 3,7% delle società di capitali di recente costituzione hanno presentato richiesta di iscrizione nella sezione speciale del Registro delle Imprese come PMI innovative, segnando una crescita rispetto al trimestre precedente dell'1,8%.⁶⁴

3.1.1. *Nozione di PMI innovativa, normativa e differenze con le start-up innovative*

Viste le similarità tra società costituite con la qualifica di startup innovativa e PMI innovativa, alcune tra le misure di beneficio già previste per le imprese startup innovative dal decreto legge e numero 179 del 2012 vengono estese anche alle PMI che siano regolarmente iscritta alla sezione speciale del Registro delle Imprese. Così, con il D.L. numero 3 del 24 gennaio 2015, è stato introdotto un nuovo regime agevolato a favore delle piccole e medie imprese con oggetto innovativo, costituite sotto forma di società di capitali o società cooperative. Come abbiamo visto per le startup innovative, al fine di beneficiare di tale regime è necessario che la PMI presenti degli specifici requisiti cumulativi e alternativi. I requisiti cumulativi sono i seguenti:

- le PMI innovative devono essere residenti in Italia (*ex art. 73 del TUIR*) o in uno degli Stati membri dell'Unione Europea ovvero in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia;
- le PMI innovative devono aver depositato almeno un bilancio certificato da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili;
- le quote sociali della PMI innovativa non devono essere quotate in un mercato regolamentato;
- le PMI innovative non devono già essere iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese prevista per le startup innovative⁶⁵.

⁶² Dove per totale di bilancio si intende il totale dell'Attivo Patrimoniale alla fine dell'esercizio analizzato.

⁶³ Raccomandazione n. 2003/361/Ce della Commissione Europea del 6 maggio 2003, recepita in Italia con il Decreto Ministeriale del 18 aprile 2005.

⁶⁴ Fonte: Circolare del Ministero dello Sviluppo Economico relativa ai dati del secondo trimestre 2022.

⁶⁵ Si precisa che la PMI innovativa può anche essere una società già iscritta nella sezione speciale del registro delle imprese, tuttavia, per essere qualificata come PMI innovativa, occorre la previa cancellazione da tale sezione, che può essere richiesta in qualsiasi momento dal legale rappresentante della società.

Come precisato nella Guida “Registro Imprese per Startup Innovative”⁶⁶ e in aggiunta a tale ultima previsione, è interessante notare che nel caso in cui la startup innovativa perda uno dei requisiti costitutivi della fattispecie, pur mantenendo i requisiti richiesti per delinearsi come PMI innovativa e quindi iscriversi nella relativa sezione speciale del Registro delle Imprese, mantiene anche il beneficio delle agevolazioni previste.

Oltre a tali requisiti, le PMI innovative si distinguono rispetto alle startup innovative per alcuni parametri dimensionali che devono essere necessariamente rispettati⁶⁷. In particolare si possono classificare come micro imprese, imprese che hanno meno di 10 dipendenti e realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio non superiore a 2 milioni di euro; si qualificano come piccole imprese le imprese che occupano meno di 50 persone e realizzano un fatturato o un totale di bilancio annuo non superiore ai 10 milioni di euro e, infine, si delineano come medie imprese quelle imprese che occupano meno di 250 persone e realizzando un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo non superiore ai 43 milioni di euro. Pertanto, una società si può definire PMI innovativa se rispetti due criteri rilevanti: il primo, che si configura come *condicio sine qua non*, riguarda il numero dei dipendenti che deve essere inferiore a 250, mentre il secondo, alternativo, riguarda il fatturato non superiore a 50 milioni di euro o il totale dell’attivo di bilancio non superiore a 43 milioni di euro.

Un ulteriore differenza con le startup innovative riguarda i requisiti che le PMI innovative devono rispettare *ex lege*. Mentre le startup innovative devono rispettare un solo requisito alternativo, le PMI innovative devono rispettare almeno due dei seguenti requisiti:

- volume delle spese in ricerca e sviluppo devono essere uguali o superiori al tre per cento del maggiore tra costo e valore totale di produzione⁶⁸;
- impiego di almeno un terzo dei dipendenti o collaboratori con un titolo di laurea magistrale oppure, in alternativa, almeno un quinto dei collaboratori e dipendenti dottorati, dottorandi o laureati con almeno tre anni di attività in campo di ricerca certificata;
- titolarità di almeno un brevetto o privativa industriale⁶⁹.

⁶⁶ Tale guida è disponibile sul sito Internet “startup.registroimprese.it”.

⁶⁷ Tali requisiti sono contenuti nella raccomandazione comunitaria del 6 maggio 2003 n. 2003/361/CE.

⁶⁸ Sono escluse dalle spese di ricerca e sviluppo le spese per l’acquisto e per la locazione di beni immobili, mentre sono incluse le spese per l’acquisto di tecnologie ad alto contenuto innovativo e le spese per sperimentazione, prototipo azione e sviluppo del piano industriale, nonché le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati.

⁶⁹ Così come disposto dal D.L. numero 3 del 24 gennaio 2015, convertito con modificazioni dalla L. 24 marzo 2015, n. 33 (in SO n.15, relativo alla G.U. 25/03/2015, n.70).

Per quanto riguarda il regime pubblicitario abbiamo visto che le PMI innovative, come le startup innovative, le PMI innovative sono iscritte in una apposita sezione speciale del registro delle imprese⁷⁰. L'iscrizione è automatica e avviene a seguito della trasmissione (anche in via telematica) alla Camera di Commercio territorialmente competente dell'apposita domanda di iscrizione unitamente alla dichiarazione di autocertificazione del possesso dei requisiti qualificanti⁷¹. Così come disciplinato dall'art. 4 co. 3 del D.L. 3/2015, la domanda di iscrizione deve contenere informazioni specifiche riguardanti: la ragione sociale e il codice fiscale della società qualificata come PMI innovativa, la data e luogo di costituzione⁷², nonché il nome e l'indirizzo del notaio che ha effettuato il rogito dell'atto di costituzione, la sede principale ed eventuali sedi periferiche, l'oggetto sociale a contenuto innovativo e una breve descrizione dell'attività svolta. Al momento di presentazione della domanda di iscrizione, è necessario inoltre fornire un elenco dei soci⁷³, un elenco delle società partecipate, l'indicazione dei titoli di studio e delle esperienze professionali del personale e dei collaboratori che prestano il proprio servizio presso la PMI innovativa e l'indicazione dell'esistenza di relazioni con incubatori certificati, investitori istituzionali o università e centri di ricerca. Infine è necessario anche allegare alla domanda il bilancio certificato relativo all'ultimo esercizio depositato, l'elenco dei diritti di privativa su proprietà industriale e intellettuale, il numero dei dipendenti e il sito Internet aziendale.

Al pari delle startup innovative e come precisato nei pareri del Ministero dello Sviluppo Economico, l'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese da parte di una PMI innovativa non ha solo funzione di pubblicità notizia, bensì possiede anche funzione costitutiva in quanto *“il legislatore fonda sulla iscrizione in sezione speciale l'efficacia costitutiva della fattispecie”*⁷⁴ (e quindi il godimento dei benefici e delle agevolazioni di cui di seguito tratteremo).

Come per le startup innovative, anche per le PMI innovative sono riconosciute delle agevolazioni sia in ambito camerale che in ambito societario, contenute nell'articolo 4, comma

⁷⁰ Art. 4 co. 2 del D.L. 3/2015.

⁷¹ Sul sito internet “startup.registroimprese.it” è possibile ottenere una copia del *fac-simile* della domanda di iscrizione e della certificazione.

⁷² Si evidenzia che, a differenza delle startup innovative che presentano un limite temporale per mantenere tale beneficio, le PMI innovative è escluso qualsiasi limite temporale.

⁷³ Come definito dal Parere del Ministero dello Sviluppo Economico del 4 novembre 2015 n. 223650, “l'elenco dei soci deve essere redatto con trasparenza rispetto a società fiduciarie e capogruppo, indicando per ciascun socio gli eventuali soggetti terzi per conto dei quali, nel cui interesse o sotto il cui controllo il socio agisce”.

⁷⁴ Parere del Ministero dello Sviluppo Economico del 3 novembre 2015 n. 223631.

9, del D.L. 3/2015⁷⁵. In ambito camerale, le PMI innovative sono esonerati dal pagamento dell'imposta di bollo e relativa agli adempimenti per l'iscrizione nel registro delle imprese, ma al contrario delle start-up innovative sono tenuti al pagamento dei diritti di segreteria e al pagamento del diritto annuale dovuto in favore delle Camere di Commercio. In ambito societario, le PMI innovative godono delle previsioni in materia di riduzione del capitale sociale per perdite; inoltre, esclusivamente per le PMI innovative costituite in forma di Srl, vale la deroga al divieto di effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni e sull'emissione di strumenti finanziari partecipativi: dunque vi era possibilità di offrire al pubblico quote di partecipazione, anche mediante piattaforme di *equity crowdfunding*.

In estrema sintesi, dunque, possiamo affermare che le principali differenze tra start-up innovativa e PMI innovativa siano quattro:

- 1) La data di costituzione della società: mentre le start-up innovative devono essere costituite da non più di cinque anni, tale limite temporale non vale per le PMI innovative.
- 2) L'oggetto sociale: mentre per la start-up innovativa è espressamente previsto un oggetto sociale in cui sia indicato in via esclusiva la produzione o commercializzazione di prodotti o servizi ad alto valore tecnologico, per le PMI innovative tale previsione non è richiesta.
- 3) I requisiti alternativi: sia per le start-up innovative, che per le PMI innovative, è richiesta il rispetto di alcuni requisiti che comprovino l'alto valore innovativo e tecnologico e quindi la qualifica di società "innovativa". Tuttavia, mentre per la start-up innovativa necessario rispetto di solo uno di questi requisiti, per le PMI innovative è previsto il rispetto di almeno due requisiti.
- 4) Requisiti dimensionali: mentre le start-up innovative devono avere un fatturato non superiore ai 5 milioni di Euro, le piccole – medie imprese innovative devono essere, appunto, di media o piccola dimensione, rispettando i limiti previsti dalla Raccomandazione 2003/361/CE sul numero di dipendenti inferiore a 250, sul fatturato inferiore a 50 milioni di Euro e sul totale di bilancio inferiore a 43 milioni di Euro.

⁷⁵ Il quale a sua volta rimanda all'articolo 26 del D.L. 179/2012, decreto "Crescita bis".

Capitolo II

Il processo di selezione di un progetto innovativo dal mercato, la redazione del Business Plan e i principali metodi di valutazione di una startup.

Una volta resa effettiva l'iscrizione nel registro delle imprese e ottenuti i benefici propri di una startup innovativa, per l'imprenditore *startupper* arriva il critico momento di far conoscere la propria idea di business al mercato.

Come si è già dato evidenza nel capitolo precedente, per una società startup neocostituita, soprattutto nelle prime fasi di vita, è molto difficile approcciarsi al mercato in maniera ordinata e precisa in quanto la concorrenza è molto elevata e, spesso, le risorse finanziarie sono esigue. È necessario, dunque, entrare nel mercato in maniera diligente e controllata, strutturando piano piano la società a sostenere una costante crescita sia di mercato che finanziaria, sempre tenendo ben presente quale sia la propria idea di business.

In questo contesto si inserisce il processo di selezione dal mercato, che ha come scopo quello di identificare le startup più reattive alle opportunità dell'ambiente esterno e di cogliere le migliori possibilità di investimento, diversificandole in termini di settore, di stadio di sviluppo del progetto e di propensione al rischio, tenendo sempre presente anche il grado di diversificazione dell'investimento e il ruolo che l'investitore vuole attribuire al proprio finanziamento.

Nella prima parte di capitolo si tratterà del processo di selezione di una startup innovativa dal mercato, successivamente delle regole di redazione del *business plan* ed infine dei principali metodi di *enterprise valuation*.

2.1. Il processo di selezione di una startup dal mercato.

Selezionare e soprattutto valutare dei progetti innovativi attivi nel mercato per determinare in maniera razionale quello più interessante in ottica di un investimento è un processo estremamente complicato e composto da numerosi passaggi. Anche se molti ritengono che selezionare il famoso “unicorno”, ossia quella società startup innovativa che, in sede di acquisizione, viene valutata per importi superiori a 1 miliardo di Euro, sia una questione di fortuna e premettendo che non esiste una formula universale per selezionare un progetto vincente, esistono numerose *best practices* che possono essere eseguite al fine di selezionare una startup innovativa con ampie possibilità di crescita e sviluppo.

A tal proposito di seguito verrà evidenziato uno dei metodi maggiormente condivisi per valutare se un progetto sia vincente o meno.

Il processo di selezione di una startup innovativa dal mercato si compone di sei momenti sequenziali: ricezione della candidatura e prima analisi sulla base della fase di vita della startup innovativa, *cognitive meeting*, analisi del modello di business, *due-diligence* ed infine valutazione e considerazioni finali.

2.1.1. Ricezione della candidatura e analisi della fase di vita della startup.

Questa prima, preliminare fase al processo di *screening* risulta essenziale in quanto coincide con il primo approccio formale verso la realtà innovativa su cui si sta prestando attenzione.

In questa fase viene svolta la prima selezione cosiddetta “sulla carta”, basandosi principalmente sui documenti che l’azienda interessata fornisce. In linea di principio i *papers* che un’azienda dovrebbe fornire in questa prima fase sono:

- l’*executive summary* che, come si vedrà più avanti, è parte integrante del *business plan*, e rappresenta uno dei documenti, se non il documento più importante di tutto il piano gestionale: esso deve essere predisposto e studiato con il fine di catturare l’attenzione del lettore e indurlo a proseguire la lettura del piano. Le informazioni che deve contenere sono: la presentazione formale dell’azienda, la presentazione del mercato in cui la stessa opera, il *core business* aziendale e le innovazioni di prodotto o di processo che generano vantaggio competitivo, nonché il modo in cui viene raggiunto il proprio vantaggio competitivo;
- la relazione finanziaria, nella quale sono indicati i *key financial indicators* (KFI), ossia i principali parametri che forniscono una visione quantitativa dell’avanzamento del progetto della startup e il livello del progresso verso gli obiettivi proposti;
- la proposta di investimento preliminare, che indica in che modo verrà raccolto il capitale richiesto, in che modo verrà investito e quali sono le strategie di *exit* per gli investitori⁷⁶.

Lo scopo della prima analisi della documentazione è quello di verificare la fase di sviluppo della startup e soprattutto se l’azienda presenta i requisiti minimi necessari per essere competitiva nel mercato e quindi possa essere interessante approfondire il proprio modello di *business*.

⁷⁶ Della predisposizione dei documenti e del Piano Industriale se ne parlerà più nel dettaglio nei prossimi paragrafi.

Una volta terminata la prima analisi dei documenti, l'analista è in grado di definire in maniera precisa la "fase di vita" della startup innovativa. Questo si configura come un passaggio essenziale, in quanto le restanti parti del processo di selezione dovranno tenere largamente conto di questo aspetto, soprattutto con l'ottica di comprendere e determinare al meglio le possibili strategie implementabili per lo sviluppo del modello di business.

A questo proposito, le principali fasi della vita di una startup sono:

- **Pre-seed.** Coincide con la fase di avvio della startup innovativa, una fase embrionale nella quale protagonista assoluto è l'idea di business e nulla di formale è stato avviato. A causa dei pochi dati materiali disponibili in questa fase, si tratta di un momento molto critico, caratterizzato da una elevata incertezza riguardo ai risultati economici del progetto. In questa fase di progettazione e studio di realizzabilità tecnica del progetto, si rende necessario validare il mercato, ossia avviare il processo di selezione dei bisogni di mercato, identificare le soluzioni e di conseguenza il *product – customer – fit*, avendo cognizione dei punti di forza e di debolezza del progetto per poter sviluppare un modello di business rigido.
- **Seed.** Si tratta della fase in cui viene testata la solidità della struttura per entrare nel mercato di riferimento individuato. In questo preciso momento del ciclo della startup viene sviluppato un *Minimum Viable Product* (MVP), ossia un prototipo del bene o del servizio offerto, per testare la *startup traction*⁷⁷. L'obiettivo della fase è quello di rendere il modello di business sostenibile, solido e attrattivo per gli investitori⁷⁸.
- **L'early stage**, coincide con la prima fase di relazione con il proprio mercato di riferimento in cui l'incertezza in merito alle possibilità di successo del prodotto o del servizio è ancora molto elevata. Dunque sarà necessario sviluppare la promozione del proprio progetto attraverso azioni programmate di marketing e comunicazione, come la partecipazione a fiere o *meeting* specifici del settore, la predisposizione di opportuni spazi pubblicitari, l'apertura di *temporary store* in precise zone individuate attraverso strategie di *geomarketing*, al fine di ricevere i primi *feedback* del proprio prodotto o servizio.

⁷⁷ La *startup traction* si può definire come la misura dell'abilità di una startup di "fare trazione sul mercato", ossia di attrarre investitori o altri *stakeholders*.

⁷⁸ A questo punto della vita della *startup* tra i possibili investitori troveremo i c.d. *business angel*, istituti di credito, acceleratori di startup o *crowdfunding*. Delle tipologie degli investitori, più nel dettaglio, si tratterà più avanti.

Questi riscontri sono fondamentali per individuare il *product – market fit*, ossia il modo attraverso cui un prodotto (o servizio) è in grado di appagare i bisogni del mercato *target*. La fase di *early stage* rappresenta un *discrimen*, cioè un punto di separazione nella vita di una *startup* in quanto, in caso di risposta positiva del mercato si iniziano a generare i primi profitti e si può passare alla fase successiva, in caso di risposta negativa, il progetto implode e il rischio di *default* economico aumenta in maniera considerevole.

- **Early Growth.** Fase inaugurale dell'entrata ufficiale nel mercato della neo azienda: in questo *stage* è necessario consolidare la propria offerta sul mercato, adattando la propria capacità produttiva e la rete distributiva alla domanda di mercato. Si renderà perciò necessario raccogliere i primi investimenti: in questo momento della vita di una startup si delineano due round di investimento, rispettivamente A e B, che differiscono per importo di finanziamento e obiettivi degli stessi. Il round di serie A generalmente ha come obiettivo quello di finanziare l'entrata in nuovi mercati attraverso lo sviluppo di nuovi canali di distribuzione e di strategie di marketing, mentre l'obiettivo del Round di serie B è quello di accrescere la propria quota di mercato finanziando lo sviluppo del processo di crescita.
- **Sustained Growth.** Coincide con l'ultima fase del ciclo di vita di una startup che rappresenta la c.d. crescita sostenuta: il fatturato è crescente, aumentano i profitti e i flussi di cassa sono positivi, l'intensità di capitale si riduce, il fabbisogno finanziario esterno è più contenuto perché cresce la capacità di autofinanziamento, ma si cercano comunque fonti esterne che garantiscano un maggiore equilibrio finanziario. In questo stato del ciclo di vita il rischio di fallimento è minore rispetto ai precedenti e per questo motivo vengono definiti ulteriori *round* di investimento, crescenti per importo di finanziamento, noti come *round C, D ed E*.
- La fase di crescita sostenuta si conclude con il raggiungimento dello “**stadio della maturità**”, caratterizzato da una stabilizzazione delle vendite, da un equilibrio costante tra flussi di cassa in uscita e in entrata, garantendo così una soluzione ad eventuali problemi di liquidità. Sarà necessario, raggiunto questo stadio, attuare le politiche necessarie a difendere la posizione di mercato e a porre in essere strategie di diversificazione per mantenere solido il proprio vantaggio competitivo.

2.1.2. *Il cognitive meeting.*

La seconda fase del processo di selezione consiste nell'incontrare i *founders* della società con lo scopo di entrare nei dettagli dell'operazione e quindi confermare quanto appreso nella prima analisi. In particolare, durante quest'incontro, è fondamentale richiedere maggiori informazioni sulla costituzione del *portfolio management*⁷⁹ dell'impresa, sulle competenze e sulle attività dello stesso, sulla proposta di valore e sui documenti finanziari ed economici (primo su tutti il bilancio degli esercizi precedenti, se presente) volti a determinare se l'idea di business sulla quale si fonda la *startup* innovativa è positiva e dunque si può iniziare a lavorare il modello di business per renderlo robusto e "invulnerabile" alle forze esterne di mercato. In questo incontro è di estrema importanza valutare anche le competenze tecniche, finanziarie e gestionali del team dirigenziale: le figure manageriali che ricoprono ruoli critici all'interno dell'organizzazione sono direttamente responsabili del successo del fallimento della nuova realtà.

2.1.3. *Analisi del modello di business.*

Una volta superate le prime due fasi di selezione e appurato che la composizione delle figure che compongono il management della startup innovativa siano adeguate, si può procedere con l'analisi del modello di *business*. In questa fase non è raro vedere il coinvolgimento di esperti esterni del settore con il fine di vagliare in maniera più profonda e concreta il modello di *business* della startup innovativa. Il modello di business è, in estrema sintesi, il modo attraverso cui un'organizzazione crea e genera valore e lo sviluppo di un adeguato *business model* si configura come il primo, fondamentale step per redigere il piano industriale.

Lo strumento di analisi del modello di business: il Business Model Canvas.

Esistono vari strumenti per analizzare e valutare il modello di business di un'impresa, ma il più condiviso e riconosciuto e sicuramente il *Business Model Canvas*, uno strumento sviluppato nel 2004 da Alexander Osterwalder, Yves Pigneur e Alan Smith⁸⁰ che scompone il modello di *business* dell'impresa determinando il modo attraverso il quale un'impresa crea, distribuisce e cattura valore. Come mai questo modello ha avuto un grandissimo successo, tanto da essere spiegato nelle *Business School* più importanti del mondo e da venire utilizzato dalle imprese

⁷⁹ Nella guida "*Management of Portfolios: principles, practices and procedures for successful portfolio management*" il portfolio management viene definito come un insieme coordinato di decisioni e processi strategici volti a creare il miglior equilibrio possibile tra il cambiamento organizzativo e le attività di routine.

⁸⁰ È curioso notare come il Business Model Canvas sia stato sviluppato dai tre studiosi citati sopra, il primo un economista, il secondo un informatico e il terzo un *creative designer*. Infine i concetti sono stati riassunti in un manuale intitolato "*Business Model Generation*" (edito nel 2010). Questo libro è stato tradotto in oltre 30 lingue, diventando oggi un *bestseller* a livello mondiale.

leader mondiali per l'analisi del proprio modello di business? Si pensa che la risposta sia imputabile al *layout* del documento di lavoro. Non a caso uno dei tre ideatori di professione è un *creative designer* e questo spiega il grande successo del modello portato dall'innovativa rappresentazione grafica, che consente di racchiudere il modello di *business* di un'impresa in un unico prospetto e di conseguenza fare collegamenti strategici tra le varie aree d'indagine. Ma come funziona questo modello? Il Business Model Canvas essenzialmente "scompone" il modello di mercato dell'impresa in nove aree strategiche che rappresentano le principali direttive della strategia implementata da un'azienda, provenienti da quattro differenti approcci, ossia:

- l'infrastruttura della società che è definita dalle attività, dalle risorse e dai partner chiave
- l'offerta, cioè la proposta di valore dell'azienda
- il settore clienti e perciò i segmenti di clientela, le relazioni sviluppate con gli stessi e le tipologie di canali di comunicazione servite
- l'area finanziaria nella quale vengono ricompresi i flussi dei ricavi e la struttura dei costi.

Andando più nel dettaglio, le attività chiave ricomprendono l'insieme delle principali azioni e dei processi che l'impresa mette in atto per generare valore. Le attività chiave variano da impresa a impresa in funzione della strategia che si vuole perseguire, tuttavia sono riconducibili a tre principali categorie:

- 1) le attività collegate alla progettazione, alla realizzazione e alla vendita dei prodotti o servizi alla clientela;
- 2) la capacità di supportare il cliente nella risoluzione delle problematiche, il c.d. *problem solving*;
- 3) le piattaforme o i *network* utilizzati per approcciarsi al mercato⁸¹.

Gli strumenti che permettono all'azienda di generare valore sono le risorse chiave, che possono essere a loro volta classificate in quattro categorie: le risorse fisiche (beni tangibili a disposizione dell'impresa), le risorse immateriali (beni intangibili come i marchi, i brevetti o la base clienti), le risorse umane e le risorse finanziarie.

In quest'ottica, al fine di ridurre i rischi, le aziende stringono legami strategici con i c.d. *key partners* (partner strategici) che possono essere fornitori, clienti oppure altre aziende operanti nello stesso settore o in altri. Esistono differenti tipi di partnership che una startup innovativa

⁸¹ Ad esempio, nel settore del Food&Beverage si veda le piattaforme *marketplace* come JustEat o Glovo, sempre più importanti per creare *network* tra utenti consumatori e venditori.

può sviluppare con i propri *key partners*, le più conosciute sono: alleanze strategiche tra imprese concorrenti e non; *joint ventures* per lo sviluppo di nuovi business e accordi cliente – fornitore per assicurare una stabilità negli approvvigionamenti. Il denominatore comune ad ogni accordo è l'ottenimento della riduzione dei costi o di economie di scala, della riduzione dei rischi e dell'acquisizione di importanti risorse chiave, come delle competenze mancanti.

La *value proposition* (proposta di valore) risponde alla domanda “perché i clienti dovrebbero scegliere i nostri prodotti o servizi?” e dunque indica i vantaggi che un determinato segmento di clienti beneficia dai prodotti di una determinata azienda. La proposta di valore, dunque, rappresenta il motivo per cui i clienti decidono di scegliere un'impresa piuttosto che un'altra. I modi più riconosciuti per creare nuove proposte di valore sono: innovazione di prodotto, miglioramento di un prodotto/servizio o miglioramento dell'accessibilità, attraverso, ad esempio, una diminuzione del prezzo dello stesso.

I canali di vendita coincidono con le modalità attraverso le quali un'impresa serve il mercato e vuole raggiungere i segmenti di clientela ai quali vuole offrire la propria proposta di valore: essi dipendono dalla segmentazione dei clienti e soprattutto dalla relazione che si desidera avere con gli stessi.

