



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI
SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI "M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT

PROVA FINALE

"Gli Unicorni in Borsa: il caso Snapchat"

**Relatore:
Prof. LORENZO ROCCO**

Laureanda: ELEONORA MARINI

Anno accademico 2016-2017

Introduzione.....	4
Sezione I: GLI UNICORNI IN BORSA	
1. Le Caratteristiche delle Unicorn Companies.....	7
1.1 Network	
1.2 Innovazioni disruptive	
1.3 Asset intangibili	
1.4 Finanziamento	
2. Unicorni in Borsa.....	12
2.1 IPO e problemi valutativi	
2.2 Metodologie valutative	
2.3 Dot Com: la prima bolla tecnologica	
2.4 Gli Unicorni come le Dot Com?	
Sezione II: IL CASO SNAPCHAT	
3. La storia.....	25
4. Il business.....	27
4.1 Il fattore del successo	
4.2 I potenziali rischi	
4.3 Gli utenti	
4.4 Le perdite	
4.5 Le opportunità	
5. La quotazione in Borsa.....	32
5.1 L'IPO	
5.2 I primi tre mesi in Borsa	
Conclusione.....	36
Appendice.....	38
Bibliografia.....	39
Sitografia.....	42

Introduzione

A partire dalla fine degli anni '90 fino ad oggi il crescente progresso tecnologico e l'avvento di Internet ha modificato profondamente ogni aspetto della nostra vita apportando non pochi cambiamenti anche nell'economia e nel mondo della finanza. L'economia tradizionale è sempre stata caratterizzata da un sistema economico in cui le aziende sono prevalentemente orientate alla produzione, ovvero alla trasformazione di materie prime e semilavorati in prodotti finiti. La new economy, a differenza della "old economy", è invece caratterizzata da un'azienda che fornisce e/o crea qualsiasi tipo di prodotto o servizio tramite l'uso di strumenti informatici e della comunicazione.

Proprio sull'ondata tecnologica dell'ultimo periodo, quella dell'Internet Mobile, diverse aziende hanno fondato il loro valore generando il fenomeno delle "Unicorn Companies". Una Unicorn Company è essenzialmente una startup tecnologica non quotata in Borsa valutata oltre 1 miliardo di dollari. Queste non necessitano di importanti infrastrutture in quanto l'attività viene esercitata in uno spazio virtuale, contrariamente all'azienda tradizionale, e basano il loro business model su risorse intangibili sfruttando le potenzialità che offre la rete.

Se la prassi per le imprese di un tempo prevedeva una crescita lenta e costante, ora il mercato è costellato da queste nuove imprese che seguono un percorso di sviluppo totalmente diverso: nascono velocemente e altrettanto velocemente muoiono. Questo ha spinto quest'ultime a rivolgersi, anticipatamente rispetto a quanto avveniva in passato, al mercato dei capitali nelle fasi iniziali del percorso di sviluppo ottenendo per altro quotazioni estremamente elevate senza aver mai prodotto, nella maggior parte dei casi, 1 dollaro di utile.

Lo sbarco di queste imprese in Borsa inoltre ha reso necessario la ridefinizione delle modalità valutative tradizionali, non applicabili appunto ad imprese che nulla hanno in comune con quelle "tradizionali" che da sempre affollano il mercato azionario.

Non è la prima volta che l'entusiasmo per l'innovazione e le nuove tecnologie travolge la Borsa: negli anni 2000 con le Dot Com, ovvero le prime imprese che si sono servite delle tecnologie Internet per fare business, il mercato azionario ha assistito alla prima "bubble tech" e ci si chiede se la situazione sia destinata a ripetersi.

L'elaborato è suddiviso in due sezioni. Nella prima sezione, dopo aver spiegato le caratteristiche del business delle Unicorn Companies mi soffermerò sul percorso in Borsa tracciato da quest'ultime affrontandone le fasi, approfondendo la problematica valutativa che le affligge e cercando di capire se ci sono gli elementi per poter affermare se l'entusiasmo, che

ha travolto la Borsa negli ultimi anni è giustificato o ha lo stesso destino di quello verificatosi negli anni 2000.

Nella seconda sezione approfondirò il caso Snapchat: Unicorn Company più recente che ha deciso di approdare in Borsa nel marzo di quest'anno, raggiungendo una quotazione miliardaria pur non essendo mai stata in attivo.