La segmentazione dei clienti aiuta a inquadrare in maniera più efficace i differenti gruppi di persone o organizzazioni che un'impresa mira a raggiungere e servire, analizzandoli e raggruppandoli in segmenti distinti con bisogni omogenei e caratteristiche simili. Le relazioni con la clientela descrivono i modi con cui l'impresa stabilisce dei contatti con specifici segmenti di clienti: tali approcci sono molteplici e diversi sulla base degli specifici obiettivi che un'impresa si pone considerando diversi obiettivi, tra i quali l'acquisizione di nuova clientela, il mantenimento dell'attuale clientela oppure l'incremento delle vendite.

Infine la sezione dei flussi di ricavi e della struttura dei costi. I primi rappresentano l'ammontare di denaro che è una società genera per ogni segmento di clientela e possono essere di tipo saltuario, ossia basati sulle singole transazioni, o su base continuativa, basati su una tipologia di offerta ininterrotta di servizi; i secondi descrivono le principali spese che l'impresa dovrà sostenere per finanziare il proprio modello di business. La struttura dei costi si fonda sulla costruzione del modello di business; a tal proposito si possono distinguere due direttrici di composizione del modello di business: il *cost-driven*, per il quale il modello di business si focalizza sulla minimizzazione dei costi per poter, secondo una strategia di penetrazione del mercato, offrire prodotti o servizi a prezzi molto contenuti; il *value-driven* che si focalizza, al

contrario, sulla creazione di valore per il cliente, offrendo prodotti o servizi esclusivi e altamente personalizzabili, con un conseguente aumento dei costi. Ad eccezione di qualche caso particolare, queste due direttrici sono considerate estranee: le imprese tendono a posizionarsi in una fascia intermedia, con l'obiettivo di proporre servizi o prodotti ad alto valore percepito, mantenendo però costi contenuti.

Nella fase di selezione e valutazione della startup innovativa, ognuna di queste aree va esaminata sinergicamente con le altre per capire quali strategie eventualmente si possano implementare con l'obiettivo di rendere il modello più dinamico e robusto.

I limiti del Business Model Canvas e le possibili soluzioni: le analisi complementari.

L'utilizzo del Business Model Canvas presenta diversi vantaggi, imputabili principalmente alla semplicità del modello, alla grande dinamicità e alla duttilità nell'adattamento e nel confronto tra i Business Model Canvas di altre imprese.

Tuttavia, nel processo di selezione di una startup innovativa questo modello presenta dei limiti applicativi, in quanto, per svolgere uno *screening* sufficientemente approfondito e completo, devono necessariamente essere implementate altre analisi come l'analisi PESTEL, l'analisi del *portfolio manager*, l'analisi delle 5 forze di Porter e l'analisi SWOT.

Analisi del macroambiente: l'analisi Pestel.

L'azienda non è un sistema chiuso, bensì è un sistema aperto che interagisce con l'ambiente circostante: una decisione presa dal management ha perciò inevitabilmente dei risvolti sull'ambiente esterno. Partendo da questa premessa, si può comprendere l'importanza di acquisire più informazioni possibili sull'ambiente esterno, difficilmente acquisibili tramite l'utilizzo del Business Model Canvas.

In questi casi dev'essere condotta la cosiddetta Analisi Pestel, fondamentale per analizzare il contesto politico, economico, sociale, tecnologico, ambientale e legislativo in cui l'azienda opera e conseguentemente riprodurre un reale quadro dell'ambiente in cui l'azienda opera, evidenziandone l'attuale valore e le prospettive di crescita.

Analisi delle competenze interne: l'analisi del Portfolio Manager.

Un altro aspetto che viene tralasciato dal metodo del Business Model Canvas è la valutazione del *team* di amministrazione, controllo e decisione dell'azienda. Per questo motivo, già durante la fase di selezione della startup innovativa dal mercato, si rende necessario condurre un'analisi del *Portfolio Manager*, essenziale per consolidare un quadro delle conoscenze del *board* della

startup o PMI innovativa, al fine di valutare se il capitale umano sia in grado di sostenere o meno lo sviluppo previsto dal piano industriale. Il team e il management aziendale devono essere in grado di dimostrare il possesso di requisiti tecnici e delle competenze professionali specifiche per operare in quel determinato settore, dimostrando capacità gestionali e finanziarie adatte per portare avanti un progetto imprenditoriale altamente rischioso⁸². Questo controllo e approccio valutativo è essenziale anche in ottica di richiesta di finanziamenti, in quanto i potenziali investitori danno un'elevata importanza alle persone con potere decisionale all'interno dell'impresa⁸³.

Analisi delle cinque Forze di Porter.

Sviluppato da M. E. Porter nel 1979 nel suo manuale "*Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*", il modello delle cinque Forze è una delle principali analisi per determinare la competitività all'interno di un dato settore.

Secondo tale modello vengono prese in considerazione, appunto, cinque forze che contribuiscono attivamente a rendere competitivo un dato settore: la minaccia di potenziali *incumbent* e degli attuali concorrenti, il potere dei fornitori, il potere dei clienti e la minaccia di prodotti sostitutivi.

Queste cinque forze concorrono, con diversa intensità e importanza, a definire il quadro competitivo del settore in cui l'azienda opera. Per questo motivo, in ottica di selezione e valutazione di un progetto innovativo, questa analisi dovrebbe sempre essere svolta non solo con il fine di identificare potenziali minacce, ma anche con l'obiettivo di identificare, sviluppare e implementare strategie alternative.

Si pensi ad esempio ad una startup innovativa che si inserisce in un settore ad alta competitività a causa dell'elevato numero di *player* già attivi nel settore. In questo caso sarà necessario condurre tutte le valutazioni richieste per valutare l'intensità della forza dei concorrenti, considerando variabili come la concentrazione degli stessi, le barriere all'entrata e all'uscita, la domanda potenziale e la capacità produttiva. Sarà inoltre importante valutare la tipologia di offerta proposta, facendo leva sugli elementi differenti tra i prodotti/servizi e quindi potenzialmente generanti vantaggio competitivo, evidenziando anche la struttura dei costi e dei ricavi.

⁸² L. NADOTTI, "Progettazione e finanziamento delle imprese startup", Isedi, 2018.

⁸³ A questo proposito, come vedremo più avanti, è opportuno riportare nel dettaglio, all'interno del piano industriale, i motivi per i quali il team aziendale designato è qualificato per guidare l'impresa, dando evidenza delle esperienze professionali passate, delle skill e delle capacità che ciascun soggetto può mettere a beneficio dell'impresa ricoprendo il proprio ruolo.

L'analisi SWOT.

L'analisi SWOT è uno strumento di pianificazione strategica che ha come scopo quello di dare evidenza dei punti di forza, di debolezza e delle eventuali minacce od opportunità di un determinato progetto, considerando le interazioni dello stesso con le variabili interne ed esterne dell'ambiente operativo nel quale è inserito. In particolare le variabili interne sono quelle endogene all'organizzazione sulle quali si può facilmente intervenire, mentre le variabili esterne sono quelle relative all'ambiente in cui l'azienda opera e più difficilmente modificabili.

L'analisi SWOT si costruisce come una matrice suddivisa in quattro campi:

- Punti di forza, ossia tutte le variabili interne all'azienda che generano un vantaggio rispetto agli altri *competitor*.
- Punti di debolezza, ossia tutte le variabili interne all'azienda che generano dei limiti operativi o di altre nature. Sarà dunque necessario individuarli per studiare una strategia alternativa.
- Elementi che generano opportunità, ossia le possibilità che vengono offerte dal contesto nel quale l'azienda opera sfruttabili per creare occasioni di sviluppo.
- Elementi che generano minacce, ossia i rischi che potrebbero portare a un peggioramento della situazione e a ulteriori criticità. Questo aspetto deve essere valutato in maniera puntuale e precisa con lo scopo di prevedere possibili minacce e quindi anticiparne le soluzioni.

In conclusione, si evidenzia che tutte queste analisi non sono sostitutive del Business Model Canvas, bensì risultano essere i complementari e, come si è visto, fondamentali per definire un quadro completo dell'ambiente in cui l'azienda opera. L'obiettivo ultimo di questa fase di valutazione e analisi sarà quello di far luce sulle relazioni strategiche, sulle minacce e sulle opportunità del segmento di mercato in cui l'azienda opera, identificandone le chiavi di successo e gli elementi critici del piano di sviluppo e della strategia presentata.

2.1.4. Il processo di controllo: il ruolo della due diligence.

Il processo di controllo e analisi termina con la *due diligence*, un processo attraverso il quale si cerca di limare le asimmetrie informative e gli eventuali dubbi riscontrati nella prima parte di analisi per determinare se il modello di *business* sia o meno vincente. La *due diligence* viene svolta secondo tre direttrici: la prima di natura amministrativa e contabile, la seconda legale e la terza collegata alla completezza del modello di business allo scopo di verificare che la

strategia di *go to market* sia attuabile e che le tempistiche di *on boarding* dei clienti siano rispettate.

Il livello di profondità di detta analisi è collegato allo stadio di vita dell'impresa oggetto di selezione e valutazione: è improponibile e insensato operare una *due diligence* ad un'impresa in *seed stage* o *early stage*, ma, normalmente, alle imprese in questa fase, ci si limita a svolgere degli *stress test* per valutare la sostenibilità finanziaria del progetto.

In ogni caso, ogni dato oggetto di analisi deve essere supportato da ipotesi plausibili anche e soprattutto nei casi in cui non esistano dati passati. Si pensi ad una startup innovativa che stima i ricavi per la vendita di un prodotto innovativo. In questa eventualità, non essendoci confronti o dati passati per stimare tali flussi, si dovrà basare la propria analisi in maniera coordinata e congrua ai dati rappresentanti le vendite effettuate da fonti esterne all'impresa, come, per esempio, i dati relativi alle imprese concorrenti. In questo frangente può essere utile per aumentare la stabilità del proprio piano industriale, avvalersi dell'assistenza di figure professionali per valutare la bontà del progetto attraverso la trasformazione dell'idea di business in dati monetari di sintesi.

2.1.5. Valutazioni e considerazioni finali: il ruolo di una società di advisory.

Come si è già evidenziato, lo scopo della selezione è quello di vagliare il mercato delle startup innovative per identificare un'impresa che sia più reattiva alle opportunità di mercato e allo stesso tempo un'ottima opportunità di investimento.

Dunque, una volta giunti al termine del processo di selezione, si rende necessario valutare quanto appreso dalle analisi svolte e rilasciare un giudizio finale sulla startup innovativa esaminata. L'obiettivo di quest'ultima fase non è solo quello di rilasciare un "certificato" che attesti il valore del progetto, ma è anche quello di identificare il potenziale valore della *startup* innovativa, comprendendo, attraverso la fase di selezione, la possibilità di apportare valore aggiunto ponendosi come obiettivo la generazione di rendimenti superiori alla media, accrescere le doti di *leadership* societaria da parte del *team management* e attrarre, sviluppare e trattenere professionisti talentuosi. Per svolgere questo complicato ruolo non esistono regole o testi scritti, ma ci si affida all'esperienza di un professionista, o più spesso, di una strutturata società di *advisory*.

Di seguito analizzeremo sinteticamente il ruolo di una società di *advisory* nella selezione del progetto e nella valutazione della startup innovativa.

Per società di *advisory* si intende una società di consulenza strategica e finanziaria le cui attività sono legate alla pianificazione, all'implementazione e al monitoraggio delle strategie definite e delle risorse finanziarie impiegate per il sostentamento dell'azienda.

Nel caso di una startup innovativa la società di *advisory* assume una grande importanza, sin dalle prime fasi della propria vita: diversa da un incubatore, permette di fare *focus* sui reali bisogni della società, di implementare in maniera chiara e controllata le strategie definite e di dosare le risorse finanziarie individuando investitori interessanti per il progetto (c.d. *smart money*) e interessati all'iniziativa e al contempo permettendo sempre alla società innovativa di agire come da previsione del *business plan*.

Come abbiamo visto, la selezione dal mercato di un progetto innovativo è una delle fasi più complicate dell'intero processo startup: per la società innovativa è importante poter dimostrare di essere valida, scalabile e redditizia, mentre la società di *advisory*, nella scelta, dovrà essere in grado di individuare una società dall'alto potenziale non solo teorico, ma anche nella pratica. Per questo motivo, si possono individuare otto caratteristiche che devono sussistere sin dall'inizio in una start – up innovativa affinché possa superare il processo di selezione ed essere valutata, in seguito, in maniera positiva. Tali caratteristiche sono:

- Chiarezza degli obiettivi, che devono essere riassumibili in un efficace *payoff*⁸⁴;
- Capacità di individuare i cosiddetti “*large markets*”, ossia quei mercati in pronta crescita e cambiamento, sufficientemente grandi da permettere di sviluppare gli obiettivi prefissati e, oltretutto, di consentire un calcolato margine di errore sulle operazioni (diminuendo così il rischio);
- Focus sui clienti: ricerca di clienti in grado di prendere decisioni velocemente e di potersi concedere un sovrapprezzo per ottenere un servizio unico;
- Focus sulla proposta di valore, che deve risultare di Valore, Rara, Inimitabile e ben Organizzata⁸⁵;
- Focus sul prodotto, che deve essere in grado di “risvegliare” un bisogno del potenziale cliente e gratificarlo con una soluzione esclusiva;
- Individuazione del Team DNA, ossia di tutti i membri che parteciperanno al progetto, identificando le persone più adatte a ricoprire i ruoli del *management* e in

⁸⁴ Con *payoff* si definisce l'elemento testuale che solitamente accompagna il logo aziendale, estendendo la sua comunicazione. Il *payoff* è essenziale per comunicare alla clientela target la modalità attraverso la quale un determinato prodotto deve essere interpretato, arricchendo la propria immagine nell'immaginario del cliente stesso. Ad esempio, nel caso Nespresso il payoff è “What else?”, che indica, per l'appunto, il piacere di concedersi un caffè di alta gamma: cosa si può volere di più dalla vita?

⁸⁵ La proposta di valore viene, come è comprensibile, studiata attraverso l'Analisi VRIO, tenendo conto sia delle risorse finanziarie, che delle risorse umane dell'azienda in oggetto.

grado di apportare valore all'organico e quindi alla *startup* stessa. Inoltre, intrinseco al DNA del Team di sviluppo dell'idea innovativa, dev'esserci la capacità di pensare in modo differente, "*think different*";

- Analisi del processo di decisione delle scelte, che deve essere *smart* e agile, focalizzandosi su ciò che realmente è critico per la società e per l'implementazione delle strategie. È necessario riscontrare una presenza di agilità di pensiero e velocità di decisione, sfruttando la dinamicità e la flessibilità proprie delle piccole dimensioni e di un processo decisionale veloce.

Una volta riscontrate queste caratteristiche o comunque la possibilità di ottenerle attraverso un'attività di *coaching*, si potranno gettare le basi per partire con la fase successiva: la pianificazione dell'idea di business.

2.2. *L'importanza della pianificazione nello sviluppo di un'idea imprenditoriale.*

L'imprenditore *startupper*, nella fase di delineamento della propria idea di *business*, cerca la risposta a specifiche domande in grado di delineare il proprio progetto innovativo. Queste domande sono sintetizzabili in tre macro-quesiti: quali sono le caratteristiche di una buona idea di *business*? Qual è il settore in cui è più conveniente entrare? In che modo si può assicurare il successo del proprio progetto?

Una volta trovata una prima risposta a queste domande, anche nei casi in cui l'imprenditore non sia nuovo del settore in cui ha deciso di operare e conosca perciò molto bene l'ambiente, è consigliabile predisporre un documento scritto che raccolga, schematizzi e sintetizzi tutte queste informazioni: in questa fase di *brain storming* è importante tenere in considerazione l'alto numero di variabili che incide soprattutto nelle fasi iniziali di un progetto. Attraverso questo documento, che prende il nome di piano gestionale o *business plan*, l'imprenditore sarà in grado di formalizzare la propria idea di business. Questo documento, sempre più riconosciuto nella prassi economica e finanziaria, si configura come uno strumento essenziale per la valutazione di un progetto d'impresa.

Il piano gestionale può essere definito come “*un elaborato scritto che descrive e analizza l'idea di business che l'imprenditore intende realizzare, fornendo dettagli e proiezioni circa la sua possibile evoluzione futura*”⁸⁶ su un orizzonte temporale di medio-lungo periodo (tre o cinque anni), dando evidenza della strategia sviluppata e implementata e degli obiettivi *target*, nonché dei flussi di cassa che determineranno la profittabilità dell'azienda⁸⁷.

Prima di passare ad analizzare le finalità del piano gestionale, occorre focalizzare l'attenzione su chi siano i destinatari del *business plan*: in linea generale possiamo dire che questo documento è rivolto a tutti coloro che sono interessati allo sviluppo dell'idea imprenditoriale. Più in particolare possiamo evincere quattro categorie di *stakeholders*: i soci attuali e futuri interessati a conoscere le possibilità di sviluppo del loro investimento in termini economici; i soggetti finanziatori del progetto, che possono essere ordinari, come banche o istituti di credito, oppure straordinari, come le istituzioni per l'erogazione di fondi speciali; i fornitori e tutti gli altri soggetti che partecipano attivamente alla catena del valore del progetto; l'imprenditore stesso, che può essere persona fisica o giuridica.

⁸⁶ L. NADOTTI, “Progettazione e finanziamento delle imprese startup”, Isedi, 2018 – pag. 51 “Definizione del concetto di *business plan*”.

⁸⁷ Si sottolinea che il prospetto noto come idea di budget sia diverso dal piano gestionale in quanto si configura come un documento di matrice quantitativa che dà principalmente evidenza dei possibili output patrimoniali, economiche e finanziarie di un progetto. Invece, il piano gestionale dà evidenza sia della fase qualitativa, che quantitativa del progetto, prevedendo sia una parte descrittiva del mercato e delle strategie implementate, che una parte finanziaria.

2.2.1. Le finalità del business plan

Perché redigere un *business plan*? La risposta a questa domanda evidenzia come, attraverso la redazione di questo documento, si permetta di aumentare le probabilità di successo dell'iniziativa, rilevando allo stesso tempo sia i punti di debolezza che le opportunità dell'idea di business. Per comprendere maggiormente l'importanza della produzione del piano gestionale, citando Winston Churchill, si potrebbe dire che “*colui che non pianifica, sta progettando di fallire*”. Dunque, soprattutto nelle prime fasi di vita di una startup innovativa, dove i rischi di *default* sono estremamente elevati, è necessario condurre un'analisi scritta riportando la tipologia di attività che si intende svolgere e la tipologia di mercato che si intende servire rilevandone le criticità e i bisogni latenti, mostrando così l'ideale incontro tra domanda prospettata e offerta prevista, essenziale affinché si inizino a generare ricavi e si possa così partire con lo sviluppo del progetto.

Premesso ciò, si possono elencare i principali vantaggi derivanti dalla redazione di un *business plan*, sintetizzabili in quattro obiettivi: verifica dell'idea di *business*, rafforzamento dell'idea imprenditoriale originaria, definizione dei target di breve, medio e lungo periodo, modalità di comunicazione e condivisione dell'idea di *business*.

Verifica dell'idea di business.

La prima stesura del piano gestionale non è rivolta al mercato, bensì allo stesso imprenditore: nella redazione del business Plan l'imprenditore deve “sventrare” la propria idea di *business*, esplicitando precisamente i punti di forza e di debolezza, mettendo in risalto, anche attraverso analisi quantitative e simulazioni di mercato, le oggettive probabilità di successo del proprio progetto. Questa verifica è fondamentale per prevedere eventuali rischi, trasformandoli e utilizzandoli a proprio vantaggio con lo scopo di correggere le debolezze in punti di forza e ovviando così alla possibilità di *default*.

Rafforzamento dell'idea imprenditoriale originaria.

La prima stesura del business Plan non è mai quella definitiva, infatti rimane salva la possibilità di affinare e migliorare tramite un accorto e preciso *labor limae* la propria idea imprenditoriale, che spesso risulta così essere diversa (a volte anche rivoluzionata) da quella originaria. A questo proposito sono molto utili e gli strumenti tecnologici di cui un imprenditore normalmente è dotato, come ad esempio l'utilizzo di computer e fogli di calcolo per elaborare in maniera veloce ordinata un grande quantitativo di scenari futuri, testando e la sostenibilità strategica e

finanziaria della propria idea di business nei c.d. *stress test*⁸⁸. Lo scopo è quello di modificare e aggiustare la propria idea di business fino al momento in cui risulti profittevole anche nel peggior scenario considerato.

Definizione dei target di breve, medio e lungo periodo.

Come si è visto la redazione di un *business plan* aiuta gli imprenditori ad anticipare buona parte degli imprevisti, estirpando alla radice le minacce, rendendo così il processo decisionale e la risoluzione delle criticità pianificato e quindi più lineare. Tuttavia, per garantire il rispetto di quanto previsto in termini qualitativi e quantitativi nel *business plan* si devono delineare degli obiettivi di breve, medio e lungo periodo che attestino, tramite il raggiungimento degli stessi, che il progetto innovativo proceda come indicato nello stesso piano.

Appare ragionevole, però, considerare che possano presentarsi alcuni imprevisti e che generino delle opportunità inaspettate o, al contrario, delle situazioni di criticità per l'impresa. Di fronte a queste eventualità l'imprenditore e il proprio *management team* dell'impresa deve prendere atto dei cambiamenti e implementare tutte le azioni correttive ritenute opportune, anche modificando i *target* inizialmente previsti.

Comunicazione e condivisione dell'idea imprenditoriale.

Una volta che il piano gestionale è definitivo per l'imprenditore, lo stesso deve essere riportato e condiviso a tutti quei soggetti il cui ruolo è determinante per la riuscita dello stesso. Normalmente i soggetti considerati per la riuscita del progetto sono soggetti interni, come collaboratori, amministratori, dipendenti o consulenti, oppure soggetti esterni, principalmente finanziatori. Per questo motivo si consiglia di prevedere due versioni del *business plan*: una destinata ai soggetti interni che racchiuda tutti i dettagli operativi e finanziari; l'altra, destinata ai possibili finanziatori, avrà maggiore *focus* sugli aspetti finanziari e in particolare sulla richiesta quantitativa di finanziamento, sul modo in cui verranno impiegati i finanziamenti e sulle modalità di *exit* del progetto imprenditoriale.

Da quanto riportato si evince che il *business plan* ha una doppia funzione: una interna all'impresa e una esterna. La funzione interna serve all'imprenditore e al suo management team per verificare e valutare il raggiungimento dei possibili obiettivi in precise condizioni economiche o di mercato; la funzione esterna, non meno importante, serve per comunicare il progetto a potenziali nuovi investitori.

⁸⁸ Degli stress test per la valutazione della sostenibilità del piano industriale se ne parlerà nelle prossime pagine.

2.2.2. Le criticità del business plan.

Una delle maggiori criticità del *business plan* è il fatto che, trattandosi di un documento previsionale, non possa essere considerato come definitivo. Seguendo questo ragionamento, si può definire il piano gestionale come un documento “cangiante” la cui stesura è un processo *in itinere*, ossia aperto a continue modifiche (anche importanti), sulla base dell’evoluzione del settore nel quale si opera⁸⁹.

Sempre secondo questo approccio, il piano gestionale non è nemmeno immune da elementi critici o errori previsionali, per questo motivo non può essere seguito come un “libretto delle istruzioni” del progetto di *business*, piuttosto come una indicazione delle strategie da implementare per realizzare l’idea di *business*.

Come nascono questi errori? L’imprenditore, durante la stesura del proprio piano gestionale, soprattutto per la parte quantitativa si avvale di stime e ipotesi che potrebbero rivelarsi errate e quindi generare risultati fuorvianti. Il rischio più grande è quello di considerare un progetto vincente, sulla base di stime e ipotesi errate o addirittura irrealistiche, diminuendo così l’efficacia del *business plan*. Per ovviare a questo problema, come si è visto precedentemente, è necessario svolgere delle analisi per scenari, prevedendo situazioni che mettano in forte stress il modello per verificarne la sostenibilità finanziaria, come ad esempio un’impennata dei costi di produzione o la riduzione dei ricavi dovuti da una domanda inferiore alle aspettative.

A questo proposito ci si può collegare anche alla errata valutazione della qualità del prodotto o servizio offerto: è opportuno verificare il *product-costumer fit* in maniera preventiva svolgendo, ad esempio, dei test pilota direttamente nel mercato di riferimento, raccogliendo e elaborando i dati raccolti.

Un’altra criticità può nascere a seguito della mancanza di pianificazione delle giuste competenze del team manageriale, a seguito di un’errata analisi del *portfoglio manager*: i potenziali finanziatori danno molta importanza al possesso di requisiti tecnici e di competenze professionali da parte delle persone con il potere decisionale all’interno dell’azienda in cui decidono di investire, dato che il successo o il fallimento di un’idea spesso dipende anche dal *management*. È quindi essenziale dare evidenza delle qualifiche, delle competenze e dell’esperienza passata di ciascun membro del *management team*.

Particolare importanza riguarda gli aspetti finanziari dell’iniziativa, cioè la parte che più interessa i possibili finanziatori del progetto. Le ipotesi riportate nel *business plan* e le conseguenti proiezioni di dati devono essere ben motivate, in quanto, essendo le principali

⁸⁹ Il processo di controllo e revisione del business plan verrà approfondito maggiormente nel prossimo paragrafo.

direttrici su cui si basano le stime riportate, il finanziatore chiederà spiegazioni e delucidazioni a riguardo. Infine, dovrà essere prevista anche una sezione in cui viene definita le possibili vie di uscita dal progetto imprenditoriale: la cosiddetta *exit strategy*⁹⁰.

2.2.3. Il processo di controllo e di revisione del business plan: l'analisi degli scostamenti e il contingency planning.

Il processo di controllo e di revisione del piano gestionale, come si è dato nota nel paragrafo precedente, deve essere un'attività svolta costantemente soprattutto nel caso in cui l'ambiente in cui l'azienda opera sia incerto e aperto al cambiamento: l'imprenditore deve essere in grado di "ascoltare" il mercato e prevedere questi cambiamenti. La parte più complicata sarà poi la successiva modifica del piano industriale per raggiungere gli obiettivi prefissati: per questo motivo il processo di revisione deve essere eseguito con cadenza periodica in modo tale da garantire un piano gestionale dinamico e in linea con i cambiamenti più recenti, cogliendo le opportunità offerte dal mercato e trovando una soluzione alle possibili criticità o minacce.

Esistono tre tipi di variazioni che rendono necessario un rapido controllo con conseguente modifica del *business plan*: variazioni interne all'impresa, variazioni legate al prodotto e innovazioni tecnologiche.

Le prime coincidono spesso con mutamenti del contesto competitivo, che rendono necessaria la valutazione e il conseguente sviluppo di nuove opportunità di crescita dell'impresa come per esempio la previsione di un accordo *joint venture*.

Le seconde variazioni sono le più pericolose, difatti un mutamento dei bisogni della clientela può far tracollare un intero settore⁹¹: si rende perciò necessario aumentare la sensibilità rispetto

⁹⁰ Dell'*exit strategy* se ne parlerà più avanti. Tuttavia in questo frangente è opportuno considerare che spesso i finanziatori, ancor prima di entrare in un progetto di investimento, sanno quando e secondo quali modalità usciranno dallo stesso. A tal proposito non esiste un'unica strategia di uscita dall'investimento, ma le principali sono: la vendita dell'impresa; la cessione dell'impresa; la quotazione dell'impresa sui mercati finanziari; la liquidazione.

⁹¹ Si pensi a titolo esemplificativo al caso Blockbuster e Netflix.

Blockbuster, fondata a Dallas nel 1985 dall'imprenditore David Cook, è stata per 20 anni leader di mercato nel noleggio di videocassette e DVD. Il suo *core business* era focalizzato, per l'appunto, sul noleggio di film e videogiochi ed era diventata un vero e proprio colosso del settore, fatturando circa 6,5 miliardi di Euro e impiegando oltre 87 mila dipendenti. Nel 2012 Blockbuster, dopo circa 12 anni di crisi, è ufficialmente fallita. Da cosa ha origine il suo fallimento? Il suo fallimento ha probabilmente origine dalla mancata capacità del management team di comprendere il mutamento del settore: l'avvento di Internet, dello *streaming* di contenuti online e dei *device* tecnologici sempre più qualificati divenne fatale per l'azienda. In quegli anni si stava infatti sviluppando, acquisendo sempre più quote di mercato, una nuova azienda di noleggio di videocassette, chiamata Netflix. A Blockbuster era anche stata data la possibilità di acquistare questa nuova azienda valutata circa 50 milioni di Euro, ma rifiutò. Per comprendere questa scelta è necessario ricordare che Netflix all'epoca non era come lo conosciamo oggi, ma era un sito di noleggio di DVD che arrivavano direttamente a casa via posta. L'unico tratto simile ad oggi era la struttura dei ricavi, che si basava su un abbonamento mensile e non su un noleggio per-DVD. La motivazione principale era che Blockbuster non riteneva Netflix una minaccia perché, operando solo online e non avendo punti vendita fisici, non era considerato un diretto concorrente. Per assurdo, Blockbuster considerava uno dei più temibili concorrenti i supermercati Walmart, talmente capillarizzati nel territorio statunitense, tanto che si diceva che ce ne fosse uno ogni 10 minuti. L'errore di valutazione fu fatale per

a tali cambiamenti, cercando di comprenderne la natura in modo tale da riuscire addirittura ad anticiparli.

Infine la terza categoria racchiude tutte quelle innovazioni tecnologiche, oggi giorno sempre più frequenti, che rendono obsolescenti i prodotti e/o i servizi già in uso ed impongono alle imprese la necessità di essere straordinariamente flessibili al cambiamento.

Dunque, quando la situazione lo richiede, è opportuno aggiustare il piano gestionale originario con il fine di adeguare lo stesso alle mutate condizioni di mercato. Ovviamente queste modifiche devono essere prontamente comunicate non solo al *management team*, ma anche a tutti gli operatori che rientrano nello sviluppo progetto innovativo, in modo da scongiurare eventuali disallineamenti tra quanto previsto a livello strategico e operativo. Purtroppo questi disallineamenti non sono poi così rari: nella fase di controllo e revisione, è necessario prevederli e valutare possibili soluzioni attraverso una specifica analisi chiamata “analisi degli scostamenti”.

L’analisi degli scostamenti è l’operazione conclusiva del processo di controllo, attraverso la quale si studiano le divergenze tra quanto pianificato in origine e quanto prodotto effettivamente nel concreto: individuare le determinanti degli scostamenti è un fattore di successo estremamente importante per la corretta implementazione del piano gestionale. Quest’operazione viene normalmente pianificata al termine del periodo del quale si vuole verificare il grado di raggiungimento degli obiettivi prefissati, anche se oggi giorno stanno sempre più prendendo piede i cosiddetti “controlli concomitanti”, attuati attraverso l’utilizzo di meccanismo di *feedback* diretto, consentendo così la correzione tempestiva delle disfunzioni gestionali riallineandosi agli obiettivi di budget.

L’analisi degli scostamenti si compone di quattro passaggi:

- la determinazione degli scostamenti globali tramite il confronto tra i valori di budget previsti e i valori consuntivi, ossia quelli effettivamente raggiunti;
- la scomposizione degli scostamenti globali in scostamenti elementari⁹²;
- l’individuazione delle cause di tali differenze e delle relative responsabilità del *team* interno all’azienda;

Blockbuster che perse rilevanti quote di mercato e di conseguenza ricavi, costringendo così agli inizi del 2000 il *management team* a chiudere sempre più punti vendita perché diventati insostenibili finanziariamente e segnando così l’inizio della fine del colosso del noleggio a breve termine.

⁹² Gli scostamenti elementari sono i seguenti: scostamenti di volume, di efficienza o del prezzo d’acquisto. Si parla di scostamenti di volume quando si sostengono costi maggiori (o minori) di quelli preventivati perché la quantità prodotta non corrisponde a quella preventivata nel budget; si parla di scostamenti di efficienza quando si sostengono costi maggiori (o minori) di quelli preventivati perché la quantità fisica necessaria per realizzare una quantità di prodotto è diversa da quella già prevista; si parla di scostamenti di prezzo quando si sostengono costi maggiori (o minori) solo perché il prezzo unitario delle risorse si è rivelato diverso da quello di budget.

- l'individuazione delle azioni correttive o preventive per il raggiungimento degli obiettivi di budget.

Si può ben intendere, per la profondità di tale analisi, come l'analisi degli scostamenti sia un modo molto valido per seguire il processo di implementazione delle strategie previste dal *business plan*, non solo dando evidenza delle differenze quantitative, ma anche individuando le determinanti che hanno generato queste differenze. Sebbene solitamente il monitoraggio e l'eventuale revisione del piano gestionale si fermi al confronto tra i valori quantitativi riportati nel piano e quelli effettivamente raggiunti, è necessario svolgere, con cadenza periodica, un'approfondita analisi dei rischi (c.d. *risk assesment*) e degli elementi determinanti del successo aziendale, che non possono essere rappresentati da numeri e che possono variare con il mercato.

L'analisi degli scostamenti deve essere sempre accompagnata da un'analisi di valutazione dei rischi, determinando i vari fattori di rischio verso i quali un'impresa può incorrere durante il proprio operato e i conseguenti impatti che tali rischi possono avere sul piano gestionale. Una volta individuati i potenziali rischi, l'obiettivo di tutte le aziende è quello di rispondere in maniera rapida e funzionale a queste criticità. Lo strumento utilizzato dalle imprese per la valutazione e il monitoraggio dei rischi prende il nome di “matrice probabilità – impatto”, la quale riporta sulle righe tutti i possibili fattori di rischio, mentre sulle colonne, per ciascun fattore, indica la probabilità che si verifichi l'evento (A), l'impatto della perdita in Euro (B), il rischio potenziale ($A \times B$) e gli strumenti più adeguati alla gestione del rischio (D). Graficamente quindi la matrice probabilità – impatto è così raffigurata⁹³:

Fattori di rischio	A. Probabilità evento	B. Impatto della perdita (in Euro)	C. Rischio potenziale	D. Strumenti di gestione del rischio
Rischio terremoto	0,05%	1.000.000,00 €	500,00 €	Assicurazione terremoto
		Sommatoria	Sommatoria	...

Grazie a questa matrice sarà dunque possibile individuare i fattori di rischio che prevedono un rischio potenziale più elevato rispetto agli altri e quindi agire per pianificare le azioni da svolgere durante l'eventuale situazione di emergenza. L'analisi più utilizzata in questi casi e che dovrebbe essere parte integrante del *business plan* di una azienda (indipendentemente dalla fase di vita della stessa) prende il nome di *contingency planning* noto anche come “piano di

⁹³ L. NADOTTI, “Progettazione e finanziamento delle imprese startup”, Isedi, 2018.

emergenza” e consiste, per l'appunto, in un piano dettagliato contenente tutte le azioni da attuare in caso di emergenza.

Il contingency plan si caratterizza per le seguenti tre fasi di analisi:

- analisi dello scenario competitivo in cui l'azienda opera, evidenziando gli obbiettivi *target* e le modalità attraverso le quali raggiungerli;
- definizione delle principali sfide che l'impresa dovrà affrontare per risultare competitiva nell'ambiente in cui è inserita, evidenziando eventuali criticità;
- identificazione delle azioni che dovranno essere implementate per superare le criticità individuate nelle precedenti fasi.

In estrema sintesi possiamo dire che il processo di controllo e di revisione debba essere considerato come un'opportunità per anticipare le mosse del mercato e quindi, per questo motivo, si configura come un essenziale fase per l'imprenditore *startupper* nello sviluppo di un'idea di *business*.

2.2.4. La progettazione e la redazione di un business plan.

Nelle pagine precedenti si è visto come la redazione del *business plan* sia uno step essenziale per formalizzare la propria idea di business. In questo paragrafo, invece, si dà rilievo agli elementi fondamentali che costituiscono un *business plan* efficace da utilizzare sia come guida per lo sviluppo dell'idea imprenditoriale, sia come presentazione al mercato e a possibili investitori del proprio progetto innovativo.

Fermo restando che il *business plan* deve essere redatto in maniera realistica e basandosi su ipotesi veritiere e oggettive, si evidenzia che non esiste un'unica redazione dello stesso, ma è interessante notare come il grado di elementi, il livello di dettaglio delle informazioni contenute e i contenuti grafici varino sulla base dei destinatari a cui il piano gestionale è rivolto: ad esempio ai collaboratori interni interesserà maggiormente l'aspetto operativo del progetto, mentre agli investitori interesserà maggiormente la sostenibilità finanziaria e i possibili rendimenti dell'operazione.

In ogni caso non esiste un formato di redazione unico, universale e riconosciuto di redazione del piano gestionale, ma nella pratica si è d'accordo sull'evidenziare alcune linee guida e alcuni componenti che non possono mancare. La struttura del *business plan* si compone di tre parti, in questo modo:

1. La prima parte coincide con la parte introduttiva, essenziale per catturare l'attenzione del lettore e dare una prima, seppur superficiale, idea del progetto innovativo. Le prime pagine devono essere, dunque, ad impatto sia per contenuti, che per organizzazione grafica e si compongono di: copertina, indice dei contenuti ed *executive summary*.
2. La seconda parte entra nel vivo della descrizione del progetto innovativo, aumentando il grado di dettaglio delle informazioni qualitative e prevedendo l'inserimento delle analisi di mercato effettuate e dei risultati emergenti. Il corpo centrale del piano gestionale si compone di: descrizione della società, descrizione della situazione presente e degli obiettivi futuri, descrizione del prodotto o del servizio offerto e analisi di mercato e delle strategie di marketing.
3. La terza parte, invece, è prettamente quantitativa: essa dà rilievo a tutte le analisi finanziarie svolte, ai risultati che ne conseguono e alla valutazione sulla sostenibilità finanziaria del progetto⁹⁴.

⁹⁴ Per una scelta legata alle esigenze di redazione del seguente elaborato, della sostenibilità finanziaria del progetto in fase di startup se ne parlerà nel capitolo III.

Infine, nelle pagine conclusive del piano è necessario prevedere una appendice, che, al contrario di quanto si pensi, costituisce una rilevante sezione del documento: ad essa spetta il compito di determinare la robustezza delle analisi svolte, dando evidenza delle fonti e di tutta la documentazione di supporto utilizzata per redigere il piano gestionale.

Introduzione.

Come anticipato in questa prima parte è necessario catturare l'attenzione del lettore dando anche qualche esigua informazione sul progetto innovativo che si sta per presentare; spesso sottovalutato, anche l'aspetto di presentazione grafica dovrà essere accattivante e in linea con l'idea di business presentata. La copertina contiene il logo e tutti i riferimenti della futura impresa⁹⁵, una breve descrizione del punto di partenza e degli obiettivi che si intende raggiungere evidenziando anche i limiti temporali. Nelle prime pagine sarà necessario anche prevedere un NDA (non – disclosure agreement), ossia un accordo di riservatezza su quanto contenuto nel piano gestionale. Al termine delle pagine di introduzione, occorre inserire l'indice dei contenuti. Esso ha lo scopo di aiutare il lettore nel fare chiarezza sulla struttura del *business plan* e si configura come un semplice elenco delle sezioni contenute all'interno dello stesso.

Executive Summary.

Probabilmente l'*executive summary* rappresenta il documento più importante di tutto il *business plan*: esso è probabilmente il primo documento che un potenziale investitore interessato consulterà e, per questo, coincide con il primo approccio che lo stesso avrà con l'azienda. Di norma si compone di tre o quattro slides in cui viene data una *general view* della società target o dell'idea di business, sovente con l'utilizzo di aiuti grafici come schemi, a possibili investitori. Un *executive summary* efficace è composto dalle seguenti sezioni:

- Introduzione del progetto / *idea di business*;
- Organigramma della società, dando evidenza delle figure manageriali che ricoprono ruoli critici all'interno del progetto innovativo;
- Descrizione della *vision* e *mission* della futura impresa e del progetto;
- Breve descrizione del contesto competitivo ed essenziale panoramica delle strategie implementate;
- Rappresentazione grafica del Business Model;

⁹⁵ Dovranno essere elencati tutti i riferimenti della futura impresa come ragione sociale, indirizzo della sede legale e operativa, partita iva e codice fiscale se la società è già stata costituita, indirizzo del sito web, riferimenti telefonici e di posta elettronica.

- *Key Financials*, danno luce alle risorse economiche necessarie per far partire o sostenere il progetto, delineando la proposta di investimento;
- *Financial Forecasts*, danno evidenza dei tempi, dei rendimenti e delle modalità di rimborso del prestito.

L'*executive summary* si configura come una vera e propria “proposta di offerta”, dove l'imprenditore assume la veste di “venditore offerente”, mentre il finanziatore di “consumatore”: solo se quest'ultimo viene catturato dal contenuto e percepisce l'unicità del progetto innovativo sarà ben disposto a proseguire la lettura ed eventualmente a investire nel progetto presentato.

La descrizione della società: la situazione di partenza e gli obiettivi futuri.

Da questa sezione inizia il vero e proprio piano gestionale, partendo da una presentazione del settore e del contesto competitivo nella quale l'impresa si troverà ad operare, evidenziando gli aspetti che generano vantaggio competitivo e che quindi rendono unica la propria offerta rispetto ai *competitors* e perciò in possesso di un progetto sulla carta potenzialmente profittevole. In particolare in questa sezione è essenziale descrivere la natura dell'attività svolta dall'impresa, le modalità di sviluppo ed vendita del prodotto o del servizio e un elenco dei principali fattori che possono impattare sia sulla catena produttiva e sulle procedure operative di realizzazione dell'offerta (es. approvvigionamento delle materie prime, rapporto con i fornitori...), che sulla domanda di mercato (es. stagionalità dell'offerta).

Questa sezione assumerà maggiore importanza nel caso in cui si stia descrivendo una startup innovativa: in questo caso si renderà fondamentale descrivere in che modo l'idea innovativa ha avuto origine, fornendo una sintesi dei dati qualitativi considerati e la composizione del *management team* e del *team* operativo, evidenziando anche le fasi di ricerca e sviluppo implementate, includendo tutti test e le verifiche di mercato svolte e i risultati ottenuti. L'*output* per il lettore dovrà essere una descrizione dello stato di partenza e del contesto competitivo della società e l'indicazione delle possibili complicazioni future, tenendo presente le variabili legate alla concorrenza, i fattori critici di vulnerabilità di un dato progetto e tutti i fattori di incertezza legale.

Le analisi di mercato e il piano di marketing.

In questa sezione particolare attenzione dovrà essere destinata al prodotto o servizio offerto dall'impresa, evidenziandone i punti di forza e gli eventuali punti di debolezza con le relative soluzioni. In particolare si rende necessario dare luce agli aspetti del prodotto o del servizio che creano vantaggio competitivo, cioè evidenziare i c.d. *key success factor* che permettono al

consumatore di classificare idealmente l'offerta dell'impresa oggetto del *business plan*, ad un piano superiore rispetto alle altre⁹⁶.

Una volta identificati i fattori critici di successo del prodotto/servizio, sarà necessario dare evidenza, attraverso le specifiche analisi di cui si è trattato nei paragrafi 1.1.3.1 e 1.1.3.2., delle criticità e delle opportunità proprie del contesto competitivo nel quale l'azienda opera. Occorre in questa fase definire il corretto mercato di riferimento dell'impresa, tenendo in considerazione non solo il proprio prodotto, ma anche i concorrenti attuali e futuri, il tasso di crescita del mercato in cui si opera e valutare le probabilità di successo della propria offerta in mercati alternativi. Lo studio del mercato e dei propri concorrenti è dunque il primo importante passo per poter definire un piano di marketing, essenziale per proporre in maniera omogenea, chiara e definita il proprio prodotto o servizio nel mercato. Data per assodata la descrizione del prodotto o servizio protagonista del *business plan*, un buon piano di marketing si compone di quattro parti:

- definizione del target di clientela a cui il prodotto o servizio è rivolto, identificando variabili demografiche come l'età, il sesso, l'area geografica di riferimento, ma anche la tipologia di occupazione svolta, il reddito medio, le abitudini, i gusti... tutte variabili che formeranno il segmento di clienti a cui rivolgere la propria offerta;
- definizione della strategia di pricing, essenziale per definire una strategia di posizionamento del prodotto/servizio anche a livello di prezzo. Unitamente alla strategia di *pricing* è importante anche definire una linea guida delle possibili promozioni da implementare;
- definizione della strategia di comunicazione. Questa sezione non comprende solamente i costi e i benefici futuri di una eventuale campagna pubblicitaria, ma più in generale ricomprende il modo attraverso il quale un'azienda comunica il proprio prodotto. La strategia di comunicazione è il primo approccio nel mercato e deve essere delineata in maniera chiara e riconosciuta, in modo tale da scatenare sin da subito "un'idea" del prodotto o del servizio condivisa dal mercato *target*. Esistono numerose strategie di comunicazione: dalla pubblicità nelle reti televisive alla disposizione dei prodotti negli scaffali dei supermercati, dal packaging del prodotto al sito web aziendale... sarà compito dell'imprenditore *startupper* e del proprio *marketing team* individuare le modalità più efficaci ed efficienti per rendere la

⁹⁶ Gli investitori valuteranno molto anche la presenza di garanzie legali come per esempio licenze o brevetti, diritti di copyright ed eventuali registrazioni di marchi che possano tutelare maggiormente il prodotto nel mercato e quindi il proprio investimento.

propria offerta conosciuta nel mercato selezionato e indurre i possibili clienti selezionati all'acquisto.

- Risultati delle indagini di mercato. Essenziale nelle fasi preliminari di proposta di un prodotto o servizio nel mercato è la conduzione di ricerche mirate a determinare come il prodotto o il servizio viene valutato dal target di clientela. Spesso le indagini di mercato vengono utilizzate *ex post*, come nel caso precedentemente descritto, ma non è errato nemmeno servirsi di questi strumenti per svolgere anche delle considerazioni *ex ante*: l'obiettivo è quello di valutare eventuali scelte strategiche prima di approdare nel mercato. Un esempio può essere la determinazione del prezzo a seguito di un'indagine del mercato di riferimento, rispondendo ad una semplice domanda del tipo: "secondo la Sua opinione quanto dovrebbe costare questo prodotto o servizio?".

In generale la predisposizione di un piano di marketing di successo è il primo passo fondamentale per prevedere l'andamento dei profitti e per rendere il modello di business dinamico di fronte a possibili imprevisti o modifiche dell'ambiente competitivo nel quale l'impresa opera. Il piano di marketing, per essere il più completo possibile, dovrebbe ricomprendere anche le modalità di promozione del prodotto o del servizio, le modalità di distribuzione e, in generale, per ogni elemento di previsione indicato dovrebbero essere valutati i possibili benefici e le potenziali criticità.

Data l'importanza critica di questa sezione del *business plan* e l'ampio ventaglio di tematiche che vengono trattate e di conoscenze che vengono richieste, è consigliabile avvalersi di figure esperte che possono aiutare l'imprenditore a prendere le migliori scelte per definire una strategia vincente di ingresso nel mercato.

Le analisi finanziarie del progetto innovativo.

La terza parte del piano gestionale è la sezione in cui vengono trasformati in dati quantitativi e numeri sulla base di proiezioni temporali i dati qualitativi e le ipotesi espressi e descritti nelle precedenti sezioni. Ogni *business plan* presenta una diversa struttura dell'analisi finanziaria, ma si è d'accordo nell'identificare il denominatore comune, proprio a tutte le analisi numeriche implementate, nella redazione di tre documenti di sintesi: lo stato patrimoniale, il conto economico e il prospetto dei flussi di cassa.

Lo stato patrimoniale è un prospetto economico che descrive mediante uno schema a sezioni contrapposte il valore in un dato momento storico di una società. Tali sezioni contrapposte si chiamano attivo e passivo: la prima dà evidenza di tutti i valori positivi intestati alla società e

in particolare le immobilizzazioni immateriali (come brevetti o marchi), materiali (come macchinari) e finanziarie (come titoli), la cassa, i crediti verso i propri clienti (...), la seconda, invece, considera tutti i valori negativi che deprimono il patrimonio di una società come ad esempio mutui passivi, debiti nei confronti dei fornitori... la differenza tra attivo e passivo genera il patrimonio netto della società, che, soprattutto nei primi anni di vita di una startup innovativa, non di rado risulta essere negativo soprattutto a causa delle perdite generate dal progetto.

Mentre lo stato patrimoniale definisce le componenti attive e passive di cui un'azienda dispone, il conto economico mostra la quantità di ricchezza (ricavi) che viene generata, dà evidenza dei costi e determina il risultato finale di esercizio, che può essere positivo in caso di utile o negativo in caso di perdita. Come già anticipato, nei primi anni di vita di una startup difficilmente il progetto, anche se vincente, riesce a produrre utili: questo accade in particolare per la mancanza di una quota di mercato tale da assicurare vendite e quindi ricavi per almeno pareggiare i costi di sostentamento di una struttura neocostituita, che, sulla base della tipologia di settore in cui opera e soprattutto nei primi anni risultano essere molto alti. Del fabbisogno finanziario della startup nelle prime fasi di vita se ne parlerà nel prossimo capitolo.

Infine, il terzo documento è il prospetto dei flussi di cassa che presenta il totale delle risorse finanziarie necessarie per avviare l'iniziativa descritta dal piano gestionale, descrivendone i tempi di ritorno dell'investimento e quindi la data stimata dalla quale il progetto inizierà a produrre profitti. Il prospetto dei flussi di cassa per la sua natura prettamente finanziaria (è originato tenendo conto dei movimenti prettamente finanziari del conto economico) è sicuramente uno dei documenti che gli investitori vaglieranno con doverosa attenzione al fine di poter determinare le probabilità di successo del progetto, i tempi di ritorno del loro investimento e i frutti quantitativi dello stesso.

Infine, a corredo di questi tre documenti, può essere utile indicare anche degli indici di bilancio prospettici su base annuale, che permettono, attraverso una riclassificazione dei dati di bilancio, di ottenere una visione della redditività del progetto. I principali indici di redditività sono:

- il **ROE** (Return on Equity), si ottiene dividendo il Risultato d'Esercizio per il Patrimonio Netto e indica la redditività del patrimonio netto, ovvero il ritorno economico dell'investimento effettuato dai soci dell'azienda.
- il **ROI** (Return on Investment), ottenuto dal rapporto tra Reddito Operativo e Capitale investito netto (a sua volta originante dalla somma tra patrimonio netto e mezzi finanziari di terzi), consente di misurare il ritorno finanziario dell'iniziativa. Il ROI è un indice fortemente influenzato dai tassi di interesse e dal settore di

riferimento: per essere soddisfacente deve al contempo superare il ROE e il costo medio dei mezzi finanziari apportati da terzi.

- il **ROS** (Return on Sales), è un indicatore fortemente influenzato dal settore in cui opera un'azienda e misura la redditività delle vendite in termini di gestione caratteristica (reddito operativo). Si ottiene dal rapporto tra il reddito operativo e il fatturato dell'azienda⁹⁷.
- **Indice di liquidità** (c.d. *acid test*), permette di dare evidenza della capacità dell'azienda di sostenere gli impegni finanziari a breve attraverso l'utilizzo dell'attivo circolante (escludendo i beni in magazzino). Tale indice si calcola come il rapporto tra Attivo Circolante e Passività a Breve e il valore ideale si attesta attorno a 1, mentre la soglia critica è per valori uguali o inferiori a 0,75.

Si sottolinea che non esistono valori “ideali” definiti, ma che i valori risultanti dagli indici possono essere diversi sulla base della fase di vita della startup, sulla base del settore di riferimento e dell'attività esercitata e sulla base della tipologia di società che si va a considerare.