Sezione I

GLI UNICORNI IN BORSA

1. Le Caratteristiche delle Unicorn Companies

Nel 2013, Aileen Lee ha scritto un articolo per Tech Crunch sulle aziende private nate dopo il 2003 che hanno raggiunto una valutazione superiore al miliardo di dollari. Al tempo ne ha contate 39 ed è per questo che le ha chiamate “Unicorns” come la figura mitologica, come a voler enfatizzare la rarità di queste aziende. Dal 2013 ad oggi la crescita è stata esponenziale tanto che il report "The Billion Dollar Start-up Club", aggiornato al 2017, ne conta 167.

L'analisi più recente di questa tipologia di aziende è quella fatta da Simon (2016) nel report “How to Catch a Unicorn” dove ha approfondito la ricerca in merito a queste compagnie high tech prendendo come campione i 30 Unicorni, tra gli attuali 167, con la valutazione più alta. Il report punta ad evidenziare le caratteristiche comuni che si verificano tra queste aziende e ciò che è emerso sono quattro principali elementi:

- Fondano il loro valore sul network che riescono a raggiungere
- Ridefiniscono le regole del consueto attraverso “innovazioni disruptive”
- Non hanno infrastrutture importanti: le aziende sono infatti di piccole dimensioni con asset principalmente intangibili
- Gli Unicorni si affidano al capitale di rischio per il loro finanziamento nelle fasi iniziali della loro esistenza

Approfondiamo quindi ogni sopraccitato punto.

1.1 Network

Il maggiore aumento delle Unicorn startup è avvenuto nel 2015 con una crescita del 115% rispetto al 2013 raggiungendo lo straordinario numero di 142 compagnie. Brown e Wiles (2015) hanno svolto un'analisi empirica rispetto a quest'ultime e ciò che è emerso è riassunto nella seguente tabella

Total Number of Unicorn Firms	142
Firms by Vertical Market Segment:	
Technology: Internet	80
Technology: Software	35
Technology: Financial	10
Technology: Hardware/Systems	7
Healthcare	8
Other	2

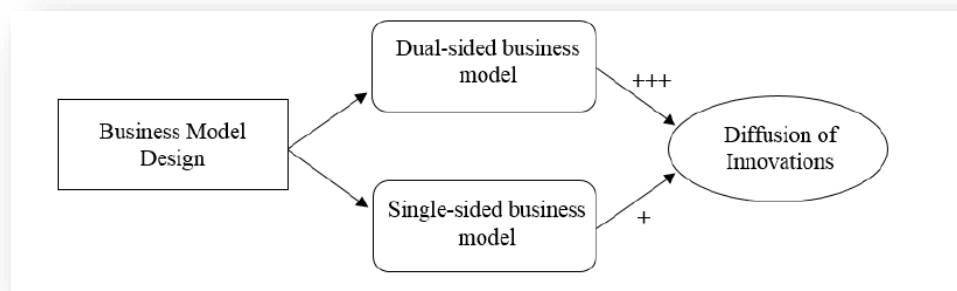
Si può notare che ogni startup valutata oltre 1 miliardo di dollari opera nel macro-settore delle nuove tecnologie e la stragrande maggioranza di esse nel segmento di mercato legato a Internet. Le Unicorn Companies hanno quindi cavalcato l'attuale ondata tecnologica, quella cioè attribuibile all'Internet Mobile (smartphone, app, ecc) basandosi sulla connettività dei nuovi dispositivi e le opportunità che questi offrono, fondando il loro valore sulle economie di rete. Katz e Shapiro (1985) sono stati i primi a formulare una definizione e a fornire un modello teorico circa le economie di rete, i due studiosi le hanno definite come quelle economie relative ai prodotti per i quali l'utilità derivante dal consumo di un bene si accresce all'aumentare del numero di persone che lo utilizzano. Il modello, pur essendo formulato in un'epoca in cui le Internet Companies ancora non avevano preso il sopravvento, può tornare comunque utile per spiegare il funzionamento del business di quest'ultime. Dal lato dell'offerta le economie di rete comportano una riduzione del costo medio totale in seguito all'adozione generalizzata di un determinato input da parte di una molteplicità di utenti. Mentre, dal lato della domanda, se vi sono economie di rete, questa dipenderà da due fattori: dal prezzo del bene e dalle aspettative dei clienti utilizzatori. Per quanto riguarda il prezzo del bene la curva di domanda ha un andamento diverso rispetto ai beni "ordinari", per i network good infatti la disponibilità a pagare per l'acquisto del bene marginale aumenta se il numero atteso delle unità da vendere cresce (Economides e Himmelberg 1995). Mentre il secondo aspetto, le aspettative dei clienti utilizzatori, rappresenta una fonte più incontrollata delle economie di rete: la domanda dipende in maniera positiva dalle aspettative che ciascun cliente ha in relazione alla dimensione della rete. Shapiro, Varian e Becker (1999) hanno dimostrato che le aspettative dei clienti influenzano in modo rilevante il valore del bene e di conseguenza la vendita dei prodotti alimentando quello che hanno definito un circolo virtuoso.