Come si è dato più volte evidenza durante queste pagine, ogni dato che viene utilizzato per costruire questi modelli economici – finanziari deve essere accuratamente valutato e soprattutto deve basarsi su ipotesi solide e veritiere, soprattutto nel caso in cui non esistano dati storici riferibili al passato. È questo il caso emblematico dell'analisi finanziaria di un progetto startup che, in particolar modo se innovativo, non presenta *benchmark* di mercato per poter valutare con certezza gli effetti numerici dell'implementazione di una o di un'altra strategia. In questo caso, si renderà necessario basare le proprie stime su fonti esterne all'impresa⁹⁸ che per tipologia di prodotto o di servizio si avvicinano all'offerta proposta dall'impresa startup, considerando ad esempio quantità media di vendita di un determinato prodotto e prezzo medio di vendita di un'azienda già attiva in quel mercato per determinare il *range* del possibile fatturato e individuando matrici di costi diretti e indiretti per definire il primo margine di contribuzione.

L'analisi finanziaria deve essere quanto più precisa possibile, dunque è consigliabile per i primi anni predisporre un prospetto che dia evidenza almeno trimestralmente, se non mensilmente, dei dati finanziari; dal quarto anno in poi, invece, a causa della eccessiva aleatorietà dei dati, i *prospect* saranno su base annuale.

⁹⁷ Data la sua natura, il ROS può essere fortemente influenzato anche dagli ammortamenti in essere, per questo motivo il risultato dev'essere confrontato con il MOL (Margine Operativo Lordo) che definisce il risultato operativo prima degli ammortamenti.

⁹⁸ A tal proposito l'indicazione delle fonti, in particolar modo se ufficiali, è essenziale per dare maggiore peso e credibilità alle previsioni indicate nel piano gestionale.

Appendice

L'ultima, ma non meno importante, parte del piano gestionale deve essere necessariamente dedicata alla presentazione di tutta la documentazione utilizzata per sviluppare quanto descritto nelle sezioni precedenti. Infatti, quanto maggiore è il grado di dettaglio e la qualità dei documenti utilizzati, tanto maggiore sarà la resistenza delle ipotesi che sono state avanzate da parte del *team* che ha redatto il documento. In questa sezione dunque vengono raccolti tutti gli articoli, le pubblicazioni specifiche sul tema, i report, gli studi i sondaggi e le statistiche inerenti a quanto contenuto e sviluppato nel *business plan*. Per facilitare i lettori nella loro analisi, è opportuno riordinare tutti questi documenti in maniera logica e coerente, raggruppandoli per categorie come ad esempio in atti normativi, *papers*, manuali e guide tecniche, fonti dalla Dottrina, siti web, articoli accademici, pareri professionali...

Infine in questa sezione è consigliabile inserire anche alcuni allegati direttamente collegati all'impresa e a quanto descritto nel piano, come ad esempio schede tecniche del prodotto, *brochure*, biografie del *team management* corredate di eventuali titoli inerenti all'attività svolta...

Il ruolo di una società di advisory: il teaser e l'investor deck.

Una volta completato il *business plan*, l'azienda possiede un documento completo, dettagliato e ben organizzato del proprio progetto di business. Tale documento però difficilmente viene condiviso in maniera chiara e trasparente con tutti coloro che lo richiedano, perché si rischia di lasciar trapelare nel mercato idee o strategie che, soprattutto se facilmente implementabili o riproducibili, potrebbero causare la perdita del proprio vantaggio competitivo.

Per condividere la propria idea di business ad eventuali investitori si può rendere necessario appoggiarsi ad una società specializzata c.d. "di *advisory*" che sappia estrapolare dal piano gestionale le informazioni interessanti e critiche per gli investitori e quindi riadattarlo in una chiave differente, originando dal piano gestionale altri documenti derivati chiamati *teaser* e *investor deck*.

Il *teaser* è il primo documento dell'azienda target che un potenziale investitore interessato consulerà e, per questo, coincide con il primo approccio che lo stesso avrà con l'azienda. Di norma un buon *teaser* è un documento molto scarno e scevro di informazioni rilevanti: esso ha l'obiettivo di far conoscere l'azienda e il tipo di servizio offerto e invogliare l'investitore ad approfondire l'analisi. Si compone di tre o quattro pagine in cui viene data a possibili investitori

una *general view* della società *target* e dell'idea di business, sovente con l'utilizzo di aiuti grafici come schemi e tabelle. Un *teaser* efficace è composto dalle seguenti sezioni:

- Copertina;
- Introduzione del progetto/idea di business;
- *Vision e Mission*;
- Panoramica delle strategie adottate fino a quel momento e delle strategie da implementare;
- *Business Model*;
- *Key Financials*;
- Proposta di investimento;
- *Financial Forecasts*;
- Conclusione.

Inoltre, su richiesta della stessa startup, è possibile predisporre un *blind teaser*, ossia un documento che non dia riferimenti che potrebbero identificare in maniera sicura l'oggetto dell'operazione.

L'eventuale manifestazione di interesse e quindi di richiesta di ulteriori informazioni da parte dell'investitore, potrà essere soddisfatta mediante la stipulazione di un Non Disclosure Agreement (NDA).

L' *investor deck* è un documento che per completezza ed esaustività somiglia maggiormente ad un *business plan*, e si compone di circa venticinque - trenta pagine nel quale si analizza approfonditamente l'azienda target e il proprio modello di business. Tale documento lo si ottiene estrapolando mirate informazioni dal *business plan*, informazioni che sono ritenute essere di fondamentale importanza e necessarie da portare all'attenzione del *pool* di possibili investitori.

Un efficace *investor deck* si compone delle sezioni di seguito riportate, ognuna delle quali deve essere adeguatamente sviluppata, mantenendo una linearità sintattica e utilizzando parole chiave brevi e chiare, opportunamente evidenziate con l'utilizzo del grassetto. Le sezioni principali sono.

- Copertina;
- *Disclaimer*, nel quale dev'essere contenuto l'oggetto della comunicazione e le condizioni di riservatezza;
- Panoramica del Business, sviluppato sulla base di una sintesi del *business plan*, condotta utilizzando le famose 5W: *Who? What? Where? When? Why?*

In questa sezione dovrà anche essere compresa una sintetica panoramica dei servizi e dei prodotti offerti;

- *Key Man*, ossia gli *strategic leader* di cui l'azienda non può fare a meno, estrapolati direttamente dall'Analisi del *Portfolio Managment*. In questa sezione dovrà anche essere delucidata la *governance* e l'organizzazione aziendale, dando luce al capitale umano e alle funzioni svolte;
- *Vision & Mission*;
- *Business Model*, come si è già visto nei paragrafi precedenti è il modello di business adottato dall'azienda. Si renderà necessario descriverlo in tutte le sue parti chiave, in particolare analizzando l'infrastruttura (*key partners, activities and resources*) e l'offerta (*value proposition*). Il principale punto su cui dare enfasi è il destinatario dell'offerta proposta, ossia i clienti ai quali è rivolta la propria proposta di valore;
- *Key Success Factor* e *Key Profit Indicator*, rispettivamente i fattori critici di successo e i fattori che generano profitto;
- *Key Financials*, ossia la struttura finanziaria dei costi e dei ricavi;
- *Business Plan*, riportato in sintesi e riadattato per il solo periodo richiesto dall'investimento;
- Conclusione.

Inoltre, ogni *investor deck*, deve essere opportunamente accompagnato da una *digital dataroom* contenente tutti i documenti giuridici (visura camerale), economici, finanziari (bilanci passati e simulazioni finanziarie prospettiche), oltre che brevetti e certificazioni che vadano ad attestare gli elementi contenuti nello stesso.

2.3. Metodologia di valutazione della startup e metodi di valutazione.

Durante la vita di una società si può rendere necessario dover valutare il proprio *equity* per vari motivi. Alcuni di essi possono essere legati, ad esempio, ad una nuova strategia da implementare, per la quale si deve proporre ai propri azionisti un aumento di capitale, alla cessione – parziale o totale – delle quote della stessa oppure alla quotazione in borsa e quindi alla determinazione del prezzo di offerta (IPO). Tutte queste situazioni economiche, pur avendo modalità di attuazione e obiettivi completamente differenti, hanno un passaggio in comune: la valutazione d'azienda.

Tale operazione si concretizza anche come un passaggio fondamentale nel caso di startup innovativa per completare il piano gestionale e soprattutto per poter presentare un'offerta di investimento ai possibili investitori del proprio progetto.

In estrema sintesi, la valutazione d'azienda può essere definita come l'attribuzione di un valore quantificato al capitale della stessa, ossia al complesso dei beni materiali e non materiali di cui essa è titolare.

Eseguire una corretta valutazione d'azienda che ben rappresenti la reale situazione aziendale richiede uno studio approfondito delle informazioni ricevute, un'ottima conoscenza del settore in cui opera la società e una notevole esperienza. Inoltre bisogna sempre tenere presente che l'*entreprise valuation* non è una scienza esatta: le dinamiche che devono essere considerate sono molteplici e altrettante sono le variabili che l'impresa target può presentare e spesso capita che valutazioni della stessa azienda, condotte con differenti metodi di valutazione, portino a risultati del tutto differenti. Per svolgere una corretta valutazione d'azienda diventa, invero, necessario rivolgersi a professionisti del settore.

In questo paragrafo si analizzeranno i principali metodi di valutazione di un'azienda startup innovativa e delle variabili da considerare per determinare il corretto valore della stessa.

2.3.1. I metodi di valutazione di una startup innovativa.

Il primo passo per la valutazione di una startup consiste nell'identificare la fase di vita⁹⁹ della stessa, il settore di appartenenza, i principali *key financials* e le motivazioni che stanno alla base della valutazione.

⁹⁹ In questo caso si ricomprendono le fasi di sviluppo della startup e sono quattro: *idea stage*, *development stage*, *startup stage* e *expansion stage*.

Infatti, durante le fasi della vita di una startup si può rendere necessario, per molteplici motivi, dover valutare l'*equity* della stessa. Le principali ragioni possono essere riassunte in quattro situazioni:

- Operazioni di fusione e acquisizione (M&A);
- Quotazione nei mercati regolamentati e quindi la determinazione del prezzo di offerta (IPO);
- Aumento del capitale sociale tramite l'apertura a capitale privato o fondi di *private equity* o *venture capital*;
- Valutazione interna e auto-diagnosi.

Una volta sviluppato questo primo *screening* della startup oggetto di valutazione, si può procedere con la vera e propria valutazione. Esistono due macro categorie di metodi per valutare una startup: i metodi tradizionali e quelli alternativi.

I primi si suddividono in metodi indiretti, che prendono in considerazione i risultati economici e finanziari contabilmente rilevanti e si estrinsecano nel metodo patrimoniale, reddituale e del *discounted cash flow*, e metodi diretti, come il metodo dei multipli che fanno affidamento agli indici di mercato per lo stesso settore.

I secondi, su cui si darà maggiore rilievo in questo elaborato, pongono maggiore enfasi su elementi di matrice qualitativa ed intangibile che impattano sul valore economico dell'impresa in oggetto di valutazione. Questi metodi sono molteplici e non completamente interscambiabili tra loro e sono il *Venture Capital Model*, l'EVA (*Economic Value Added*), il *Check List Method*, il *Risk Factor Summation Model* e lo *Scorecard Method*.

L'output che si punta ad ottenere in sede di valutazione, è un valore della società in oggetto *pre money*¹⁰⁰ e quindi prima del ricevimento dei finanziamenti da parte degli investitori, originando una stima equilibrata, ponderando i vari metodi sulla base di principi determinanti.

In particolare, le considerazioni che devono essere considerate per l'*equity valuation*, sono concernenti l'informazione qualitativa, la certezza dei dati qualitativi e il ruolo dell'investitore. Infatti, la valutazione muove da tre assunti:

- l'informazione qualitativa (composizione del *portfolio management*, idee, business plan, prodotto e opportunità di sviluppo del mercato) è più importante nelle startup in *early stage*, dove l'incertezza della performance è estremamente alta e dunque i risultati economico-fiscali sono meno importanti

¹⁰⁰ La valutazione pre – money, riguardante, come si è visto, la fase precedente all'apporto di nuovi capitali, differisce dalla fase post – money, che invece valuta l'azienda dopo il conferimento dei nuovi capitali. Nel contesto descritto si può ben intendere come una valutazione post – money sia poco attuabile, in quanto la valutazione serve proprio per poter definire il piano d'investimento per i possibili investitori.

- le informazioni quantitative (bilanci depositati, elenco degli affidamenti bancari con relativo piano di ammortamento, elenco dei *leasing* con relativo piano di ammortamento) sono più affidabili nelle ultime fasi di vita della startup, proprio quando entra stabilmente nel mercato e dunque hanno peso maggiore, perché l'azienda ha un comprovato storico di dati finanziari. Pertanto, è possibile ponderare maggiormente i metodi finanziari (come il metodo del *discounted cash flow*) man mano che le proiezioni si fondano sui risultati consolidati.
- il punto di vista degli investitori è un'importante fattispecie che deve essere considerata equamente per tutte le metodologie di valutazione

2.3.2. *Le modalità di valutazione di una società startup innovativa.*

Di seguito si presenta l'approccio adottato per condurre una *entreprise valuation* con il fine determinare il valore di una società startup innovativa. Di prassi, si procede con l'utilizzo di diversi metodi riconosciuti e successivamente ponderati sulla base delle assunzioni di cui sopra: questa *best practice* nella valutazione delle aziende permette di condurre delle valutazioni il più possibile precise, affidabili e complete. I metodi che abitualmente vengono utilizzati sono conformi alle linee guida dell'IPEV (*International Private Equity Valuation*) e sono suddivisi in metodi qualitativi (*scorecard method*, il *checklist method* e il *risk factor summation model*), e metodi quantitativi (metodo del *venture capital* e metodo DCF).

Lo **Scorecard Method**, concepito da William H. Payne del gruppo Ohio "*TechAngels*" e approvato dalla fondazione Ewing Marion Kauffman, è noto anche come metodo Payne o *benchmark method*. Secondo tale metodo la startup viene valutata sulla base di diversi fattori che possono variare dal settore in cui l'azienda opera, alle dimensioni del mercato o alla qualità del *portfolio management*. In linea generale il confronto viene svolto tra aziende simili che operano nello stesso settore, considerando sei parametri sia qualitativi che quantitativi, ponderati in questo modo¹⁰¹:

- 1) Competenze del *management team* – pesa per il 25% e ricomprende variabili come il numero di dipendenti, gli anni di esperienza nel settore del *core business* e il background commerciale e manageriale del *core team*.

¹⁰¹ Rimane salvo che le ponderazioni possono variare sulla base delle considerazioni svolte di volta in volta considerando variabili come il tipo di attività, il prodotto o il servizio offerto, la modalità di *business* e il settore di riferimento.

- 2) Dimensione e prospettive di crescita del mercato – pesa per il 25% e considera variabili come l’ambito geografico del mercato (eventualmente analizzando il contesto politico - legislativo, economico e sociale), la dimensione stimata del mercato in tre anni e i ricavi stimati al termine del terzo anno sulla base delle considerazioni precedenti.
- 3) Forza del prodotto, *know how* e tecnologia utilizzata – pesa per il 20% e considera il livello di concorrenza del mercato (nazionale e internazionale), la presenza di eventuali barriere all’ingresso e il livello di qualità dei prodotti e dei servizi, il vantaggio competitivo.
- 4) Processo di vendita e comunicazione – pesa per il 15% e analizza la fase di lancio del prodotto, il grado di fedeltà dei clienti, le campagne marketing già in essere o programmate.
- 5) Relazioni strategiche con i *key partner* e contesto competitivo – pesa per il 10% e analizza in particolar modo la forza e la qualità del legame con i *key partners*
- 6) Necessità di ulteriori investimenti – pesa per il 5% e viene considerato sulla base dello stato di sviluppo.

Lo scopo del metodo è quello di trovare la media del settore per ogni parametro indicato e valutare se essa risulti essere in linea, maggiore o inferiore rispetto ai pesi che rappresentano l’impatto dei criteri sulla valutazione dell’azienda *target*. Infine, la somma di questi due punteggi ponderati viene moltiplicata per la valutazione media, portando così alla valutazione *pre money* dell’azienda.

Il **Checklist Method**¹⁰² è meglio conosciuto come Berkus Method dal suo ideatore Dave Berkus, uno dei più importanti investitori angel californiani. Questo metodo è uno dei più utilizzati specialmente nelle prime fasi di vita delle startup ed è basato principalmente su parametri qualitativi in quanto le proiezioni finanziarie indicate nel business plan sono spesso incerte. Berkus ritiene che, per valutare approfonditamente una startup, occorra analizzare cinque criteri di rischio secondo il loro peso. Questi criteri sono:

- 1) *Basic Value*, ovvero il rischio dell’idea. Tale rischio dipende dall’andamento della domanda del prodotto/servizio, dai feedback ricevuti dai primi utilizzatori e dagli esperti del settore, dal grado di fedeltà dei clienti e da minacce come la concorrenza internazionale e dalla portata geografica del business.

¹⁰² Per approfondire le applicazioni di questo metodo si veda D. Rahardjo & Sugiarto, “Valuation model using a mixed real options method: a review on Singapore and Indonesia digital startups”, Universitas Pelita Harapan, Jakarta, Indonesia, 2019.

- 2) *Technology*, ovvero il rischio tecnologico legato all'utilizzo di *software* e all'importanza degli stessi per l'esercizio dell'impresa. Inoltre viene analizzato il tipo di Internet Protocol (IP) in atto, se presente, e confrontato con il massimo grado applicabile.
- 3) *Execution*, ovvero il rischio di esecuzione. Questo rischio è maggiore soprattutto nelle prime fasi di vita della startup, per questo motivo perde gradualmente di importanza man mano che la società si consolida. Questo rischio coincide con la difficoltà della startup di mantenere i propri piani e le proprie promesse, rischiando di perdere clienti, deludere partner strategici e investitori, aumentando così il rischio di *default*.
- 4) *Key Partners and Relations*, ovvero il rischio collegato alla forza delle relazioni strategiche nel mercato di riferimento.
- 5) *Production and Consequent Sales*, ovvero il rischio finanziario, subordinato allo stadio di sviluppo del business e alla redditività attuale dell'impresa.

Valutati e quantificati questi rischi, la startup ottiene delle porzioni di valore sulla base dei propri tratti qualitativi e alla vicinanza degli stessi a quelli desiderabili di mercato. La loro somma coincide con la valutazione *pre money* della startup.

Il **Risk Factor Summation Model** è un metodo di valutazione *pre money* delle startup innovative. Il primo passaggio per determinare il valore della società è l'individuazione del "valore di base" della stessa, ossia del valore medio evinto sulla base di altre aziende operanti nello stesso settore e con prodotti o servizi comparabili¹⁰³.

Una volta riscontrato il valore, si può procedere all'individuazione dei fattori di rischio, i quali hanno la funzione di adeguare il valore della startup innovativa ottenuto nel precedente punto: i rischi con una probabilità più bassa aumenteranno il valore di partenza, mentre quelli con una probabilità più elevata lo diminuiranno. I fattori di rischio da valutare e previsti dal modello sono dodici:

- *Risk of Management*, ossia il rischio derivante dalla gestione operativa;
- *Stage of the business*, ossia il rischio derivante dalla fase di vita della startup innovativa che risulta essere maggiore nelle prime fasi;
- *Supply chain or manufacturing risk*, ossia il rischio derivante dalle attività di approvvigionamento e di produzione;
- *Sales and marketing risk*, ossia il rischio derivante dalle vendite e dalla comunicazione verso il mercato;
- *Capital raising risk*, che coincide con il rischio di raccolta di capitali nel mercato;

¹⁰³ Per determinare il valore della startup innovativa ci si può servire del metodo Payne o Scorecard Method, che, come si è visto, muove le proprie assunzioni sulla base dei valori delle altre aziende operanti nello stesso settore.

- *Competition risk*, ossia il rischio di concorrenza da parte dei competitors attivi nello stesso mercato;
- *Risk of technology*, legato principalmente al grado di obsolescenza della tecnologia implementata;
- *Risk of litigation*, rischio derivante dalla possibilità di contenzioso;
- *Political Risk*, ossia il rischio derivante dalle condizioni socio – economiche del paese nel quale è attiva la società;
- *International risk*, legato alle relazioni internazionali dell'azienda;
- *Risk of reputation*, rischio reputazionale derivante per esempio dall'utilizzo di materie prime non sostenibili;
- *Exit value risk*, rischio derivante dall'*exit*, ossia dalla strategia di uscita dei finanziatori dal capitale sociale.

L'individuazione di questi fattori di rischio deve essere svolta in maniera accorta e ponderata, in quanto agli stessi verrà assegnato un *rating* quantitativo (tra - 2 e + 2) influenzando così in maniera differente la valutazione della startup. Tale *rating* è quantificato mediante un valore numerico che quantifica il rischio in Euro: assegnato, ad esempio, il valore 200 mila Euro per *rating*, si genererà per un *rating* pari a - 1 un valore pari a - 200 mila Euro (200 mila Euro * - 1), mentre per un *rating* pari a + 2 un valore pari a 400 mila Euro (200 mila Euro * 2). Una volta svolto questo meccanismo per tutti i fattori di rischio allora si procederà a sommare (o sottrarre) il valore ottenuto alla valutazione *pre money* della società determinata in precedenza. Il principale vantaggio di questo metodo è sicuramente legato alla semplicità di utilizzo e alla possibilità di integrazione con altri metodi (si pensi ad esempio al Metodo *Scorecard*). Tuttavia il *Risk Factor Summation Model* presenta anche degli svantaggi, principalmente derivanti dalla modalità di identificazione dei fattori di rischio: si tende ad esaminare, in via del tutto precauzionale, solo le variabili di rischio negative e non ci si concentra sui punti di forza propri della startup. Inoltre, visto che il valore *pre money* della startup deriva da una media del settore del mercato in cui opera, nel caso le cui performance medie dello stesso siano molto basse, il valore di partenza sarà inevitabilmente condizionato e perciò il risultato finale rifletterà tale media.

Il Metodo del Venture Capital¹⁰⁴ è sicuramente uno degli approcci più comuni tra gli operatori finanziari nel mercato delle società private. Nell'attuazione di questo metodo devono essere

¹⁰⁴ Per ulteriori approfondimenti sull'utilizzo pratico di questo metodo nel settore delle biotecnologie (quindi ad alto sviluppo innovativo) si veda S.M. Sammut, "*Valuation method in early-stage biotechnology enterprises: the venture capital method at work*", Journal of Commercial Biotechnology, December 2011.

prese in considerazione due variabili: il ROI atteso e il *Terminal Value* (Exit), il primo indica il ritorno sull'investimento in termini quantitativi ed è essenziale per predeterminare il valore d'uscita dall'investimento da parte dei *venture capitalists*.

Il valore potenziale di uscita dall'investimento è calcolato con un multiplo EBITDA basato sul settore, scontato di un valore pari al Return On Investment (ROI) richiesto. Il tasso di sconto dipende dal rischio d'impresa, calcolato sulla maturità della startup e in base al settore di riferimento: il ROI sarà più alto quanto è più rischiosa l'impresa in cui si investe.

Infine, il **Metodo del Discounted Cash Flow**¹⁰⁵, rappresenta uno degli approcci più noti alla valutazione delle aziende e largamente raccomandato dagli accademici e dagli analisti finanziari. La valutazione è il valore attuale di tutti i flussi di cassa liberi per il capitale proprio che la startup genererà in futuro.

Questo metodo pondera il *free cash flow* previsto per l'azienda, in base alla probabilità che la startup sopravviva. I flussi di cassa devono poi venire attualizzati ad un tasso di sconto che rappresenti in maniera affidabile dal punto di vista del settore i rischi e la dimensione, dal punto di vista della startup la fase di sviluppo e la redditività della stessa. Poi, i flussi sono scontati al presente da un tasso che rappresenta i rischi legati al settore, alla dimensione, alla fase di sviluppo e alla redditività. Infine, la somma dei flussi di cassa, è scontata nuovamente attraverso un tasso di illiquidità, ottenendo così la valutazione.

Una volta ottenuti i risultati, inevitabilmente differenti per modalità di conduzione della valutazione e per considerazioni svolte, sarà necessario ponderare questi risultati sulla base dell'adeguatezza maggiore di un metodo rispetto ad un altro per determinare il valore della società.

Si pensi, a titolo esemplificativo, ad una società startup innovativa che, poiché neocostituita e operante in un settore poco noto con un prodotto ad alta innovazione, non possenga una storicità finanziaria o altri documenti di matrice economica che attestino, per esempio, i propri flussi di cassa prospettici. Si può dunque ben intendere come in questo caso sarebbe molto difficile condurre un'analisi del valore della società mediante il metodo del *Discounted Cash Flow*, ma anche attraverso altri metodi tradizionali come il metodo reddituale, patrimoniale o misto. Dunque, il risultato emergente operando una di quest'analisi non è affidabile, in quanto basato principalmente su ipotesi formulate, su *prospect* di vendita futuri e quindi dati poco solidi.

¹⁰⁵ Per ulteriori informazioni si veda F. STEIGER, "The validity of company valuation using Discounted Cash Flow", Cornell University's Archive, April 2010.

Ciò lascia intendere che difficilmente il valore di società neocostituite si possa determinare utilizzando un metodo tradizionale, che per definizione fonda la propria esattezza su dati quantitativi certi e veritieri, ma sarà più adatto un metodo che basa la propria valutazione su elementi qualitativi.

Tuttavia, per condurre un'analisi completa è necessario considerare i risultati che si evincono da entrambi i filoni. Infatti, una corretta valutazione di una società startup innovativa sarà il risultato di una riflettuta ponderazione di più metodi utilizzati, originando così una valutazione che poggia in maniera più o meno rilevante sulle regole dei metodi utilizzati e considerando nel proprio risultato sia elementi di matrice qualitativa, che elementi di matrice quantitativa.

Come si è già detto, la valutazione della società è il primo, fondamentale passo per poter strutturare una proposta di investimento da presentare al *pool* di investitori interessati a partecipare al progetto. Nel prossimo capitolo, dopo una breve digressione sul fabbisogno finanziario di una società in fase di startup, si presenteranno le principali modalità di finanziamento di una società, con particolare riguardo al c.d. finanziamento collettivo “*crowdfunding*” e alle modalità di *exit* dall'investimento.

CAPITOLO III

La raccolta di capitali dal mercato per lo sviluppo di un progetto innovativo

Dopo aver visto la disciplina delle startup e delle PMI innovative, dopo aver analizzato i ragionamenti che stanno alla base della selezione di un progetto innovativo dal mercato e dopo aver evidenziato i passi fondamentali per la redazione di un *business plan*, si giunge all'ultimo capitolo di questo elaborato nel quale si tratterà del finanziamento del progetto innovativo.

Prima di iniziare è necessaria una premessa, non di poco conto: trovare finanziamenti per poter sviluppare la propria idea di *business*, in particolare nei primi anni di vita della stessa, non è facile. Infatti, il reperimento di capitali d'investimento dal mercato risulta essere essenziale per avviare il progetto descritto nel piano gestionale, ma allo stesso tempo è uno dei principali e più comuni problemi per le startup innovative.

La difficoltà di reperimento, come si vedrà nelle prossime pagine, emerge in particolare dall'assenza di storia della neo azienda e quindi di numeri finanziari che attestino l'effettiva profittabilità del progetto e la credibilità del *team management*. Inoltre, normalmente l'offerta di investimento è caratterizzata da elevate asimmetrie informative e da un palpabile rischio di insolvenza, che influiscono in negativo sulla capacità di *funding* della neo azienda, dove per *funding* si intendono tutte le operazioni che un'impresa mette in atto per reperire i fondi necessari per l'avvio e per il sostentamento della propria attività.

In questo contesto la letteratura indica l'esistenza di un vero e proprio *missing market* per il finanziamento dell'innovazione¹⁰⁶, anche se bisogna tenere presente che la globalizzazione dei mercati finanziari rappresenta un elemento di *favor*, rendendo più facile l'accesso ai mercati internazionali. Infatti, l'investimento in startup innovative contribuisce allo sviluppo del sistema imprenditoriale, permettendo a progetti rinnovatori, solidi e importanti di emergere, promuovendo la crescita di un'economia avanzata e al passo con il cambiamento.

Dunque, le domande a cui si cercherà di rispondere in questo capitolo sono: come si misura il fabbisogno di un'azienda neocostituita? Quali sono le difficoltà che una società può incontrare in una richiesta di finanziamento? Quali sono le categorie di investitori che possono investire in una società innovativa? Quali sono i benefici propri di un investitore che ha investito in una startup innovativa?

Una volta ottenuta la risposta a queste domande, si presenterà una particolare metodologia di raccolta del capitale: il *crowdfunding*, letteralmente lo strumento di "raccolta del capitale tra la

¹⁰⁶ B. Hall, J. Lerner, Handbook of the Economic Innovation, capitolo 14, anno 2010, vol. 1, pp. 609 – 639.

folla”.

Infine, nelle ultime pagine del capitolo, si darà evidenza delle varie strategie di *exit* che si possono prevedere al termine dell’investimento, ossia il modo attraverso il quale un investitore, una volta raggiunto il *target* riportato dall’*investor deck*, esce dall’investimento.

3.1. Il fabbisogno finanziario di una start up innovativa

Durante la fase di avvio di un progetto innovativo, la startup necessita di risorse finanziarie per mettere in moto l'attività aziendale: l'insieme di tutte queste risorse finanziarie prende il nome di fabbisogno finanziario.

Il fabbisogno finanziario ha origine dalla disgiunzione temporale tra il momento in cui vengono utilizzate le risorse per acquisire le materie prime necessarie a produrre il prodotto o servizio finale e il momento in cui tale prodotto o servizio viene venduto, realizzando così un ricavo. Viene causato così un vero e proprio *gap* temporale, che evidenzia la necessità di un'azienda di provvedere alla mancanza iniziale di risorse finanziarie. In che modo? Normalmente il fabbisogno finanziario viene colmato tramite risorse proprie o mediante il capitale di terzi.

La vera domanda però è: a quanto ammonta il fabbisogno finanziario di una startup innovativa? La risposta più semplice ed intuitiva si estingue attorno alla parola "dipende". In realtà, anche a seguito di quanto già contenuto nelle precedenti pagine, si può ben intendere come la risposta si celi all'interno del *business plan* di un'azienda, più precisamente all'interno di un prospetto chiamato piano finanziario.

Normalmente contenuto nell'analisi finanziaria del progetto innovativo, per piano finanziario si intende un prospetto in grado di quantificare il valore delle risorse finanziarie necessarie per dare avvio all'attività e sostenere il progetto innovativo. Come si è visto nello scorso capitolo, in questa sezione si ricomprendono anche lo stato patrimoniale, il conto economico e il rendiconto finanziario, tre elementi distinti, ma con un unico obiettivo: definire qualitativamente e quantitativamente il piano finanziario.

Nella stesura di un piano finanziario bisogna tenere presente che il fabbisogno finanziario cambia soprattutto sulla base della fase della vita aziendale che la startup innovativa sta affrontando: in linea teorica ciascuna fase necessiterebbe di un piano finanziario *ad hoc*, in quanto sono molteplici le differenze soprattutto riguardanti le attività svolte, le quote di mercato possedute, l'andamento delle vendite, l'intensità di assorbimento del capitale investito e la capacità di autofinanziamento¹⁰⁷. Inoltre per ciascuna fase devono essere anche considerate differenti modalità di raccolta del capitale e i differenti attori ai quali ci si rivolge per ottenere il finanziamento.

¹⁰⁷ M. GALLO, Il fabbisogno finanziario nella fase di startup, contenuto in L. NADOTTI, "Progettazione e finanziamento delle imprese startup", pag. 91 e ss., ISEDI, 2018.

Questo paragrafo è stato scritto tenendo presente la teoria del *financial growth cycle*¹⁰⁸, secondo la quale il grado di sviluppo raggiunto dall'impresa determina la struttura finanziaria ottimale della stessa. Di seguito, dunque, si analizzano le peculiarità del fabbisogno finanziario d'impresa sulla base della fase di vita della startup stessa.

Seed Financing

La prima fase di vita di una startup innovativa è generalmente caratterizzata da una grande incertezza riguardante in particolare gli obiettivi economici del progetto; tale fase può essere suddivisa in *seed financing* e *early stage*. In queste due fasi preliminari si rende necessario quantificare l'insieme degli investimenti finanziari necessari per poter dare avvio al progetto imprenditoriale, ricomprendendoli in due categorie principali: investimenti di tipo immateriale e investimenti di tipo strutturali.

I primi considerano come base di partenza il fabbisogno finanziario richiesto dall'attività operativa ordinaria e cioè delle varie funzioni aziendali, vitali affinché il progetto non si areni ancora prima di salpare. Normalmente in questa fase della vita di una startup innovativa l'azienda, compatibilmente con la propria capacità produttiva, con le proprie quote di mercato e soprattutto con le risorse finanziarie di cui dispone, non si presenta strutturata. Tuttavia, le funzioni aziendali che dovrebbero essere sempre presenti, indipendentemente dal tipo di attività operata, sono la funzione amministrativa, contabile e finanziaria, la funzione di ricerca e sviluppo e la funzione commerciale. Solo in un secondo momento, e in particolar modo quando la startup inizia a svilupparsi e anche sulla base di considerazioni qualitative e quantitative come per esempio il settore in cui opera, dovrà essere necessario considerare lo sviluppo di altre funzioni, non meno importanti, ed essenziali per strutturare maggiormente l'azienda come la funzione tecnica, la funzione legale, la funzione marketing e comunicazione...

La seconda tipologia di investimenti, al contrario, coincide con la necessità dell'azienda di strutturarsi materialmente acquisendo beni immobili come fabbricati o capannoni e dotandosi di beni mobili come impianti e macchinari specifici per poter sostenere la propria attività e la domanda del mercato.

Tuttavia, considerata l'incertezza degli obiettivi economici, in questa fase è difficile, se non addirittura impensabile, beneficiare di finanziamenti formali, come quelli da parte di banche, operatori pubblici o fondi privati. Durante queste fasi, infatti, si ricorre in maniera prevalente ai finanziamenti cosiddetti informali, di norma ottenuti mediante mezzi propri, familiari, amici

¹⁰⁸ A. BERGER, G. UDELL, "The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle", 1998

o imprenditori estremamente virtuosi. In particolare, durante la fase startup, pur essendo le probabilità di successo del progetto innovativo ancora esigue, se ben sostenuta finanziariamente grazie agli investimenti informali, l'imprenditore *startupper* apre il proprio *business* al mercato, promuovendo il proprio progetto attraverso, per esempio, la partecipazione a fiere o *meeting* di settore, attraverso le pubblicità e la comunicazione tramite social, attirando, più spesso di quanto si pensi, l'attenzione di imprenditori *business angel* o di incubatori¹⁰⁹. Principalmente queste due tipologie di attori sono le figure professionali che sostengono le neo imprese apportando non solo finanziamenti, bensì anche servizi di consulenza e assistenza per lo sviluppo dell'operatività aziendale. Infatti, come si è visto nel paragrafo del primo capitolo dedicato, gli incubatori oltre ad offrire consulenza di tipo legale, amministrativa e fiscale, dispongono di strutture e spazi ottimali e forniti delle tecnologie adeguate per consentire l'avvio del business alle neo imprese.

Early Stage Financing

La fase successiva è conosciuta come *early stage financing*, ossia una fase di forte sviluppo in cui la crescita della società avanza in maniera importante sia sul fronte della domanda di mercato, che dell'offerta, venendo incontro in maniera ancora più precisa alle richieste del mercato.

Il fabbisogno finanziario richiesto da questa fase, è mirato all'adattamento della propria capacità produttiva e soprattutto della propria rete commerciale, che richiede, tra le altre cose, una forte elasticità da parte del *management team* e degli operatori dell'azienda. In questa fase il fatturato si scolla dalle cifre desolanti proprie dello stadio precedente, iniziando a registrare un aumento delle vendite, permettendo di incrementare i margini di autofinanziamento e rendere positivi i flussi di cassa. Pur essendo in questa fase il rischio di *default* ancora molto alto, soprattutto nel caso in cui si inizino a registrare dei risultati positivi comprovanti la validità dell'idea di *business*, la startup può essere designata come *target* da fondi chiusi, *club deals* o altri investitori privati interessati agli sviluppi del progetto. In particolare, come si è già detto nello scorso capitolo, in questo momento della vita di una startup si delineano due round di investimento, rispettivamente A e B, che differiscono per importo di finanziamento e obiettivi degli stessi: il round di serie A generalmente ha come obiettivo quello di finanziare l'entrata in nuovi mercati attraverso lo sviluppo di nuovi canali di distribuzione e di strategie di

¹⁰⁹ Sono questi ultimi i possibili finanziatori di questa fase iniziale. Dell'incubatore è stata già data evidenza nel primo capitolo di questo elaborato, del *business angel* e degli altri attori che possono intervenire nelle varie fasi di vita della startup innovativa se ne parlerà nelle prossime pagine.

marketing, mentre l'obiettivo del Round di serie B è quello di accrescere la propria quota di mercato finanziando lo sviluppo del processo di crescita.

Expansion Financing

La terza fase, conosciuta anche come *Scale Up Financing*, coincide con l'espansione, caratterizzata da una crescita del fatturato subordinato alla crescente domanda di mercato, permettendo così una crescita della capacità di autofinanziamento. In questo stadio, caratterizzato da flussi di cassa positivi, diventa più semplice accedere ai finanziamenti da parte di istituti finanziari come banche o istituti di credito, oppure di fondi chiusi di investimento. Lo scopo dei finanziamenti di questa fase è quello di introdurre risorse finanziarie per far fronte alla veloce crescita della società, permettendo una migliore organizzazione, anche attraverso una migliore strutturazione della stessa, che a sua volta può consentire l'ottenimento di risultati ancora migliori nel mercato, diversificando la propria offerta e allo stesso tempo permettendo una costante crescita della propria quota di mercato (e perciò del fatturato).

Infatti, è proprio in questo momento della vita di una startup innovativa che si ricercano i primi investimenti "sostanziosi", cosiddetti *Round C, D ed E*, provenienti da fonti esterne strutturate denominate fondi di *venture capital*, in grado di supportare lo sviluppo del progetto anche mediante l'apertura di nuove opportunità di crescita.

A questo proposito un esempio calzante può essere l'acquisizione da parte di un fondo di *private equity*, avente un portafoglio di aziende attive nel settore alimentare, delle quote di minoranza di una startup innovativa che produce un particolare tipo di contenitore per alimenti compostabile (e quindi a basso impatto sull'ambiente), scaldabile in microonde e in grado di preservare le proprietà del cibo anche a temperature di molto sotto lo zero. Questo tipo di investimento e in particolar modo i soldi derivanti dall'entrata nella compagine sociale del suddetto fondo, prendono il nome di *smart money*, letteralmente "soldi intelligenti". Infatti, appare chiara la *ratio* dell'acquisizione: la startup innovativa può ampliare la propria quota di mercato andando a servire tutte le aziende attive nel settore alimentare, accrescendo la propria capacità produttiva soprattutto tramite le risorse finanziarie derivanti dall'acquisizione e allo stesso tempo le aziende attive nel settore alimentare hanno un fornitore strategico unico all'interno dello stesso gruppo.

Maturity Financing

La penultima fase della vita finanziaria di una startup coincide con la maturità.

Nella fase di maturità le vendite sono pressoché stabili, segnando profitti costanti e un equilibrio tra entrate e uscite. Questo momento, apparentemente idilliaco per un imprenditore *startupper*, si configura come uno *step* critico da valutare con molta attenzione da parte del *management team*. In particolare in questa fase sarà necessario avviare politiche volte a rinnovare l'offerta proposta dall'azienda, difendendo così la propria posizione nel mercato. Un esempio potrebbe essere la decisione da parte del *management team* di investire nella diversificazione del proprio prodotto, entrando in altri mercati più o meno affini a quelli nei quali si sta già operando. Normalmente in questa fase un'azienda in regola e con buoni risultati economici non dovrebbe avere difficoltà ad accedere a finanziamenti da parte di banche o altri operatori pubblici.

Tutte le strategie implementate al fine di mantenere attraente e viva l'offerta sul mercato, hanno come scopo quello di scongiurare la fase di declino. Durante questa fase le vendite dell'azienda iniziano a calare a seguito della perdita delle quote di mercato e della posizione nello stesso, inevitabilmente diminuiscono anche i flussi di cassa e i profitti segnando una difficoltà ad auto finanziare le proprie attività. Normalmente in questi casi si aprono tre scenari di intervento: *leveraged buy-out (LBO)*, *management buy-out (MBO)* e *turnaround*.

Secondo il glossario di Formazione Finanziaria di Borsa Italiana, per *leveraged buy-out (LBO)*, letteralmente “acquisizione attraverso il debito”, si intende una complessa serie di operazioni volte ad acquisire una società *target*, tramite l'indebitamento, appunto, della stessa. In generale tale operazione, promossa più frequentemente da società di *private equity*, si concretizza in due passaggi: il primo prevede la costituzione di una NewCo da parte del soggetto acquirente (c.d. LBO sponsor) che s'indebita, di norma presso istituti bancari, per ottenere la finanza per realizzare l'acquisizione¹¹⁰; il secondo consiste nella fusione per incorporazione della società *target* nella NewCo.

Le modalità di ripagamento del debito aprono alla necessità di individuare una *condicio sine qua non* in mancanza della quale non è possibile intraprendere questa operazione: la società *target* deve avere un basso grado di leva finanziaria e un'alta produzione di liquidità, che servirà, appunto, a ripagare il debito di cui sopra¹¹¹.

¹¹⁰ La quantità di debito necessaria per acquisire la società dipende dal valore delle attività operativa e dell'EBITDA – Earnings Before Interest Taxes Depreciation Amortization, dell'entità *target*.

¹¹¹ È doveroso ricordare che fino al 2003 l'operazione LBO non era consentita sulla base della disposizione che proibiva l'acquisto di azioni proprie (ex art. 2358 c.c.).

Tale operazione è stata poi validata, rendendo però necessario perfezionare l'operazione ai sensi dell'art. 2501 bis c.c., indicando «le ragioni che giustificano l'operazione» e predisponendo «un piano economico e finanziario con l'indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere»

L'operazione di LBO può essere promossa anche dagli stessi amministratori dell'azienda *target*, che vengono coinvolti nell'operazione tramite la sottoscrizione di azioni della *target* e/o della NewCo, prendendo così il nome di *management buy-out* (MBO), *management buy-in* (MBI) o *buy-in management buy-out* (BIMBO), a seconda che gli amministratori siano interni, esterni o entrambi. A questo proposito diventano essenziali non solo le capacità di produrre *cash flow* dell'azienda, ma anche le possibilità di sviluppo e miglioramento operativo.

Per *turnaround* si intende il piano c.d. di risanamento attraverso il quale un'azienda può determinare le cause che hanno portato alla crisi e identificare, di conseguenza, le azioni volte a recuperare la strategia aziendale¹¹². Esiste una *best practice* per questo metodo, ossia quella di valutare sette indicatori per valutare le performance di un'azienda: la redditività delle vendite (ROS), la variazione della redditività degli investimenti (ROI), la variazione media del fatturato in un periodo di tempo determinato, il rapporto tra mezzi propri e capitale investito, il rapporto tra le proprie risorse e il credito finanziario netto, la copertura degli oneri finanziari, la capacità di generare *cash flow*. Una volta definiti quantitativamente questi indici, si può individuare un *turnaround index* definito come l'indice che misura le capacità finanziarie e patrimoniali di un'azienda. Questo indice, mediante l'assegnazione di valori compresi nel range 0,1 – 0,9, rispettivamente risultati soddisfacenti e risultati critici, evidenzia le aree finanziarie più a rischio di un'azienda, delineando così il profilo della società e valutando le possibili azioni da intraprendere al fine di risanare la stessa.

Finanziare la propria idea innovativa non è affatto semplice: prima di proseguire con la disamina delle modalità di finanziamento a cui può ricorrere una startup innovativa, occorre necessariamente individuare i rischi che generano le difficoltà di raccolta del capitale e analizzare in che modo si compone la struttura finanziaria di una startup innovativa nelle varie fasi della propria vita.

3.1.1. La scelta della composizione della struttura finanziaria.

Per iniziare a sviluppare il proprio progetto innovativo, un imprenditore *startupper* deve inevitabilmente raccogliere finanziamenti adeguati a mettere in moto quanto previsto e richiesto dal *business plan*.

¹¹² L'operazione di Turnaround non considera solo il risanamento dell'azienda, ma valuta anche altre strade come per esempio la vendita dell'azienda stessa, l'affitto d'azienda, l'opzione di stringere una *joint venture*, o, nei casi più estremi, la dichiarazione di fallimento e l'attivazione delle operazioni previste dal Codice della Crisi.

Il reperimento dei finanziamenti risulta, specie nelle prime fasi di vita della startup, molto complesso. Si può però dire che la difficoltà risulta via via diminuire dalle prime fasi di vita, man mano che si giunge alle ultime: la criticità è massima nella fase di sperimentazione (*seed financing*), per poi calare leggermente nella fase di costituzione (*startup phase*) e iniziare a diminuire significativamente prima nella fase di avvio (*early stage financing*), momento in cui la startup entra nel mercato, e poi nella fase di crescita (*expansion financing*), momento in cui la startup inizia a generare liquidità.

Da cosa deriva questa difficoltà di reperimento delle risorse finanziarie? La difficoltà di finanziamento si genera principalmente da tre tipologie di rischi, intrinsecamente legati alla decisione di sviluppare un prodotto innovativo e lanciarlo nel mercato. Tali rischi sono: il rischio tecnologico, il rischio di mercato e il rischio operativo. Il primo rischio coincide con le incertezze legate allo sviluppo e alla messa in funzione del prodotto o servizio, il secondo misura l'eventuale grado di insoddisfazione dei clienti qualora il prodotto venga commercializzato, mentre il terzo considera più in generale l'inesperienza manageriale del *management team* che spesso suole avere una preparazione solo di tipo tecnico – scientifica, strettamente legata, quindi, alle caratteristiche del prodotto/servizio che si vuole sviluppare. Questa inesperienza si lega strettamente anche all'incapacità di programmare l'attività operativa, fondamentale per avviare i cicli di produzione e vendita, nonché l'interfaccia con i clienti, pesando in maniera considerevole sulle entrate. Queste tre tipologie di rischio, unitamente ad altre caratteristiche proprie della fase iniziale di un'iniziativa imprenditoriale, come per esempio l'incertezza dei dati finanziari prospettici, o le importanti asimmetrie informative, o ancora la difficoltà di penetrare il mercato e di conquistare la minima quota di mercato per diventare autosostenibili, causano non poche criticità nel fornire garanzie sul finanziamento ricevuto.

Come si è visto nelle pagine precedenti il rischio di *default* è molto alto, soprattutto nei primi momenti, per questo motivo non deve sorprendere il fatto che nelle fasi di *pre-seed* o *seed*, e quindi quando nulla di concreto è stato avviato, ma viene solo studiata la fattibilità del progetto, le risorse finanziarie sono normalmente formate da capitale proprio di rischio, oppure fornito da parte degli amici o dei familiari.

Infine, prima di procedere con il prossimo paragrafo, occorre porre attenzione sulle scelte relative alla composizione della struttura finanziaria, soppesando la scelta di ricorrere, per il finanziamento dell'impresa, al capitale di rischio rispetto a quella di ricorrere al capitale di debito.

Secondo la già citata teoria del *financial growth cycle*, i finanziamenti prediletti nelle prime fasi di vita, in quanto meno costosi e sostanziosi, sono quelli sottoforma di capitale di rischio che, inevitabilmente, precedono il ricorso ai capitali di debito, di norma più sostanziosi e meno flessibili. A tal proposito, possiamo dire che esistono due tipologie di variabili che condizionano il ricorso a una tipologia di finanziamento rispetto che ad un'altra: tali variabili possono essere endogene o esogene.

Le prime sono attribuibili alla startup innovativa per caratteristiche connaturate alla stessa: tra queste spiccano l'elevato rischio economico e l'incertezza del progetto, la poca esperienza del team imprenditoriale, le asimmetrie informative nei confronti di finanziatori dovute alla mancanza di documenti contabili e di informazioni quantitative determinate in modo oggettivo. Tuttavia, in questo frangente sono da considerare anche le caratteristiche positive, che possono spingere un imprenditore a finanziare il progetto, come per esempio le elevate possibilità reddituali oppure l'ampia capacità di adattamento operativo e strutturale proprio di una struttura *in fieri*.

Invece, le seconde sono originate principalmente dal contesto e dal settore nel quale l'impresa opera e pregiudicano il ricorso a una tipologia o all'altra sulla base di luoghi comuni come per esempio la reticenza da parte di istituti di credito a finanziare soggetti che non presentino storicità e stabilità, la poca diffusione di tecniche di finanziamento alternative al credito bancario e la riluttanza da parte del *management* di aprire il capitale sociale a soggetti esterni. Considerando queste variabili si può concludere che nelle prime fasi di vita di un progetto innovativo è preferibile il ricorso a finanziamenti sottoforma di capitale di rischio, come per esempio finanziamenti da parte di attori esterni, i quali possono anche essere coinvolti da parte del *team* imprenditoriale all'attività di business: il capitale di rischio presenta una maggiore flessibilità temporale rispetto a quello di debito e permette di mantenere una leva finanziaria contenuta, essenziale per garantire una maggiore flessibilità decisionale. Successivamente, man mano che la startup innovativa entra nelle fasi successive del ciclo di vita finanziario, aumentando la stabilità delle entrate, potendo valutare in maniera più concreta l'incidenza dei costi e soprattutto disponendo di un *track-record* economico, si potrà valutare in maniera più approfondita la possibilità di aprirsi al capitale di debito. A tal proposito si evidenzia che, anche nel caso in cui il finanziamento provenga da soggetti esterni, come istituti di credito, il fido viene concesso solo sulla base di importanti garanzie su beni propri dell'imprenditore o mediante firme di garanzia/fideiussioni rilasciate da soggetti terzi. È semplice intuire come anche questa "finanza esterna", in realtà, si configuri come "finanza interna", in quanto

“garantita – direttamente o indirettamente – dal soggetto economico al quale l’impresa è riconducibile”¹¹³.

Esiste un’altra teoria, conosciuta come *Pecking Order Theory*, fondata sull’esistenza di asimmetrie informative tra *management* e mercato (e quindi non considerando l’ipotesi di informazione perfetta sviluppata da Modigliani e Miller), spiega come l’impresa, in ottica di investimenti profittevoli preferisca finanziarsi tramite capitale di debito, mentre nell’ottica di investimenti più rischiosi, preferisca ricorrere al capitale di rischio. La *ratio* di questa scelta si cela nel fatto di poter beneficiare maggiormente del ritorno economico dell’investimento, dato un tasso fisso di interesse di restituzione del credito concesso; mentre nel caso del ricorso al capitale di rischio, si possono includere nel progetto nuovi soggetti con cui condividere il rischio (utile soprattutto in caso di *default*).¹¹⁴

Restano in ogni caso valide le altre caratteristiche che condizionano in modo rilevante la composizione della struttura finanziaria, come per esempio:

- i fattori ambientali, riferendosi alla rischiosità del settore in cui si opera,
- i fattori strategici, riferendosi per esempio alla propensione al rischio sulle scelte da implementare o alla reattività di saper cogliere i cambiamenti del mercato
- la struttura organizzativa, riferendosi alla composizione della stessa, alla flessibilità di decisione e alle competenze del *management team*.