Le economie che presentano forti esternalità di rete seguono una rapida crescita, ma solo dopo aver superato una dimensione critica, definita “massa critica”. La massa critica è l’ampiezza minima del network necessaria per ottenere economie di rete. Esiste quindi la reale necessità di coinvolgere nella propria piattaforma, nel più breve tempo possibile, un numero “critico” di utenti perché ciò è determinante nella competizione tra sistemi digital alternativi. Katz e Shapiro (1994) hanno dimostrato infatti che nella competizione tra sistemi tecnologici alternativi non sempre si imporrà nel mercato quello più efficiente bensì il sistema tecnologico che riesce più rapidamente a raggiungere una massa critica sufficiente ad attrarre nuovi utenti a discapito del sistema concorrente che, nel tempo, scomparirà dal mercato. Quindi una delle principali sfide di chi lavora su progetti di startup in ambito digital è la fase di popolamento iniziale della base utenti. Ecco perché quello che ogni startup deve andare a cercare velocemente è una cerchia sostanziosa di utenti che generino i primi ricavi e soprattutto i primi feedback applicando strategie ad hoc.

1.2 Innovazioni disruptive

Simon (2016) ha ripreso il concetto di “disruptive innovations” utilizzandolo per definire il modus operandi delle Unicorn Companies. Il concetto fu introdotto per la prima volta da Christensen nel 1995 che le aveva definite come innovazioni che portano ad una ridefinizione del prodotto o servizio cambiando in maniera radicale il significato di valore per il cliente ed introducendo un insieme di funzionalità completamente nuove e diverse rispetto a quelle presenti nel mercato capaci di aprire nuovi mercati ed impattare in modo significativo sulla società. Tuttavia è emerso da studi più recenti che lo sviluppo di un’idea o di una innovazione radicale non è necessariamente accompagnato da un successo economico. Per ottenere un vantaggio competitivo attraverso la commercializzazione di nuove idee le tecnologie si richiede la progettazione di un modello di business sostenibile (Chesbrough 2007). Le innovazioni lanciate dalle cosiddette Unicorn tech-companies hanno conosciuto tassi di diffusione incredibilmente rapidi e sembra che la diffusione di queste innovazioni non possa essere semplicemente spiegata dal loro grado di innovatività o da fattori legati alla domanda come, per esempio, i feedback ricevuti (Chiaroni, et al. 2016) Piuttosto, la loro diffusione sembra essere influenzata da particolari caratteristiche del modello aziendale adottato dalle organizzazioni in questione e dalla tipologie di effetti di rete che esse hanno abilitato. I quattro autori hanno identificato due diversi business model: “dual-sided business model” e “single-sided business model” e hanno dimostrato che agli Unicorni che sono cresciuti di più sono quelli che applicano il primo di questi che viene definito da Hagiu e Wright (2011) come un

modello di business in cui due o più gruppi di soggetti si incontrano su una piattaforma digitale, in cui i due lati del mercato entrano in contatto, per trarre valore dalla loro interazione.



1.3 Asset intangibili

Al convegno promosso da Sardegna Ricerche nell'anno 2015 riguardate le startup Fabris ha fatto un intervento proponendo un approfondimento circa la tematica degli asset immateriali delle startup è emerso che, nelle startup tecnologiche, è il capitale intellettuale che costituisce il vero valore dell'impresa. Ciò che lo costituisce sono tre diverse tipologie di capitale: quello relazionale, umano e organizzativo (Bontis 1996).