Dunque, si può ben intendere come il *management* una società startup innovativa valuti in maniera attenta e ponderata le modalità di finanziamento del proprio progetto: le scelte di finanziamento vengono difatti interpretate come un segnale di come l’azienda intende operare e di come intende raggiungere le prospettive future. Nel prossimo paragrafo si vaglieranno le modalità di finanziamento di una startup innovativa, introducendo le categorie di investitori e lo strumento noto come *crowdfunding*.

¹¹³ R. BIANCHI, C. FAVRETTO, M. RAGNO, “Le startup innovative: disciplina, requisiti e agevolazioni”, pag. 259, Maggioli Editore, 2021.

¹¹⁴ Per maggiori informazioni sul tema si veda G. CASSAR, “*The financing of business start-ups*”, in *Journal of Business Venturing*, 2004, a pag. 264.

3.2. Le modalità di finanziamento di una startup innovativa

Nel paragrafo precedente si è visto come una startup innovativa possa identificare il proprio fabbisogno finanziario e quali siano le valutazioni che stanno alla base della valutazione della scelta sulla composizione della struttura finanziaria. A tal proposito si è visto come il capitale finanziato possa essere di debito o di rischio: il primo da parte di soggetti che, inevitabilmente dalle sorti dell'investimento, richiederanno il credito concesso, sommato agli interessi; il secondo da parte di soggetti che decidono di condividere il rischio dell'investimento.

In questo paragrafo si darà evidenza degli attori che entrano nella vita di una startup come finanziatori: i primi soggetti che si presenteranno sono gli istituti finanziari, come le banche, spesso recanti capitale di debito; i secondi soggetti invece saranno quegli attori c.d. "privati", come altri imprenditori o fondi di *venture capital*, apportanti capitale di rischio.

3.2.1. Gli investitori istituzionali: le banche.

Come si è visto le neo-costituite imprese innovative, soprattutto per la "fisiologica" struttura quantitativa e qualitativa, incontrano numerose difficoltà nell'accesso al credito bancario. Questa criticità, sommata alla reticenza da parte degli istituti bancari di finanziare questo tipo di imprese, si tramuta in un vero e proprio limite allo sviluppo del progetto innovativo, innescando una pratica diffusa per la quale si ricorra ad un elevato utilizzo dell'autofinanziamento.

Si può ben intendere come questa pratica, in realtà, costituisca una problematica in quanto mette il *management team* in condizione di affidarsi a una funzione finanziaria di "servizio" piuttosto che di "gestione". Cosa significa?

Le imprese startup innovative dovrebbero essere una fonte di investimenti proficui, sulla base dello sviluppo del proprio progetto, mantenendo partecipi i propri investitori dello stato di avanzamento complessivo, delle previsioni di medio e lungo periodo, nonché delle opportunità o criticità che emergono in corso d'opera: "gestendo", per l'appunto, i propri finanziamenti. Invece, il ricorso a esigui crediti bancari, spesso sommati a una buona quota di autofinanziamento, fa emergere un'interpretazione delle finanze cosiddetta di "servizio": il finanziamento viene visto come un mero prestito di nuova finanza da utilizzare per raggiungere i propri *target*, senza perciò costruire un confronto esterno con i finanziatori e quindi senza aprirsi ad altre opportunità.

Nelle prime righe di questo paragrafo si è detto che l'accesso al capitale di debito per una startup innovativa che sta muovendo i primi passi non è affatto semplice: la debolezza della struttura

finanziaria delle startup innovative, unitamente all'importante peso che la quota dei finanziamenti di origine bancaria assume sul complesso dei debiti delle imprese stesse (in particolar modo per il costo del prestito), costituiscono due dei principali motivi. Inoltre, per accedere a questo tipo di finanziamento, bisogna essere in grado di garantire quanto ricevuto attraverso garanzie accessorie, come beni propri dell'imprenditore *startupper* o di altri soggetti a lui riferibili. Infine, bisogna considerare che, ricorrendo a questa tipologia di finanziamento, il rischio per l'impresa aumenta in maniera esponenziale, perché, a differenza del capitale di rischio, con i finanziamenti tramite capitale di debito, le somme elargite devono essere riconsegnate anche in caso di *default*¹¹⁵.

La tabella di seguito, ottenuta attraverso un'elaborazione su dati disponibili sul sito della Banca d'Italia, mostra come nel tempo il numero di banche affidanti un credito sia aumentato all'aumentare della base dell'importo del credito accordato¹¹⁶.

Data	75.000 € - 125.000 €	125.000 € - 250.000 €	250.000 € - 500.000 €	500.000 € - 1.000.000 €	1.000.000 € - 2.500.000 €
Marzo 2013	1,14	1,22	1,33	1,51	1,74
Dicembre 2012	1,13	1,21	1,35	1,51	1,74
Dicembre 2011	1,11	1,21	1,37	1,54	1,81
Dicembre 2010	1,07	1,22	1,37	1,57	1,85
Dicembre 2009	1,09	1,21	1,39	1,61	1,88

Questi dati indicano come ricorrere a un unico interlocutore bancario, c.d. *mainbank*, sia una pratica difficile da realizzare e quasi utopica. Queste criticità aprono sempre più spesso la strada al ricorso del cosiddetto “pluriaffidamento”, ossia una prassi per la quale vengono gestiti contemporaneamente più rapporti con differenti istituti bancari. Questa tipologia di comportamento finanziario presenta due vantaggi: il primo, nei confronti dell'istituto che concede il finanziamento, collegato al frazionamento del rischio e, il secondo, rivolto

¹¹⁵ Per default si indica nella prassi economica una situazione di inadempienza rispetto a un'obbligazione contratta. Il comitato di Basilea stabilisce due requisiti: uno oggettivo, l'altro soggettivo. Il primo consiste nel ritardo del pagamento del credito concordato per oltre 90 giorni; il secondo coincide con l'accertamento del presupposto che il debitore inadempiente non riesca a far fronte al proprio impegno.

¹¹⁶ Fonte: Elaborazione del Dott. Nadotti su dati disponibili sul sito della Banca d'Italia, al link <https://www.bancaditalia.it>.

all'impresa stessa, sta nella possibilità di raggiungere nell'insieme un credito maggiore¹¹⁷. Il principale svantaggio, invece, è collegato all'incremento degli interlocutori di carattere bancario, che causa una difficoltà nella gestione finanziaria del credito.

Nonostante queste difficoltà, in Italia il credito bancario si rivela essere la prima fonte di approvvigionamento di risorse finanziarie da parte delle imprese¹¹⁸. Gli istituti di credito, nell'erogazione dello stesso, sono indubbiamente chiamati ad analizzare e gestire il rischio: un prestito viene concesso solo a seguito di un'analisi che quantifichi il merito creditizio da parte dell'impresa, attraverso considerazioni che muovono dal vaglio della situazione economica, patrimoniale e finanziaria della stessa. Questa indagine conoscitiva, prende il nome di istruttoria di affidamento e si concretizza sostanzialmente nell'analisi del *business plan* e in particolare della relazione finanziaria, dei dati previsionali e degli indici di bilancio. Esistono due distinti approcci nel condurre l'istruttoria di affidamento, il primo di tipo statico e il secondo di tipo dinamico. L'approccio statico prende in considerazione il patrimonio netto e il capitale circolante netto, per calcolare il merito creditizio sulla base, quindi, del grado di patrimonializzazione di un'impresa e della sua liquidità¹¹⁹. L'approccio dinamico, invece, pone maggiore enfasi sugli aspetti reddituali e finanziari, analizzando i flussi di cassa netti e le diverse composizioni di reddito, come il reddito operativo, il risultato della gestione o il reddito netto.

Una volta svolta questa prima analisi, si procede a classificare le imprese richiedenti il credito mediante l'attribuzione di un *rating*, ossia un giudizio sintetico espresso tramite un codice alfanumerico che consente di classificare la probabilità di insolvenza dell'impresa¹²⁰. Sulla base dei punteggi così assegnati, verrà stilata una classifica rilevante il merito creditizio delle imprese richiedenti il finanziamento. A questo proposito, un elemento che può influenzare la valutazione sopra descritta riguarda la presenza o meno di garanzie accessorie¹²¹, che, oltre a

¹¹⁷ Si può dire, infatti, che la pratica del "pluriaffidamento" sia la risposta delle piccole imprese innovative al limitato prestito concesso da parte delle banche.

¹¹⁸ Fonte: Banca d'Italia.

¹¹⁹ Come si è visto nel capitolo precedente un altro strumento utile per calcolare la liquidità di un'azienda è il c.d. Acid Test.

¹²⁰ Questa pratica, sviluppata nel corso degli anni, ha sostituito il più antico approccio per il quale i clienti venivano valutati, a seguito di uno screening iniziale, con un giudizio del tipo affidabile/non affidabile.

¹²¹ Per garanzie accessorie si intendono le garanzie aggiuntive che le banche possono richiedere ai propri clienti, riceventi il finanziamento, al fine di limitare i rischi di insolvenza (soprattutto se il caso di *default* è alto).

Rientrano in questa tipologia:

- le garanzie reali, come pegno (art. 2784 c.c.) e ipoteca (art. 2808 c.c.), e cioè tutte quelle garanzie che gravano su immobili
- le garanzie personali, come la fidejussione, viene definita dall'art. 2740 del c.c. come quella "*garanzia offerta da un soggetto che offre il proprio patrimonio a tutela del credito altrui, aggiungendosi alla garanzia patrimoniale offerta dai beni del solo debitore*".

garantire una limitazione dei rischi risultanti dall' eventuale insolvenza, influisce anche sul costo totale del prestito concesso, che risulterà così meno esoso.

Occorre chiarire infine che, qualora le informazioni fornite dall'impresa richiedente il finanziamento risultassero non adeguate a dimostrare il reale merito creditizio della stessa, inevitabilmente si verificherà un peggioramento delle condizioni di concessione del credito. Si evidenzia che questo inasprimento non è escluso anche nel caso in cui il credito sia già stato concesso, ma l'impresa non si dimostri collaborativa nella condivisione di informazioni.

3.2.2. *Gli investitori privati.*

Questo paragrafo è dedicato all'analisi di tutti quegli investitori privati che sostengono le startup innovative sin dai primi momenti del proprio ciclo di vita. In particolare verranno descritti cinque tipologie di investitori: i primi tre appartenenti ad un'unica categoria denominata "le 3 F", il quarto investitore prende il nome di Business Angel e, infine, si tratterà dei fondi di Venture Capital.

La formula delle "3 F".

Nelle primissime fasi di vita di una startup innovativa, spesso ancor prima di mettere per iscritto l'idea e quindi di redigere il piano di *business*, quando non c'è null'altro se non un'idea e dunque nella fase *pre seed* o *seed*, l'imprenditore può necessitare di un investimento per delineare al meglio la sua idea innovativa e dar vita alla propria impresa.

È inutile ribadire che in questa fase embrionale nessun imprenditore né tantomeno alcun istituto bancario sia disposto a finanziare il progetto, per quanto innovativo. In questa prima fase, infatti, i finanziamenti sono soliti arrivare dalle cosiddette "3 F", in gergo "*family, friends and fools*" letteralmente "famiglia, amici e pazzi". Effettivamente in una fase in cui il progetto non è ancora stato messo chiaramente nero su bianco, chi potrebbe investire se non queste figure? Questi investimenti si caratterizzano spesso per essere molto esigui (non più di qualche migliaio di Euro) e soprattutto per essere "a fondo perduto", ossia finanziamenti che non prevedono l'obbligo di restituzione del capitale erogato, né dei suoi interessi, né tantomeno la necessita di concedere garanzie.

Un celebre esempio di una startup che è nata e si è sviluppata grazie a investimenti da parte delle "3 F" è WhatsApp, celebre applicazione di messaggistica online. È il 2009 quando due ex impiegati di Twitter, Jan Koum e Brian Acton, entrambi laureati in informatica e affascinati dal nuovo ed emergente settore degli sviluppatori di app, decidono di investire i loro risparmi per creare un'applicazione che permettesse a due o più persone di rimanere in contatto tra loro, in modo immediato e veloce. Le incertezze, soprattutto nel primo periodo, non regalarono ai due

sviluppatori una vita facile, tanto che Koum era pronto a dichiarare fallito il progetto e ritornare alla vita di prima, con un lavoro sicuro. Fu Acton a convincere l'amico e a perseverare con il proprio progetto, chiedendo investimenti a familiari e amici, raggiungendo la sorprendente cifra di 250 mila dollari! WhatsApp venne così sviluppato e nel novembre del 2009 approdò inizialmente nell'AppStore di Apple e successivamente anche in GooglePlay e in tutti gli altri negozi virtuali di applicazioni. Poi, la storia, come va a finire, è ben nota: nel 2011 entrò nel capitale la nota società d'investimento Sequoia Capital, acquistando il quindici per cento della società per oltre 8 milioni di dollari, apportando migliorie tecniche e allargando lo staff a 50 membri. A febbraio del 2013 Sequoia Capital investì altri 50 milioni di dollari nella startup e, infine, nel 2014 l'allora Facebook Incorporation, oggi Meta Incorporation, acquista WhatsApp per 19 miliardi di dollari così suddivisi: 4 miliardi di dollari in contanti, 183,9 milioni di azioni Facebook, che allora valevano 12 miliardi di dollari, e 3 miliardi di dollari di azioni vincolate per i fondatori e i dipendenti di WhatsApp¹²².

Gli investitori informali: i business angels.

Per investitori istituzionali si intende operatori specializzati che investono, spesso tramite l'acquisizione di partecipazioni, risorse volte al sostegno non solo finanziario, ma anche manageriale, te lo sviluppo di startup innovative. Esistono varie categorie di investitori istituzionali, dalle più strutturate e difficilmente accessibili come le banche o i fondi di investimento, alle meno strutturate e condivise come i *business angels*, i già menzionati incubatori di startup¹²³ e i *venture capitalist*. Il ricorso all'una o all'altra forma di finanziamento è subordinata a due elementi: la fase di vita e di crescita finanziaria della startup innovativa, la tipologia di settore in cui l'impresa opera. Nella fase di *seed financing* e di *startup financing*, spesso le imprese ricorrono al cosiddetto *angel financing*, caratterizzato per finanziamenti non cospicui e sottoforma di capitale di rischio.

Questo tipo di finanziamento è operato dai *business angel*¹²⁴, investitori informali, pratici del settore nel quale la startup punta ad entrare, che investono in imprese con un progetto dagli stessi ritenuto vincente e quindi con ottime possibilità di crescita (e ritorno economico), fornendo anche *know-how* manageriali e contatti utili allo sviluppo dell'idea imprenditoriale (c.d. *mentorship*).

¹²² Per approfondire la storia di WhatsApp o conoscere altri esempi simili si legga S. BIAGIO, "I giganti tecnologici: le 10 operazioni più importanti di sempre", ne *Il Sole 24 Ore* del 14 giugno 2016.

¹²³ Per approfondire gli incubatori di startup si rimanda al primo capitolo del seguente elaborato.

¹²⁴ Il termine "*angel*" viene coniato nel 1978 dal Prof. William Wetzel, dell'Università del New Hampshire, per descrivere gli individui che investono capitale di rischio in operazioni che hanno ad oggetto investimenti in aziende neocostituite.

Questo tipo di investitori si differenzia dagli investitori istituzionali perché impiegano capitali propri, senza ricorrere a una raccolta di capitale di terzi: la loro funzione si estingue nel momento in cui l'impresa ha superato la fase di start-up e inizia a strutturarsi, poiché richiede maggiori finanziamenti che possono essere elargiti per esempio da un *venture capitalist*. Dunque si può ben intendere l'essenziale funzione dell'*angel financing*, esso si instaura nel *gap* del mercato dei finanziamenti mediante capitale di rischio esistente tra l'ideazione – creazione di un'impresa innovativa e la fase più avanzata in cui si ricorre a investimenti di *venture capital*. La figura del *business angel* normalmente coincide con quella di un imprenditore, che ha maturato un'importante professionalità ed esperienza nello stesso settore in cui decide di investire e decide di investire sia per ragioni concernenti il ritorno economico dell'investimento, sia per permettere a nuovi progetti innovativi di affermarsi in solide imprese. Nella disciplina vi è una doppia definizione di *business angel*, la prima viene data dall'art. 1, comma 1, lettera m-undecies del Testo Unico della Finanza, come “*gli investitori a supporto dell'innovazione che hanno investito in maniera diretta o indiretta una somma pari ad almeno 40.000 € nell'ultimo triennio*”; la seconda, fornita dal Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 18 settembre 2020, definisce la figura del *business angel* come un “*investitore informale privato che supporta la nascita e il primo stadio di sviluppo di progetti imprenditoriali apportando sia capitale, sia capacità gestionali*”. Inoltre lo stesso decreto stabilisce che i *business angels* devono essere dotati di “*competenze strategiche e gestionali e know how maturati per un periodo non inferiore a due anni in imprese private*”.

L'Italian Business Angel Network (IBAN), associazione senza scopo di lucro fondata nel 1999, avente lo scopo di coordinare l'attività degli investitori informali, in una recente intervista del proprio presidente Dott. Paolo Anselmo, sostiene che nonostante il 76% dei *business angel* abbia il proprio domicilio nel nord Italia, mentre solo l'1% nel sud e nelle isole, la percentuale degli investitori informali che decidono di investire al di fuori della propria regione o anche del proprio stato stia crescendo in maniera considerevole.

Le società di investimento informali: i club deal.

Secondo uno studio, pubblicato nel 2007 in *Journal of Private Equity*, si evidenzia come la maggior parte dei *deal* presentino il raggruppamento di tre o quattro *business angel* per investimento. A tal proposito si cita il report annuale del 2019 dell'*Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt*, che a pag. 11 evidenzia come “sempre più spesso si osservano i cosiddetti *club deal*, strumenti particolarmente flessibili attraverso cui gruppi di investitori individuali o famiglie facoltose investono nello sviluppo di imprese, tipicamente di piccola e media dimensione, fornendo capitali altamente modulabili. Se in

passato tali operazioni avevano carattere perlopiù occasionale, oggi si osservano molti club deal con una attività strutturata e ripetitiva, nonché un approccio professionale di selezione, monitoraggio e creazione di valore nelle aziende target del tutto assimilabile a quello degli operatori di *private equity*".

Dunque, quando più investitori decidono di condividere il rischio di un'operazione si parla di club deal. Con club deal si definisce, infatti, una società la cui compagine societaria è normalmente formata da imprenditori, che decidono di investire capitale di rischio in progetti innovativi diversificando il rischio. Gli investimenti target di questo tipo di società risultano essere richieste di finanziamenti troppo grandi per essere approcciate da un *business angel*, ma allo stesso tempo troppo piccole per essere accolte da un fondo di private equity.

Essenziale per l'esercizio delle attività tipiche di un club deal è la selezione degli investimenti, pratica che viene svolta da parte di una società finanziaria costantemente alla ricerca di nuove opportunità di investimento, come società startup innovative oppure grandi progetti che necessitano di importanti finanziamenti. Dopo aver selezionato il progetto sul quale investire, si determina la quantità di capitale richiesto, le modalità di entrata e di uscita dall'investimento e infine, una volta delineata la proposta di investimento, si propone ai soci ai quali spetterà la decisione finale.

Una volta dopo aver raccolto un numero adeguato di soci che desiderano partecipare all'investimento, si costituisce una NewCo che si occuperà dello stesso. Una volta terminata la durata dell'investimento i soci hanno diritto alla divisione dei potenziali utili provenienti dallo stesso.

Gli investimenti formali: il venture capital e il private equity.

Si entra ora nel mondo degli investimenti formali, che si differenziano dai precedenti per due principali elementi: sono realtà più complesse e strutturate, richiedenti una precisa forma giuridica, in quanto vengono spesso partecipati da investitori istituzionali come fondazioni, banche o altre istituzioni territoriali; gli investimenti vengono sempre condotti tramite capitale di rischio, ma gli importi sono di gran lunga superiore rispetto agli investimenti informali. Come per gli investimenti informali, anche per questo tipo di finanziamento l'obiettivo è quello di ottenere un'importante plusvalenza della partecipazione azionaria che si ha acquistato, per poi monetizzarla attraverso un'adeguata strategia di *exit*¹²⁵.

¹²⁵ Per strategia di exit si intende la strategia di disinvestimento. Se ne parlerà più approfonditamente nell'ultimo paragrafo del capitolo.

Prima di procedere con la metodologia di investimento, occorre determinare la differenza che sussiste tra *venture capital* e *private equity*: il primo si riferisce al finanziamento di imprese innovative neo costituite, quindi per caratteristiche intrinseche risulta essere più rischioso rispetto al secondo, che invece si riferisce a operazioni in startup innovative in una fase del ciclo finanziario più maturo.

Considerata l'importanza dei finanziamenti, occorre prestare attenzione al cosiddetto *venture capital process*, il processo, cioè, di investimento che un fondo di *venture capital* suole seguire nella selezione e identificazione degli investimenti. Il fine ultimo di questo processo è quello di individuare investimenti altamente profittevoli e di limare le asimmetrie informative tra società oggetto *target* e fondo. Il processo si compone di tre fasi consequenziali:

- la prima fase consiste nell'individuazione dell'impresa target e analisi del *core business*, delle potenzialità di crescita e del settore in cui opera. In questa fase vengono implementate *due diligence* specifiche per conoscere e approfondire il *business* dell'azienda, le relazioni esistenti o potenziali con altre imprese attive nello stesso settore, il *portfolio management*, il sistema normativo fiscale – ambientale - sociale, e più in generale tutti gli elementi che potrebbero rallentare o al contrario favorire il processo di sviluppo. A questo proposito è utile ricordare che sovente vengono preferite imprese “giovani” e con un alto tasso prospettico di crescita, che siano cioè in grado di creare cassa per liquidare facilmente l'investimento;
- la seconda fase inizia nel momento in cui viene effettuato l'investimento e consiste nella gestione, nel controllo e nella valorizzazione dell'investimento stesso. Dunque, il *venture capitalist* non interviene solo in qualità di finanziatore, bensì offre anche la propria consulenza in termini di sviluppo del *network* dell'imprenditore, al fine di agevolare lo sviluppo dell'impresa. In ogni caso l'attività di gestione dell'investimento è subordinata agli accordi tra investitore e *management* aziendale raggiunti in sede negoziale, che definiscono, appunto, il grado di coinvolgimento nel business;
- la terza fase coincide con il disinvestimento, ossia le strategie di *exit* che vengono implementate una volta raggiunto il profitto sperato o i termini temporali dell'investimento. Come si vedrà nel prosieguo del capitolo, le modalità di disinvestimento sono molteplici e possono prevedere, per esempio, la quotazione nel mercato regolamentato a seguito di un'offerta al pubblico, oppure una cessione tramite una trattativa privata, o ancora, in operazioni di *crowdfunding*¹²⁶.

¹²⁶ Il *crowdfunding* è un processo a marchio registrato ideato da Optstart, attraverso il quale le aziende hanno la possibilità di replicare l'IPO, grazie all'unione di *equity crowdfunding* e *direct listing*.

Questo processo è seguito da specifici soggetti chiamati fondi di *venture capital*, definiti nel decreto legge del 2011 n. 98, all'articolo 31, comma secondo, come “*gli organismi di investimento collettivo del risparmio chiusi e le società di investimento a capitale fisso, residenti in Italia, ovvero in uno degli Stati membri dell'Unione Europea gli Stati aderenti all'accordo sullo Spazio Economico Europeo compresi nell'elenco di cui al decreto del Ministro delle finanze 4 settembre 1996, che investono almeno l'85% del valore degli attivi in piccole e medie imprese (PMI) non quotate in mercati regolamentati, nella fase di sperimentazione, di costituzione, di avvio dell'attività o di sviluppo del prodotto e il residuo in PMI di cui all'articolo uno comma uno, lettera w-quater.1)*¹²⁷, TUF”.

Una società, per essere definita “*target ammissibile*” e quindi per ottenere un finanziamento da parte di un fondo di *venture capital*, deve possedere le seguenti caratteristiche, riportate testualmente dall'articolo 31, comma 3, del decreto legge n. 98/2011:

- a) non deve essere quotata;
- b) deve avere sede operativa in Italia;
- c) le relative quote o azioni devono essere direttamente detenute, in via prevalente, da persone fisiche;
- d) deve essere soggetto all'imposta sul reddito delle società o analoga imposta prevista dalla legislazione locale senza la possibilità di esserne esentata totalmente o parzialmente;
- e) deve essere società esercente attività di impresa da meno di sette anni;
- f) deve avere un fatturato, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato prima dell'investimento del Fondo di Venture Capital, non superiore ai 50 milioni di euro.

Nel prossimo paragrafo si presenterà una nuova modalità di finanziamento introdotta dal D.L. n. 179/2012: il finanziamento collettivo o *crowdfunding*.

¹²⁷ Ai sensi di tale articolo ci si riferisce alle PMI quotate, che abbiano una capitalizzazione inferiore ai 500 milioni di euro.

3.3. Il crowdfunding: lo strumento innovativo di raccolta del capitale tra la folla.

Per *crowdfunding* si intende letteralmente “finanziamento dalla folla” e, per definirlo in maniera semplice, consiste nell’ottenere finanziamenti attraverso una raccolta fondi tramite Internet. Come si può intendere, questo tipo di finanziamento è accessibile a tutti: anche il più comune cittadino assume un ruolo di finanziatore con un semplice clic. È inutile dire che questo tipo di finanziamento “dal basso”, che prevede dunque una democratizzazione del ruolo dell’investitore, ha conosciuto molta fortuna soprattutto per la difficoltà di accedere, come si è visto nelle pagine precedenti, a finanziamenti più strutturati in cui, oltre a quelli già citati, è compreso anche l’accesso all’AIM (Alternative Investment Market) di Borsa Italiana, un sistema multilaterale di negoziazione, regolamentato e gestito da Borsa Italiana, dedicato alle piccole e medie imprese. Infatti, queste pratiche risultano essere inaccessibili alla maggior parte delle *startup innovative*, che per accedervi devono presentare delle garanzie come l’ipoteca, il pegno o il privilegio, che indubbiamente, nelle prime fasi di vita dell’azienda risultano essere un limite non poco importante; inoltre, sovente, viene richiesto un ritorno di profittabilità dell’investimento minimo (misurato attraverso indicatori come il ROI), una valida e attuabile strategia di *exit*, nonché tagli di investimento spesso elevati e non in linea con le richieste di un’azienda in *early stage*.