Il capitale relazionale è quello riconducibile alle relazioni esistenti con soggetti esterni come fornitori, clienti, centri di ricerca. La qualità del rapporto con la clientela, con i fornitori o con altri partner sono i fattori primari per il successo dell'impresa e lo è anche il suo valore reputazionale percepito dal mercato e dagli investitori.

Il capitale umano è invece la parte di capitale intellettuale che si riferisce alle conoscenze e alle abilità possedute dal personale. Il livello di istruzione dei dipendenti, le loro qualificazioni professionali e le competenze possedute giocano un ruolo fondamentale nelle startup tecnologiche. Infatti una ricerca svolta da Lee (2015) dimostra che i fondatori delle Unicorn startup più importanti sono tutti laureati in una scuola americana tra le "top 10". Istruzione e successo sembrano quindi andare di pari passo.

Il capitale organizzativo è identificato come "il saper fare". È composto da elementi come i valori dell'impresa, la sua cultura, i processi gestionali, i sistemi informativi e le strategie. Un altro importante elemento del capitale organizzativo è la proprietà intellettuale cioè brevetti, diritti di copyright, le formule, gli schemi, i marchi registrati che sono possesso dell'azienda.

Il capitale intellettuale è sempre più riconosciuto come un importante asset strategico per l'ottenimento di vantaggi competitivi aziendali sostenibili e questo ha anche una evidenza

empirica come dimostra l'approfondimento fatto da Chen, Cheng e Hwang (2015) che mette in evidenza la relazione positiva tra capitale intellettuale e performance dell'impresa.

1.4 Finanziamento

Per capire il fabbisogno di finanziamento di una startup è bene prima capire qual è il suo ciclo di vita (Sau 2013). Il ciclo di vita di una startup può essere suddivisa essenzialmente in cinque stadi: pre-seed, seed, strat up, growth e exit. Nella prima fase si ha la concezione dell'idea: l'imprenditore valuta la fattibilità del progetto ed inizia ad esaminare le opportunità di mercato e le competenze di cui dispone. Nella seconda fase dimostrare la validità tecnica dell'innovazione che si vuole proporre al mercato. Nella terza fase l'impresa si lancia a tutti gli effetti sul mercato. In questa fase il prodotto o servizio inizia ad essere venduto ed è possibile conteggiare i primi clienti ed i primi ricavi. Nella quarta fase il numero dei clienti e le vendite aumentano e con essi anche il fatturato. L'ultima fase, l'exit, è quella fase in cui l'impresa cessa di essere una startup: può essere internamente o parzialmente acquisita da terzi, può fallire, l'imprenditore può riacquistare le quote della startup precedentemente cedute durante la fase di raccolta degli investimenti rimanendo così l'unico proprietario, oppure può diventare pubblica attraverso una IPO. Quest'ultima opzione sarà quella che verrà approfondita in questo elaborato.

Nel report di Simon (2016) è emerso che gli Unicorni si affidano in una certa misura al capitale di rischio per il loro finanziamento nelle fasi di seed, strat up, growth. La figura del Venture Capital è importante per ottenere i primi finanziamenti. Nella definizione fornita dall'EVCA (European Venture Capital Association) il Venture Capital si presenta come un intermediario che raccoglie fondi da un gruppo di investitori (banche, fondi pensioni, compagnie di assicurazioni e fondazioni) e li investe nel capitale azionario di società di nuova istituzione e fortemente innovative.

Secondo Lerner (1995) il Venture Capitalist oltre a svolgere la funzione di finanziamento in senso stretto, fornisce servizi non strettamente finanziari che risultano però essere ancora più importanti del solo contributo finanziario nel caso di imprese innovative e soprattutto durante le prime fasi di sviluppo. Infatti attraverso il conferimento del capitale di rischio il Venture Capitalist oltre alla possibilità di appropriarsi di una parte del valore creato dall'impresa e, nello stesso tempo, gli consente di svolgere diverse funzioni quali:

- *Consulenza manageriale*: il VC assiste l'impresa nelle attività di gestione, organizzazione, marketing e nelle decisioni strategiche. L'imprenditore-innovatore ha

infatti spesso conoscenze tecnico-scientifiche, ma non ha sufficienti competenze manageriali.

- *Monitoraggio e controllo*: queste funzioni sono attuate per evitare comportamenti opportunistici dell'imprenditore che potrebbero condurre al fallimento del progetto, è infatti per questo che spesso il VC è presente nel consiglio di amministrazione. Inoltre, secondo Wang e Zhou (2002) per evitare l'azzardo morale da parte dell'imprenditore, il VC potrebbe predisporre investimenti pianificati su più periodi cosicché il piano di finanziamento del VC possa coinvolgere molte opzioni in un complesso ambiente e in continuo cambiamento come quello in cui operano le startup innovative.
- *Produzione di informazioni*: il VC attraverso il finanziamento di un'impresa aumenta il grado di trasparenza della stessa perché questo funge da segnale di bontà del progetto. Il Venture Capitalist in altre parole utilizza la propria reputazione a garanzia del progetto innovativo riuscendo così a far ottenere alla startup l'approvazione dal mercato, ulteriori prestiti dalle banche e, secondo Lerner (1994), potrebbe anche essere facilitata a trovare sottoscrittori qualora decidesse di quotarsi in Borsa

2. Gli Unicorni in Borsa

La strategia preferita dai fondatori delle startup più importanti è stata a lungo quella di evitare o comunque ritardare lo sbarco in Borsa. Uno dei fattori principali che ha contribuito alla creazione della cosiddetta "Era delle Unicorn Companies" è proprio la capacità di raggiungere valutazioni milionarie pur rimanendo private. Ma, da un paio di anni a questa parte, sembra esserci un'inversione di tendenza tanto che sempre più Unicorn Companies scelgono proprio di quotarsi. Vale la pena perciò approfondire le fasi del processo di quotazione verificando se il fenomeno a cui si sta assistendo negli ultimi anni è paragonabile a quello delle Dot Com che ha portato alla prima "bubble tech".

2.1 IPO e problemi valutativi

IPO è l'acronimo di Initial Public Offering (in italiano Offerta Pubblica Iniziale) e rappresenta il momento in cui un'azienda intende quotarsi sul mercato azionario offrendo le proprie azioni. Nella fase di formazione del prezzo in sede di IPO il metodo più utilizzato è quello del book building che prevede la formazione del prezzo tramite l'uso della domanda espressa dagli

investitori istituzionali. L'azienda, dopo aver preso la decisione di quotarsi in Borsa, ricerca uno o più intermediari che si occuperanno del collocamento. Questi intermediari si occuperanno della gestione dell'IPO promuovendolo nel mercato, sponsorizzando la società che intende quotarsi e certificando i requisiti di Borsa di quest'ultima.

Dopo aver effettuato la valutazione che, nel caso di imprese innovative risulta essere non poco difficoltosa, si procede all'emissione del "prospetto informativo" in cui si elencano i dettagli dell'offerta, i dati contabili e le prospettive future della società.

Si provvederà poi alla scelta definitiva del prezzo della quotazione. La decisione del prezzo in genere avviene alla fine dell'operazione di collocamento.

Individuato il prezzo di quotazione con conseguente divulgazione al mercato dello stesso, il titolo è pronto a fare il suo ingresso sul mercato: il giorno di apertura della contrattazione del titolo, può succedere che il prezzo salga poiché il mercato reputa il prezzo basso rispetto alla reale valutazione della società, oppure che il prezzo subisca una contrazione.

La fase più complessa dell'IPO è la valutazione dell'impresa per decidere il prezzo da proporre al mercato, soprattutto per quanto riguarda le startup innovative oggetto del caso di studio. Per le aziende tradizionali, infatti, i metodi utilizzati sono (Pedriali 1999):

- Il *metodo reddituale* che stima i flussi di cassa futuri e i redditi operativi attualizzandoli
- Il *metodo patrimoniale* che stima il capitale economico come somma algebrica del valore corrente degli elementi patrimoniali attivi e passivi del capitale
- Il *metodo dei multipli di mercato* utilizzato per comparare i multipli di società simili a quella che si sta quotando già presenti sul mercato, permettendo una valutazione su base comparativa

Che risultano essere inapplicabili, così come li conosciamo, per la valutazione di startup innovative oggetto del caso di studio essendo quest'ultime totalmente differenti a quelle che da sempre hanno affollato la Borsa (Dusatkova e Zinecker 2016):