Con lo scopo di risolvere questi problemi il legislatore ha introdotto con il Decreto Crescita Bis¹²⁸ uno strumento alternativo alle tradizionali forme di finanziamento per la raccolta di capitale, attraverso una procedura nota come finanziamento collettivo. Questa forma di finanziamento risulta adatta a quei progetti startup in fase *seed* o successiva, che quindi non si prestano ad altre forme di partecipazione a rischio di impresa (si pensi ai *venture capital*) e allo stesso tempo richiedono risorse finanziarie non elevate.

Nasce così il finanziamento collettivo, meglio noto come *crowdfunding* (“*crowd*” folla e “*funding*” finanziamento): lo strumento di raccolta del capitale tra la folla. Tale strumento permette una raccolta di finanziamenti “attiva”, in grado cioè di mettere in contatto, tramite la costituzione di portali internet *ad hoc*, le varie parti che apprezzano e credono in quel determinato progetto.

Attraverso il *crowdfunding* non è possibile finanziare progetti innovativi a carattere prettamente industriale, ma attraverso questa modalità di finanziamento si possono realizzare anche opere pubbliche o di interesse sociale: si tratta del c.d. *civic crowdfunding*.

¹²⁸ Introdotto in Italia con il Decreto Legge del 18 ottobre del 2012, n. 179, recante “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese” coordinato con la legge di conversione del 17 dicembre del 2012, n. 221, che, come abbiamo visto, è stato il decreto con il quale il legislatore ha introdotto la disciplina delle startup innovative.

Per meglio comprendere la grande risposta a livello italiano del *crowdfunding*, possiamo considerare questi interessanti dati: se nel 2016 esistevano 19 portali autorizzati da Consob per una raccolta totale di circa 10 milioni di Euro, nel 2021 si contano 79 portali autorizzati con un finanziamento collettivo che sfiora 1 miliardo di Euro, fermandosi a quota 953,4 milioni di Euro, e oltre il 75% delle campagne di finanziamento andate a buon fine¹²⁹. Un'evoluzione che, come sottolineato dal professor Giancarlo Giudici, a capo del team di ricerca, non è solo sul volume e sulle quantità, bensì anche sulla qualità delle offerte, che risultano essere sempre più variegate e in grado di accogliere svariate tipologie di investitori.

3.3.1. Il funzionamento e le diverse modalità.

Come abbiamo visto, il *crowdfunding* è uno strumento di finanziamento collettivo che consente di raccogliere denaro da più persone, fisiche o giuridiche, per finanziare la realizzazione di progetti imprenditoriali di diversa natura mediante l'utilizzo di piattaforme web, meglio noti come "portali *on-line*".

L'attuale quadro normativo prevede i seguenti modelli di *crowdfunding*, classificati sulla base della contropartita offerta in cambio del finanziamento. Tali modelli possono essere raggruppati in quattro categorie:

- *Reward-based crowdfunding*, che non prevede alcun tipo di ricompensa monetaria, bensì ricompense materiali come il prodotto o il servizio erogato in anteprima o ricompense immateriali, come un ringraziamento pubblico nel sito della società;
- *Donation-based crowdfunding*, secondo il quale l'investitore finanzia a titolo liberale l'iniziativa, non aspettandosi alcun ritorno in termini monetari;
- *Lending-based crowdfunding*, tipologia di prestito che prevede la maturazione di interessi calcolati sulla base della somma prestata (normalmente micro-prestiti) e del tempo richiesto dal Business Plan per l'investimento;
- *Equity-based crowdfunding*, sicuramente uno dei modelli più conosciuti e utilizzati di *crowdfunding*, per il quale gli investitori entrano a far parte della compagine sociale, sulla base del valore della società e proporzionalmente al loro investimento. Questo modello è attualmente l'unica forma di *crowdfunding* regolamentata in Italia dalla Consob: definendolo come la "*possibilità per le imprese (generalmente neo-costituite) di raccogliere i capitali di rischio per il tramite della rete Internet, svolgendo un appello al pubblico risparmio, rivolta un elevato numero di destinatari che di norma effettuano*

¹²⁹ Dati rilevati dal Sesto Osservatorio sul Crowdfunding della School of Management del Polimi, disponibile all'articolo del Sole 24 Ore intitolato "Il miliardo è a un passo. Perché corre il mercato del crowdfunding" del 20 luglio 2021.

investimenti di modesta entità. L'ambito di applicazione della disciplina è riservata alle startup innovative, individuate in quelle società di capitali, anche costituite in forma di società cooperativa, in cui è determinante la spesa in ricerca e sviluppo, l'impiego di personale altamente qualificato o la presenza dei privative sui brevetti”¹³⁰.

Le piattaforme digitali sono i “portali” in cui la startup entra virtualmente in contatto con i propri investitori: ad oggi in Italia esistono numerosi portali dedicati al *crowdfunding*, dove si può presentare la propria campagna di raccolta corredata da una serie di documenti¹³¹, con lo scopo di permettere ai futuri investitori una valutazione prospettica dell’investimento. Dunque, questo risulta essere il principale motivo per il quale, tali piattaforme, mirino a ricercare l’impatto emotivo del visitatore della piattaforma, puntando a “fargli gola” e invogliandolo a partecipare all’investimento facendo leva sulla *business idea*, sulla creatività e sulle opportunità e solo infine sui numeri contenuti nel *business plan* e sui *revenues* contenuti nell’*investor deck*. Il significato di questo diverso approccio rispetto alle modalità tradizionali di finanziamento, probabilmente è da ricercarsi nella diversità degli investitori che utilizzano l’uno e l’altro metodo. A questo proposito, la descrizione del progetto viene svolta attraverso suggestive e colorate presentazioni in *PowerPoint*, non lesinando sull’utilizzo di immagini, video e ampie descrizioni del *portfolio manager*, ossia delle persone che stanno dietro alla richiesta di finanziamento.

Un ulteriore aspetto importante viene introdotto il 10 novembre 2020, quando è entrato in vigore il Regolamento Europeo n. 2020/1503, il c.d. *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business* (Regolamento ECSP). Tale Regolamento introduce importanti novità per le piattaforme di *crowdfunding* con l’obiettivo di armonizzare le regole di comportamento a livello europeo, consentendo, in tal modo, di aumentare le capacità di raccolta e di investimento su base europea.

Tra gli aspetti più interessanti vi sono la possibilità per i portali di ottenere il passaporto europeo, che consentirà di operare in tutti gli Stati membri, il nuovo limite di raccolta massima e la tutela degli investitori ispirata a maggior chiarezza e trasparenza.

Queste piattaforme possono distinguersi sulla base delle caratteristiche intrinseche e cioè possono essere generaliste oppure tematiche: le prime comprendono progetti di varia natura o

¹³⁰ Tratto dal Regolamento Consob (delibera n. 18592 *bis* del 26/06/2013), che, composto da 25 articoli, è suddiviso in tre parti che trattano delle disposizioni generali, della disciplina dei gestori dei portali e della disciplina delle offerte tramite portali.

¹³¹ I documenti da produrre per permettere l’upload di un progetto in una piattaforma di *equity crowdfunding* verranno elencati ed analizzati nei paragrafi successivi.

tematica, mentre le seconde raccolgono richieste di finanziamento per imprese che operano in specifici settori. Inoltre, possono distinguersi anche sulla base della tipologia di *crowdfunding* che propongono: esistono piattaforme come BeCrowdy o Fidalò che seguono il modello del *reward-based crowdfunding*, oppure piattaforme come CrowFundMe che seguono il modello dell'*equity-based crowdfunding* o altre come Tip Venture o Founditaly dette “ibride” in quanto seguono più di un modello e quindi si trovano a servire più tipologie e quindi mercati di *crowdfunding*.

3.3.2. L'*equity crowdfunding*: modalità, tempistiche e costi.

In questo paragrafo si analizzano le modalità, le tempistiche e i costi che una startup innovativa deve seguire ed affrontare per completare l'*upload* del proprio progetto nei portali di raccolta online del capitale, in particolare si porrà l'attenzione sulle operazioni di finanziamento che possiamo identificare come *equity crowdfunding*.

Come precedentemente analizzato l'*equity crowdfunding* permette la raccolta di fondi – tramite portali Web autorizzati ad operare da Consob¹³² – presso investitori (persone fisiche o giuridiche), cedendo, in cambio, quote del proprio capitale e condividendo così con questi soggetti il proprio rischio imprenditoriale.

I progetti proposti sui portali di Crowdfunding prevedono il raggiungimento di un obiettivo finanziario minimo e una scadenza temporale¹³³ entro la quale l'obiettivo finanziario deve essere raggiunto. Dunque, alla scadenza possono emergere due possibilità: la prima nel caso in cui il budget sia stato raggiunto, la seconda nel caso in cui non si ottiene il risultato sperato. Nel primo caso tutti gli investimenti saranno automaticamente perfezionati e accreditati nel conto corrente del promotore indicato nel portale, nel secondo caso, invece, i versamenti già effettuati non saranno perfezionati e la cifra *pre-investita* verrà automaticamente riaccredita al donatore. Inoltre è doveroso evidenziare che, seppur inizialmente questo particolare strumento di raccolta del capitale nasceva ad esclusivo utilizzo delle startup innovative, come strumento per rinforzare la compagine sociale, per accogliere nel capitale i c.d. *smart money* e per consolidare il patrimonio delle startup innovative, oggi questa modalità è stata estesa a tutte le tipologie di PMI, purché costituite in forma di società di capitali, al fine di sostenere progetti di crescita per vie esterne e non solo.

¹³² A tal proposito si rimanda al Regolamento Consob, approvato con la delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, noto anche come “Regolamento *Crowdfunding*”.

¹³³ La campagna di raccolta del capitale viene realizzata mediante un'offerta al pubblico per un tempo determinato e per un corrispettivo che non può superare gli 8 milioni di Euro.

Si viene ora agli aspetti pratici: come si può inserire una proposta di finanziamento in un portale? Dal punto di vista operativo è necessario produrre una serie di documenti aventi come scopo l'acquisizione di informazione e l'eliminazione delle asimmetrie informative, per poter valutare in maniera efficace e corretta la veridicità dell'offerta e il livello di rischio della stessa. Al momento dell'avanzamento della richiesta di *upload* della propria offerta nel portale, sarà dunque necessario produrre:

- Il documento informativo sull'offerta
- La visura camerale e lo statuto della società
- Il bilancio (quando disponibile, si pensi ad una startup in fase di *seed* o addirittura *pre-seed* che ancora non è attiva nel mercato)
- L'*entreprise valuation*
- Il Business Plan con la descrizione del progetto di investimento (c.d. *investor deck*)
- La descrizione del *portfolio management*

Sarà inoltre necessario predisporre un'analisi dei principali fattori di rischio, principalmente operativo, legale e di mercato, oltre a ricomprendere anche i rischi in capo all'investitore e in particolare il rischio di *default* e di illiquidità.

A questo proposito si rende necessario anche elencare le clausole di salvaguardia a tutela degli investitori con particolare riguardo al diritto di recesso, al diritto di revoca e al diritto di *drag along* e *tag along* e di *liquidation preference*.

Le clausole di *tag along* e *drag along* disciplinano la circolazione delle partecipazioni societarie. La prima, nota anche come clausola di *piggy back*, attribuisce ai soci di minoranza il diritto di co-vendere le proprie partecipazioni al terzo, estraneo alla compagine sociale, che abbia intenzione di acquisire una partecipazione di maggioranza. La clausola di *drag along*, invece, permette al socio di maggioranza di vendere al terzo la propria quota societaria, unitamente a quelle dei soci di minoranza, alle medesime condizioni ottenute nella propria contrattazione.

La *liquidation preference* è il diritto in capo a un investitore di ricevere indietro l'intero valore della sua quota, in via prioritaria rispetto agli altri investitori che non godano di questo diritto. In sostanza, tale clausola è espressa come multiplo dell'investimento iniziale: se l'aliquota viene fissata a 1X, gli investitori riceveranno un importo pari al capitale investito.

I tempi di implementazione della campagna e di produzione dei documenti sono molto variabili e dipendono dal grado di preparazione dell'azienda, dal tipo societario e dalla eventuale necessità di modificare lo statuto, dalla redazione del business plan, dalla redazione

dell'*entreprise valuation* e dalla predisposizione del documento informativo sull'offerta di quote.

Una volta prodotta e approvata questa documentazione, può partire la raccolta dell'equity da parte degli investitori. Normalmente il periodo di giacenza del progetto nel portale è di 30 – 90 giorni, a seconda del target dell'investimento e della tipologia di investitori da raggiungere. Non è di rara eccezione il caso in cui alcune società riescano a raggiungere il target in pochi giorni, questo capita in maniera prevalente quando si tratta di un *round B* o successivo.

Infine, le campagne di *crowdfunding* prevedono dei costi di adesione da corrispondere allo stesso portale web che agevola il *link* tra investitori e società, prevedono anche costi amministrativi e spese di consulenza per la preparazione del materiale, nonché spese di marketing e comunicazione essenziali per dotare la campagna di un'adeguata visibilità. In ogni caso, i costi delle operazioni di finanziamento tramite cloud funding e la remunerazione del gestore del portale sono due variabili molto aleatorie: alcuni portali richiedono una *success fee* sul capitale raccolto, mentre altri chiedono un'offerta a titolo di donazione. Questi differenti comportamenti dipendono anche dalla natura del portale: le piattaforme che prediligono progetti no-profit lavorano spesso gratuitamente, mentre quelle dedicate allo sviluppo di startup innovative lavorano su commissione.

3.3.3. Il Regolamento Consob: le regole per i gestori di portali.

La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, comunemente nota come Consob, ha provveduto a disciplinare in un regolamento intitolato “Raccolta di capitale di rischio da parte di imprese startup innovative tramite portali online”, adottato con la delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e aggiornato con le modifiche apportate con la delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016, le condizioni per la presentazione dell'offerta e la gestione della stessa da parte, rispettivamente dell'offerente e del portale.

Tale regolamento, conosciuto anche come Regolamento Consob o Regolamento *Crowdfunding*, risulta composto di 25 articoli ed è suddiviso in tre parti che trattano, in ordine, delle disposizioni generali, della disciplina dei gestori dei portali e della disciplina delle offerte tramite portali.

Dopo aver analizzato le fonti normative, le definizioni dei termini utilizzati e le modalità per la comunicazione e la trasmissione alla Consob dell'offerta di investimento¹³⁴, il Regolamento si apre alla disamina delle regole e dei comportamenti che devono seguire i gestori dei portali. E in particolare viene istituito il registro dei gestori dei portali¹³⁵, che contiene anche una sezione speciale ove sono ricomprese tutte le imprese di investimento e le banche autorizzate ai servizi di investimento: il compito dei gestori di diritto è quello di comunicare alla Consob, prima dell'avvio dell'operatività, lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale¹³⁶. L'articolo 13, comma 2 dispone che il gestore del portale debba rendere noto *“agli investitori, in maniera dettagliata, concreta, chiara e non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono fornite dall'offerente affinché gli stessi possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole”*. Inoltre, il gestore deve garantire il rispetto di tutti gli obblighi informativi contenuti nel Regolamento, e in particolare:

- L'art. 14 dispone di informare l'offerente di una serie di informazioni riguardanti l'affidabilità del gestore, nonché la sua capacità di gestione di alcuni aspetti di potenziale criticità dell'operazione di *crowdfunding*¹³⁷
- L'art. 15 prevede l'informazione relative all'investimento, e in particolare sulla rischiosità dello stesso (illiquidità e/o perdita del capitale investito)¹³⁸ e sui contenuti tipici del piano gestionale. Inoltre al comma secondo del citato articolo, ci si assicura che gli investitori abbiano preso visione delle informazioni di *investor education*, consultabile in una specifica sezione del sito internet della Consob.
- Il gestore in ogni caso deve informare l'investitore sull'offerta, sulle modalità di adesione all'offerta e sui diritti di cui esso gode. A questo proposito rileva l'art. 13, che al comma quinto prevede il diritto dell'investitore di recedere dall'investimento, entro sette giorni dalla data dell'ordine.

È doveroso indicare che nell'allegato numero tre previsto dal regolamento Consob, si stabilisce che, nell'insieme delle informazioni relative all'offerta, il gestore deve inserire la seguente

¹³⁴ La Consob deve, in ogni momento, vigilare sulle attività dei gestori dei portali con lo scopo di condurre analisi mirate ad appurare il rispetto delle disposizioni emanate, nonché la diligenza, la correttezza e la trasparenza del rapporto con gli investitori.

¹³⁵ Previsto dall'articolo 50-quinquies, comma 2, del Testo Unico.

¹³⁶ Art. 4, co. 2, Regolamento Consob.

¹³⁷ G. PIGNOTTI, La nuova disciplina italiana dell'equity based crowdfunding, in Riv. Dir. Imp., 2016, pag. 583

¹³⁸ Per maggiori informazioni sui rischi riguardanti l'investimento in portali online, si rimanda al paragrafo dedicato.

avvertenza: “*le informazioni sull’offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob. L’offerente è l’esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite*”. La ratio di questa previsione è quella di escludere da ogni responsabilità il gestore del portale, qualora si verificasse che le informazioni fornite dall’offerente risultassero non veritiere. L’auspicio per il futuro è quello di concedere ai gestori dei portali la possibilità di richiedere all’offerente ulteriori documenti volti a verificare, anche attraverso attività di *due diligence*, le informazioni rese disponibili, ricoprendo così il ruolo di *gatekeeper*¹³⁹.

Disciplina fiscale del crowdfunding.

Dal punto di vista fiscale la disciplina tende ad essere piuttosto benevola nei confronti delle società *startup* innovative che decidano di finanziarsi tramite crowdfunding, rivolto alle *startup* innovative residenti in Italia ai sensi dell’articolo 73 del T.U.I.R. per la maggior parte del periodo fiscale d’imposta e con la sede dei propri affari e interessi in Italia.

In particolare è prevista una detrazione IRPEF (*ex art. 29 del Decreto Crescita Bis*) pari al 19% o 25% per *startup* innovativa per un massimo di 500.000,00€ per periodo d’imposta e una deduzione IRES pari al 20% o 27% per *startup* innovativa agevolabile fino a 1,8 milioni di Euro per periodo di imposta. Per beneficiare di entrambe le condizioni, è necessario che l’investimento sia mantenuto per almeno due anni.

3.3.4. Limiti e rischi del crowdfunding.

Avvalersi di questo strumento per investire in una *startup* innovativa, che per definizione è qualcosa di nuovo, di certo presenta peculiarità diverse e rischi maggiori rispetto alle tradizionali modalità di investimento. I rischi economici possono essere raggruppati in tre grandi categorie: rischio di perdita del capitale; rischio di non distribuire dividendi; rischio di illiquidità.

Il **rischio di perdita di capitale** è collegato al rischio di *default* dell’azienda, ossia al rischio di fallimento della società. Tale rischio è tanto maggiore quanto l’azienda è giovane e in particolar modo quando verte nelle prime fasi della propria vita e dipende anche in larga misura dal settore in cui la stessa opera: più il settore è innovativo e poco conosciuto dal mercato, più aumenta il rischio di “mortalità” dell’impresa.

¹³⁹ Per approfondire questa tematica si veda C. IOVENO, Il portale dell’equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un’analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense, in *Dir. Inf.*, pag. 16 e ss.

Il **rischio di mancata distribuzione dei dividendi** è, invece, un rischio che viene messo in preventivo dagli investitori ben prima di partecipare all'investimento. Lo stesso "Decreto Crescita Bis" (d.l. del 18 ottobre del 2012, n. 179) dispone il divieto di distribuire gli utili fintantoché l'azienda si possa configurare come startup innovativa, questo al fine di prediligere il reinvestimento di tali utili nell'ecosistema aziendale, prediligendo investimenti atti a favorirne la crescita.

Infine, è da considerare, ai fini dell'analisi, che questo strumento finanziario è "illiquido". Il **rischio di illiquidità** è collegato principalmente alla previsione, contenuta sempre nel "Decreto Crescita Bis", del divieto di scambio di tali quote o azioni in mercati regolamentati per il periodo in cui la società possa essere considerata startup innovativa.

Un ulteriore problema si configurava nella non esistenza di un mercato secondario nel quale poter vendere in velocità le proprie quote acquisite mediante *crowdfunding*. Tuttavia, da pochi mesi, è nato nella piattaforma CrowdFundMe la bacheca elettronica CFM Board, che funge da mercato secondario per lo scambio di quote tra investitori. Dunque questo strumento permette agli investitori che hanno acquistato quote o azioni di startup emittenti nella piattaforma sopracitata, di monetizzare i propri *assets*, liquidando le partecipazioni direttamente in portafoglio, in maniera veloce, sicura e beneficiando del valore che le quote possiedono in quel preciso momento.

3.4. La strategia di exit dall'investimento

Come si è visto nell'analisi del *venture capital process* e, più in generale, in ogni processo di raccolta degli investimenti, una delle fasi essenziali di queste attività è la determinazione del processo di disinvestimento o *exit strategy*.

In questo ambito l'*exit strategy*, letteralmente “strategia d'uscita” risulta essere di fondamentale importanza poiché persegue due obiettivi principali: il primo è la massimizzazione del ritorno dell'investimento, il secondo è quello di calcolare in maniera corretta i termini di disinvestimento, senza causare l'“affondamento” della società. Che cosa significa? La strategia di disinvestimento è un piano c.d. di contingenza che viene messo in atto direttamente dall'imprenditore *startupper*, oppure dagli investitori o ancora dal fondo di *venture capital*, con lo scopo di vendere le proprie azioni e dunque liquidare la propria quota al raggiungimento degli obiettivi previsti. È importante, dunque, quantificare già all'inizio dell'investimento gli obiettivi da raggiungere, in modo tale da permettere alla startup di proseguire la propria continuità aziendale anche senza gli investimenti inizialmente ricevuti. A questo proposito, infatti, possiamo dire che gli scopi ricercati dagli investitori consistono nell'ottenimento di elevati tassi di rendimento dell'investimento e nella possibilità di liquidare l'investimento stesso in maniera facile e veloce una volta raggiunti gli obiettivi prefissati. Proprio per questo motivo vengono ricercate dagli investitori imprese con obiettivi certi e raggiungibili, con un business di ampio respiro che possa detenere grandi possibilità di sviluppo.

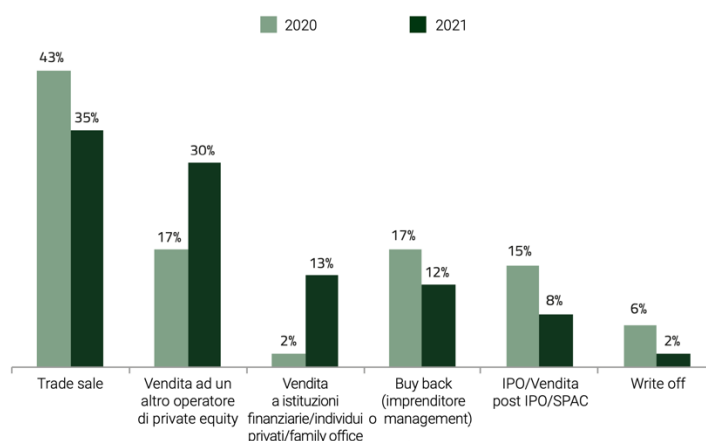
Esistono varie modalità di disinvestimento, ma le principali strategie perseguibili sono ricollegabili a quattro fattispecie:

- la previsione della quotazione della società, a seguito di un IPO;
- la possibilità di accedere a un'operazione di *direct listing*;
- l'opportunità di cedere l'azienda o parte di essa mediante una trattativa privata con un soggetto finanziario (fondo di *Private Equity*) o industriale (c.d. *trade sale*) o anche ad un socio terzo subentrante;
- la dichiarazione di apertura dello stato di crisi con conseguente azzeramento delle partecipazioni (c.d. *write off* – l'eventualità di questa ipotesi si presenta nei casi peggiori e per ovvi motivi non è preventivabile *ex ante*).

Di seguito si riporta il grafico sottostante che mostra la distribuzione percentuale delle strategie di disinvestimento raggruppate per tipologia¹⁴⁰, rapportando gli anni 2020 e 2021. Come si può

¹⁴⁰ Aifi, Price Waterhouse&Coopers, Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital, 2020

evincere dal grafico la strategia di *trade sale*, modalità di disinvestimento per la quale le quote detenute vengono cedute ad un acquirente industriale, è la più gettonata tra le strategie di disinvestimento, seguita dalla vendita ad un altro operatore di *Private Equity* e dal riacquisto di azioni proprie (*buy back*). L'IPO non è ancora una strategia molto condivisa in Italia, probabilmente soprattutto a causa della difficoltà operativa e burocratica e per gli ingenti costi che devono essere sostenuti¹⁴¹.



Nelle prossime pagine si analizzeranno la prima e la seconda ipotesi, ossia la possibilità di quotare l'azienda nel mercato regolamentato tramite IPO e l'opzione di *direct listing*.

Quotazione della società nel mercato regolamentato.

Questa ipotesi sottende il caso in cui l'imprenditore e gli investitori concordino nell'implementare una strategia di *exit* che preveda la quotazione della società nel mercato regolamentato (es. Borsa Italiana, oppure London Stock Exchange, o ancora New York Stock Exchange) tramite un processo chiamato IPO, ossia *Initial Public Offering* (tradotto, Offerta Pubblica Iniziale).

Il processo di quotazione coinvolge sia l'imprenditore *startupper*, che gli investitori e gli altri membri della compagine iniziale e, non raramente, ci si può affidare anche a consulenti esterni c.d. *financial advisor*. La scelta di quotarsi in borsa dev'essere una scelta condivisa e ben chiara *ex ante*, in quanto, una volta quotata, l'azienda si esporrà nel mercato e perciò i meccanismi a livello operativo e soprattutto manageriale dovranno essere ben oleati: nel periodo *pre-quotazione* l'azienda dovrà perciò lavorare sul raggiungimento dei risultati *target*, sui rapporti con gli *stakeholder*, sulle potenzialità del *business* e sul miglioramento e adattamento dei sistemi manageriali, che diverranno via via più strutturati ed evoluti.

¹⁴¹ Per *write off* si intende la perdita totale del valore della partecipazione detenuta da un investitore a seguito del fallimento o liquidazione della società.

Come si può intendere l'avvio alla preparazione della quotazione è un processo molto complicato, soprattutto a livello strategico: è necessario svilupparsi e crescere in fretta, ma allo stesso tempo in maniera ordinata e avendo sempre ben chiaro l'obiettivo finale. Per questo motivo spesso gli imprenditori *startupper* si avvalgono dell'affiancamento di un *advisor* finanziario. In accordo con quanto previsto dalla Guida di Borsa Italiana per la preparazione alla quotazione di una società¹⁴², l'obiettivo del periodo *pre-quotazione* è quello di strutturare un *Equity Story* in grado di dare fiducia e invogliare l'acquisto di azioni. A tal proposito un valido processo di preparazione dovrebbe focalizzarsi sulle seguenti regole d'oro:

1. Definizione della strategia, del posizionamento competitivo e del modo attraverso il quale la società *target* crea valore per i propri azionisti, presenti e futuri;
2. Predisposizione dei dati finanziari storici e prospettici, redigendo anche un piano industriale ad almeno cinque anni della società quotanda;
3. Comporre la squadra e rinforzare la struttura organizzativa e manageriale con profili professionali dotati di esperienza condivisa, in grado, quindi, di raggiungere gli obiettivi prefissati dal piano strategico;
4. Adeguare la governance societaria implementando procedura e prassi per una gestione aziendale che tuteli i propri azionisti, con particolare riguardo per quelli di minoranza.

Una volta predisposta la struttura alla quotazione, che normalmente richiede uno – sei mesi di tempo, si procede con le attività di quotazione vere e proprie:

- *Due diligence*, redazione del documento e della domanda di ammissione¹⁴³ e la predisposizione del *Working Capital Statement*;
- sviluppo della strategia di marketing sulla base della *Equity Story*, determinazione del valore della società (*entreprise valuation*) e confronto con gli investitori, definizione del *range* valutativo.
- Incontro tra società e investitori, definizione della c.d. “forchetta di prezzo” dell'azione e raccolta degli ordini.
- Quotazione in Borsa.

Prima di procedere con la prossima strategia di *exit*, è doveroso soffermarsi sull'analisi dei costi che un'azienda sostiene nella fase di *pre-quotazione* e in fase di quotazione. Esistono tre tipologie di costi che perseguono un unico obiettivo: quello di rendere l'azienda quotanda competitiva nel mercato e più solida al fine di svilupparsi ulteriormente, anche con la spinta del mercato azionistico.

¹⁴² Disponibili al sito di Borsa Italiana, al link: www.borsaitaliana.it

¹⁴³ La domanda di ammissione deve essere presentata a Borsa Italiana entro 3 giorni dall'ammissione.

Come si è detto esistono tre categorie di costi: costi fissi, costi variabili e costi per la quotazione. I primi sono legati in particolar modo alla composizione dell'*IPO team*, ossia alla remunerazione di tutte le persone che collaborano e sono funzionali per la quotazione e in particolare il *financial advisor*, i legali, la società di revisione e la società contabile, nonché la società di comunicazione incaricata¹⁴⁴. I costi variabili sono perlopiù *success fee*, ossia costi riferibili a percentuali che vengono corrisposte solo nel caso in cui si raggiungano determinati obiettivi stabiliti *ex ante*, ad esempio il raggiungimento della quotazione. Infine, i costi per la quotazione sono quei costi riconosciuti alla Borsa Valori per le fasi di quotazione e ammissione¹⁴⁵.

L'opportunità del direct listing.

Il processo di *direct listing* consiste in un'alternativa rispetto alla tradizionale IPO: la principale differenza è che, mediante questo processo di quotazione, non si punta alla raccolta di nuovi capitali e dunque non vengono sottoscritte e vendute nuove azioni. Tramite la quotazione diretta, le azioni già quotate sono potenzialmente accessibili a chiunque, il numero delle azioni disponibili dipende cioè dalla società stessa, invece il prezzo è in balia delle oscillazioni del mercato.

Il *direct listing*, pur offrendo una maggiore liquidità e flessibilità agli offerenti e agli investitori, nonché costi di gran lunga inferiori, presenta alcuni svantaggi, collegati alla maggiore rischiosità dell'operazione dovuta in particolar modo all'assenza di una stabilizzazione del prezzo delle azioni, all'assenza degli accordi di blocco, alla maggiore volatilità e all'assenza di consulenti finanziari che assistano l'operazione¹⁴⁶.

L'*equity crowdfunding* e il *direct listing* danno origine al *crowdfunding*.

Il *direct listing* apre la porta al *Crowdfunding*, e cioè “un percorso a marchio registrato ideato da Opstart, attraverso il quale le PMI italiane hanno l'opportunità di replicare in economia le costose IPO in borsa, grazie all'unione di *equity crowdfunding* e *direct listing*”¹⁴⁷.

¹⁴⁴ A tal proposito si evidenzia che con la Legge di Bilancio del 2022 si è prevista la concessione di un credito d'imposta pari al 50% per un massimo di 200.000,00 Euro per le spese sostenute in consulenze e con l'unico fine di portare alla quotazione sul mercato italiano.

¹⁴⁵ Questi costi variano sulla base del capitale della società quotanda e in ogni caso non possono essere inferiori a una *fee minima*. Per Borsa Italiana esistono due segmenti di quotazione: *Euronext Milan* e *Euronext Growth Milan*. Il secondo, in particolare, ex “AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale”, è dedicato alle PMI – Startup innovative alla ricerca di capitali per finanziare la crescita mediante un approccio regolamentato.

¹⁴⁶ Si segnala che un celebre caso di *direct listing* è stato eseguito nell'aprile del 2018 da Spotify Technologies S.A. Per approfondire la tematica si veda il Caso di Studio pubblicato da Jaffe M.D, Rodgers G. and Gutierrez H. (2018), “Spotify Case Study: Structuring and Executing a Direct Listing”, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance & Fin. Reg.

¹⁴⁷ Per maggiori informazioni si visiti il sito Opstart.com.

Conclusione

Esiste una teoria denominata *Teoria gerarchica delle fonti finanziarie*, per la quale, in fase di sviluppo, un'impresa preferisce attingere alle proprie risorse – tramite ad esempio l'autofinanziamento – piuttosto che rifarsi al capitale di debito o di rischio.

Tuttavia, secondo quanto riportato in questo elaborato, si può ben intendere come in realtà per le startup innovative non sia così, principalmente per due ordini di motivi: il primo è collegato alla scarsità di risorse che fisiologicamente accompagna una startup nelle prime fasi della propria vita, il secondo è collegato alle scarse relazioni di cui possono servirsi per implementare la propria crescita. Questi due motivi, combinandosi, creano una grande difficoltà per le startup innovative nel coprire il proprio fabbisogno e quindi nel raggiungere i propri *target*. Queste caratteristiche, che come abbiamo visto sono intrinseche alla realtà startup, rendono tale sistema particolarmente esposto alle imperfezioni del mercato dei capitali, aumentando quindi in maniera pesante la possibilità di *default*. Tutto ciò, unito all'assenza di risorse finanziarie e di garanzie al fine di ottenere un finanziamento, rappresenta uno dei principali ostacoli alla crescita economica attraverso lo sviluppo di nuove realtà innovative.

Anche il problema legato all'investimento bancario non è da meno: come si è visto nel paragrafo dedicato, negli ultimi anni si è assistito a un contenimento del credito da parte degli istituti finanziari. Ciò non ha fatto altro che accrescere il problema “ricerca del finanziamento”. Si può dire lo stesso anche dello Stato, che potrebbe intervenire in maniera più organizzata e durevole per colmare il dislivello tra domanda di finanziamento e offerta.

Per tutti questi motivi, si può dire che manchi un vero e proprio ecosistema finanziario in cui le startup possano crescere e svilupparsi. A questo proposito, una delle più importanti e ardue sfide è quella di individuare e implementare gli strumenti più opportuni a sostenere lo sviluppo di queste nuove realtà.

Sicuramente lo sviluppo di nuove modalità di investimento permette di fare un importante passo avanti per raggiungere questo obiettivo, si pensi ad esempio al *crowdfunding*, che, secondo il report pubblicato lo scorso luglio dall'Osservatorio della School of Management del Politecnico di Milano, nel 2022 ha registrato un forte aumento¹⁴⁸ rispetto agli anni precedenti,

¹⁴⁸ Secondo il Settimo Report dell'Osservatorio della School of Management del Politecnico di Milano il finanziamento tramite piattaforme di *crowdfunding* sta conoscendo una forte crescita, soprattutto per quanto

soprattutto per quanto riguarda l'*equity crowdfunding*. Questa modalità di investimento, che si potrebbe definire come “trasversale”, ossia “disponibile per tutti”, permette un maggior coinvolgimento attivo dei cittadini che desiderano investire parte delle loro risorse in progetti innovativi dall’alto potenziale. In questo modo, grazie alla connessione tra investitore e impresa si crea un ecosistema finanziario, in grado di stimolare lo sviluppo delle startup.

Unitamente alla necessità di irrobustire l’offerta di finanziamenti, c’è un’altra tematica non meno importante, spesso poco considerata o comunque reputata secondaria. Per capire a cosa mi sto riferendo ci si deve spostare in Gran Bretagna, verso la fine degli anni Novanta. In questo periodo lo Stato aveva promosso una faraonica azione di sostegno per tutte le neo-imprese operanti nel settore chimico e farmaceutico, più precisamente nella c.d. *life science*. In un ambiente ben aperto e attento all’innovazione come quello britannico, la maggior parte delle neonate imprese non incontrarono grosse difficoltà nel trovare finanziamenti (in particolare sotto forma di capitale di rischio) per finanziare il proprio piano di sviluppo e per raggiungere i propri target. Fino a qui tutto bene, ma il problema, in realtà, è già sorto: le *big firm* farmaceutiche americane hanno comprato queste aziende di successo, trasferendo nel suolo americano *know-how* e competenze sviluppate in un altro paese e finanziate da un altro paese (la Gran Bretagna).

Forse qualcuno penserà che sia normale, quasi “fisiologico” cedere davanti a un’importante offerta di acquisizione. Ma il problema è un altro. Il problema è che in questo settore, ma anche negli altri, le grandi aziende crescono così: ingurgitando le piccole startup. Sono poche le startup a cui viene dato il tempo di crescere per diventare a sua volta grande. Perché si cede a queste offerte? La risposta la si può facilmente intuire ed è sintetizzabile nella necessità degli investitori di rientrare dall’investimento con un buon *exit*.

Queste due tematiche¹⁴⁹ sono tra loro indissolubilmente collegate sotto un denominatore comune: colui che finanzia. Molto spesso, infatti viene data più importanza agli obbiettivi economici e finanziari del finanziatore, piuttosto che a quelli strategici, di crescita e anche sociali dell’imprenditore.

Indubbiamente il finanziamento è un fattore molto importante, ma i fattori che concorrono allo sviluppo della startup, come si è potuto intendere durante la lettura di questo elaborato, sono anche altri, come per esempio le dimensioni del mercato, le possibilità di crescita o le

riguarda l'*equity crowdfunding*: l’aumento rispetto al periodo precedente (2021) è pari al 23%, per un totale di 430 milioni di Euro raccolti.

¹⁴⁹ La prima è la tematica della difficoltà di ottenere risorse finanziarie, mentre la seconda è quella della difficoltà di crescere e svilupparsi in maniera completa perché ceduti a un fondo.

opportunità di sviluppo della propria idea imprenditoriale. Tutti questi elementi devono essere considerati nel proprio insieme per permettere alla startup di evolversi e magari trasformarsi nel famigerato “unicorno”.

È perciò necessario scostarsi dall’ottica per la quale il finanziatore sia essenziale all’imprenditore o all’imprenditrice *startupper*. Spesso è vero proprio il contrario.

BIBLIOGRAFIA

Dottrina

- A. BORRIELLO, 2019, *Il business plan*
- A. CHWOLKA, M. RAITH, 2012, *The value of the business planning before a StartUp – A decision theoretical perspective*
- A. LUKKARINEN, J.E. TEICH, H. WALLENIUS, J. WALLENIUS, 2016, *Success frivers of online equity crowdfunding campaigns*, in *Decision Support Systems*
- A. OSTERWALDER, Y. PIGNEUR, 2010, *Business Model Generation – un manuale pratico ed efficace per ispirare chi deve creare o innovare un modello di business*, I edizione, John Wiley & Sons, Inc.
- A. PRIYONO, A. MOIN, PUTRI V., 2020, *Identifying Digital Transformation Paths in the Business Model of SMEs during the COVID-19 Pandemic*, Department of Management Universitas Islam Indonesia.
- A.A.V.V., 2003, *Il ruolo degli incubatori nella creazione di nuove imprese*, Rosenberg & Sellier
- A.R. ADIUTORI, 2020, *Strumenti finanziari nelle start up e PMI innovative*, in AA.VV., *Startup e PMI innovative*, opera diretta da O. CAGNASSO e A. MAMBRIANI, Zanichelli, pp. 799-842
- AA.VV., 2020, *Startup e PMI innovative*, opera diretta da O. CAGNASSO e A. MAMBRIANI, Zanichelli
- B. PAGAMICI, 2018, *Startup innovativa*, IPSOA
- BARONTINI R., 2002, *Le fonti di finanziamento per l'innovazione*, in CARLES A., *Finanza per l'innovazione*, FrancoAngeli
- BERGER A.N., UDELL G.F., 1998, *The Economics of Small Business Finance: The Role of Private Equity and debt markets in the Financial Growth Cycle*, in *Journal of Banking and Finance*, pp. 613-73
- C. BOSCHETTI, A. GRANDI, R. GRIMLADI, 2011, *Risorse, competenze e incubatori di impresa*
- C. CARAMIELLO, 1993, *La valutazione d'impresa*
- C. DE STEFANIS, 2020, *Startup e PMI innovative*, Fisco e Tasse (formato digitale)
- CARLES A., 2002, *Finanza per l'innovazione*, FrancoAngeli
- COSOB, CNDCEC, 2016, *L'equity-crowdfunding: analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*

- D. MATRICANO, 2018, *Le startup innovative in Italia: gli aspetti manageriali e il loro impatto sulla performance*, Giappichelli Editore
- DEL GIUDICE R., GERVASONI A., 2002, *Finanziarsi con il venture capital*, ETAS
- E. FREGONARA, 2013, *La startup innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Giuffrè Editore
- E. GUALANDRI, V. VENTURELLI, 2011, *Nasce l'impresa. Startup: dall'impresa al mercato*, Confindustria Modena, Gruppo Giovani Imprenditori
- E. PUCCI, L. SCAPPINI, *Le startup innovative: caratteristiche e agevolazioni*, in *Il Fisco* 41/2012
- F. VERNIER, 2017, *Trasformazione digitale e capacità organizzativa. Le aziende italiane e la sfida del cambiamento*, EUT Edizioni Università di Trieste.
- G. LINDSTRÖM, C. OLOFSSON, 2001, *Early stage financing of NTBFs: an analysis of ocontributions from support actors*, in *Venture Capital*
- G. MOLINARO, *Incentivi fiscali per il rafforzamento dell'ecosistema delle startup*, in *Il Fisco*, n. 25/2020, pp. 2423 ss.
- G. ROMANO, 2020, *La startup innovativa ed il decorso del periodo quinquennale*, in AA.VV., 2020, *Startup e PMI innovative*, opera diretta da O. CAGNASSO e A. MAMBRIANI, Zanichelli
- HALL, LERNER, 2009, *The financing of R&D and Innovation*, NBER Working Paper 15325
- KPROSTELEVA, MICKIEWICZ, 2011, *Startup financing in the Age of Globalization*, *Emerging Markets and Trade*, vol. 47, n. 3, pp. 23-59
- L. MIOTTO, 2019, *Fallibilità delle startup innovative. La tensione tra apparenza e realtà*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, pp. 1117-1146
- L. NADOTTI, 2018, *Progettazione e finanziamento delle imprese startup*, Isedi Editore
- M. ARENA, 2019, *Startup innovative. Requisiti legali, incentivi fiscali, crowdfunding, rapporti di lavoro, marchi e brevetti*, Pacini editore
- M. ARENA, 2020, *Startup innovative: requisiti legali, incentivi fiscali, crowdfunding, apprti di lavoro, marchi e brevetti*, Pacini Editore
- M. AURICCHIO, M. CANTAMESSA, A. COLOMBELLI, R. CULLINO, A. ORAME, E. PAOLUCCI, *Gli incubatori d'impresa in Italia*, *Questioni di Economia e Finanza della Banca d'Italia* n. 216 dell'aprile 2014
- M. CIAN, 2015, *Società startup innovativa e PMI innovative*, in *Giur. Comm.*, 6, I, pp. 969-986
- M. CIAN, 2018, *S.r.l. PMI, S.r.l., S.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. Soc.*, pp. 818-857

- M.L. PASSADOR, 2015, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, in Banca, impresa, soc., 2, pp. 287-332
- N. CIOCCA, A. GUACCERO, 2020, *La raccolta di capitali di rischio delle PMI attraverso i canali tradizionali*, opera diretta da O. CAGNASSO e A. MAMBRIANI, Zanichelli, pp. 843-860
- N. ROSENBERG, *Innovation and Economic Growth*, <http://www.oecd.org/cfe/tourism.34267902.pdf>
- P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, 2020, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in Orizzonti Dir. Comm, 2, pp. 353-452
- P. BENAZZO, 2014, *La s.r.l. startup innovativa*, in Leggi Civ. Comm., pp. 101 – 118
- P. PIANTAVIGNA, 2014, *Startup innovative e nuove fonti di finanziamento*, in Riv. Dir. Fin. Sc. Fin., pp. 264 e ss.
- R. BIANCHI, C. FAVRETTO, M. RAGNO, 2021, *Le startup innovative: disciplina, requisiti e agevolazioni*, Maggioli Editore
- R. BIANCHI, M. RAGNO, 2019, *Crowdfunding: principali tipologie, fattori di successo e disciplina applicabile*, Euroconference,
- S. CORSO, 2018, *Innovatività dell'oggetto sociale di start-up innovativa e controlli del Registro delle Imprese*, in Banca, borsa, tit. cred., 1, II, pp. 64-77
- S.G. MORRISSETTE, 2007, *A profile of Angel Investors*, in Journal of Private Equity, pp. 52-66
- V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, in AA.VV., 2020 *Il testo unico finanziario*, diretto da M. CERA e G. PRESTI, Vol. 2, Zanichelli

Atti normativi, regolamenti, circolari dell'Agenzia delle Entrate

Circolare n. 16/E (2014) – oggetto: Articolo 25 e seguenti del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221 – Agevolazioni fiscali in favore delle start-up innovative e degli incubatori certificati

Consob, Consultazione pubblica revisione regolamento n°18592 del 2013, Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line (aggiornato con le modifiche apportate con delibera n. 21259 del 6 febbraio 2020, in vigore dal 16 febbraio 2020)

Decreto interministeriale 25 febbraio 2016 – Incentivi fiscali all'investimento in startup innovative. Modalità di attuazione

Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 – Ulteriori misure urgenti per la crescita del paese – art. 25 – 31 – (Decreto Sviluppo Bis)

Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3 – Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti – (Decreto Investment Compact)

Decreto Legge 28 giugno 2013, n. 76 – Primi interventi urgenti per la promozione dell'occupazione, in particolare giovanile, della coesione sociale, nonché in materia di Imposta sul valore aggiunto (IVA) e altre misure finanziarie urgenti – (Decreto Lavoro)

Decreto Legge del 19 maggio 2020, n. 34 – (Decreto Rilancio)

Decreto Legge del 24 febbraio 1998, n. 58 - Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - art. 50-quinquies e art. 100-ter Art. 50-quinquies e art. 100-ter

Decreto Legge del 26 aprile 2013, n. 147 – Accesso gratuito al Fondo di Garanzia

Decreto Legge del 30 gennaio 2014 – Incentivi fiscali all'investimento in startup innovative. Modalità di attuazione e Relazione illustrativa

Decreto ministeriale del 28 dicembre 2020 – Modalità di attuazione degli incentivi fiscali in regime *de minimis* all'investimento in start-up innovative e in PMI innovative

Decreto ministeriale del 28 ottobre 2016 – Approvazione del modello per le modifiche ad atto e statuto delle startup innovative costituite online

Decreto ministeriale del 7 maggio 2019 – Modalità di attuazione degli incentivi fiscali all'investimento in start-up innovative

Legge 11 dicembre 2016, n. 232 – Legge di Stabilità 2017

Legge 23 dicembre 1996, n. 662 – Misure di razionalizzazione della finanza pubblica

Legge 30 dicembre 2018, n. 145 – Legge di Bilancio 2019

Nota 18 febbraio 2021, prot. 45951 - Domanda di iscrizione nella sezione speciale degli incubatori di società Start Up Innovativa

OECD, OECD Model Tax Convention on Income and on Capital, 2017

Parere a società e CCIAA di Chieti Pescara del 2 ottobre 2018, prot. 348960 - Riutilizzabilità del medesimo requisito della privativa industriale

Regolamento Consob sull'*Equity Crowdfunding* (testo in vigore dal 3 gennaio 2018)

Risoluzione n. 87/E del 14/10/2014 – oggetto: Interpello - ART. 11, legge 27 luglio 2000, n. 212. Agevolazioni fiscali in favore delle start-up innovative e degli incubatori certificati - requisito "alternativo" previsto dall'articolo 25, comma 2, lettera h), n. 2, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179.

Papers, articoli, manuali e guide tecniche

A. BINACCHI, A. GALLI – Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano, Le Start-Up innovative – Edizione: i Quaderni nr. 56, Commissioni Start-Up, Microimprese e Settori Innovativi – Diritto Tributario Nazionale

A.I.F.I. (Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio), *Guida pratica al capitale di rischio*, edita nel giugno del 2000

A.I.F.I. (Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio), *proposte per lo sviluppo del Venture Capital in Italia*, edito nel 2011

BENFATTO L., *Le startup non sono un affare per ragazzini in felpa e infradito. Il 44,2% di chi ha avviato un'azienda ha da 36 a 50 anni*, Il Sole 24 ore del 29 gennaio 2016

FOTINA C., *Più facile investire in startup e Pmi sui portali online*, Il Sole 24 Ore del 5 dicembre 2015

FREGONERA E., *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start-up innovative*, Rivista telematica Orizzonti del diritto commerciale

G. GIORGETTI, Ministro dello sviluppo economico – Relazione annuale al Parlamento sullo stato e l'impatto delle policy a sostegno di Startup e PMI innovative, 2021

G. RUSCONI., *In Europa calano e in Italia aumentano. Cosa sta accendendo agli investimenti per le startup?*, articolo del 25 gennaio 2023

GRANGIOTTI A., *L'equity crowdfunding italiano si rinnova ascoltando mercato e operatori*, Il Sole 24 Ore del 16 dicembre 2015

M. D'ASCENZO, *Unicorni: il club delle startup è diventato sempre più esclusivo nel 2022*, articolo del 3 gennaio 2023

MINISTERO DELLE IMPRESE E DEL MADE IN ITALY – *Startup innovative costituite online, continua il trend positivo*, articolo del 29 gennaio 2021

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO – *Decreto Legge “Rilancio”: gli interventi a favore delle startup e Pmi innovative*, maggio 2020.

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO – *Guida all’uso dei piani azionari e del work for equity - strumenti di incentivazione e remunerazione di personale e consulenti di startup innovative e incubatori certificati*, 24 marzo 2014

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, Direzione generale per la politica industriale, l’innovazione e le PMI – *Agevolazioni a favore degli incubatori certificati*, 2020

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *Guida alle agevolazioni per le startup e le Pmi innovative*, 2020.

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *La policy del Governo a sostegno delle startup innovative*, 8 luglio 2019.

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *Relazione annuale al Parlamento sullo stato di attuazione e l’impatto delle policy a sostegno di STARTUP E PMI INNOVATIVE*, 2020.

MOP – Management of Portfolios: principles, practices and procedures for successful portfolio management, 2011

OECD, SMES, *Entrepreneurship and Innovation*, OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship, 2010

PENNISI M., *Crowdfunding, arriva il primo portale per le startup italiane*, Corriere della Sera del 27 gennaio 2014

POLITECNICO DI MILANO – Osservatori Entrepreneurship & Finance – *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, mese di novembre del 2019

POLITECNICO DI MILANO – Osservatori Entrepreneurship & Finance – *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, mese di luglio del 2022

Link e sitografia

Consob – www.consob.it

Crowdfunding Italia – www.crowdfundingitaly.com; www.osservatoriocrowdinvesting.it

Fondazione Commercialisti – www.fondazionenazionalecommercialisti.it; www.rivistaodc.eu

Fondi di garanzia – www.fondidigaranzia.it

Ipsos – www.ipsos.it

Istat – www.istat.it

Italian Angels – www.italianangels.net

Osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano – disponibile al link: <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdinvesting/>

Piattaforma CrowFundMe – disponibile al link: <https://www.crowdfundme.it/>

Piattaforma Equidam – disponibile al link: <https://www.equidam.com>

Piattaforma MamaCrowd – disponibile al link: <https://mamacrowd.com/it/>

Inoltre, per la stesura del seguente elaborato mi sono avvalso di documenti, guide pratiche, *entreprise valuation* e *business plan* già completati o in fase di lavorazione avanzata appartenenti a Delex Capital S.r.l.