- Sono imprese con poca storie alle spalle
- Al momento della quotazione le startup non godono quasi mai di utili
- Fondano il loro valore principalmente su asset intangibili e sulla crescita degli utenti

I risultati della ricerca fatta da Bartov, Mohanram e Seethamraju (2002) in merito alla differenza di valutazione in fase IPO delle imprese Internet e "Non-Internet" dimostrano differenze sostanziali specialmente alla fase iniziale dell'IPO di formazione del prezzo. La

presenza di utili è significativa solo per le IPO di società “Non-Internet”, e non invece per le imprese Internet. I *flussi di cassa positivi* sono significativi per entrambi i campioni, mentre i *flussi di cassa negativi* sono significativi solo per le imprese Internet perché queste sono considerati come investimenti. Ed infine, la *crescita delle vendite* è importante solo per le imprese Internet. Queste differenze ha fatto emergere l’esigenza di riadattare i modelli valutativi usati per le imprese tradizionali per renderli idonei alla valutazione delle imprese Internet. A seguire analizzerò due metodologie analitiche (DCF e opzioni reali) e una empirica (multipli) riadattati per la valutazione delle imprese operanti nel settore di Internet di cui le Unicorn Companies fanno parte.

2.2 Metodologie valutative

- **DFC**

Nel metodo DCF viene rilevato il valore dell'azienda calcolando il valore attuale dei flussi di cassa futuri attraverso un tasso di attualizzazione. Una buona riuscita nell’applicazione del metodo del DCF necessita implicitamente di una situazione in cui

1. I flussi di cassa siano positivi e stimabili
2. Il costo del capitale che incorpora il rischio dell’impresa sia determinabile con un discreto grado di attendibilità

Per le imprese innovative oggetto di studio, emergono quindi diverse questioni applicative che devono essere approfondite e chiarite.

Flussi di cassa

La determinazione dei flussi di cassa futuri delle imprese giovani e tecnologiche risulta molto difficile perché in questo tipo di imprese sembra impossibile ottenere flussi di cassa positivi fino a che la tecnologia non viene “accettata” dal mercato. Si osserva, poi, che successivamente ad una penetrazione maggiore del servizio o prodotto proposto e al completo sfruttamento delle potenzialità offerte dalla rete i flussi di cassa diventano positivi, aumentano rapidamente (Aydin 2015). Per questo, per ottenere una corretta stima dei flussi di cassa, è necessario prendere in esame il mercato potenziale di riferimento con una previsione della quota di mercato che l’impresa sarà in grado di ottenere e mantenere attraverso il calcolo sugli utenti attuali e futuri. Rajgopal, Venkatachalam e Kotha (2000) confermano la relazione tra ricavi futuri e traffico di utenti sia positiva. Tuttavia c’è utenti e utenti ed è necessario considerare nel calcolo gli utenti che possono essere definiti “fidelizzati” sulla base, ad esempio, al tempo di permanenza di

questi nella piattaforma. I cosiddetti “surfes” (utenti occasionali) non possono essere infatti considerabili totalmente come fonte di valore almeno fino a che la società non riesca a trasformarli in fruitori abituali del servizio che offrono. Stimato il numero di utenti attuali è poi indispensabile effettuare anche delle proiezioni sul numero degli utenti futuri attraverso la stima del loro tasso di crescita. A tal fine bisogna identificare alcune informazioni sull’utenza del mercato al quale si fa riferimento, infatti nella stima occorre tenere in considerazione sia l’andamento del tasso di abbandono (churn rate) sia il costo di acquisizione del cliente (rapporto tra investimento in marketing in un determinato periodo e il numero di nuovi clienti acquisiti nello stesso periodo) nonché la generazione di “unrepeat clients” che rappresentano gli utenti che ritornano sulla piattaforma. Dopo essere riusciti a proiettare i ricavi si applicano dei margini economici per definire le grandezze dei flussi di cassa (es EBITDA/Sales), si sommano poi gli investimenti previsti in capitale circolante e in attività fisse ottenendo così le proiezioni per i flussi di cassa operativi dell’impresa. (Livian 2000)

Terminal Value

Più lungo è l’orizzonte temporale scelto entro cui fare la valutazione minore è il peso del Terminal Value. Nella valutazione delle imprese innovative con il metodo dei flussi di cassa attualizzati, uno degli inconvenienti è, come abbiamo precedentemente appurato, che generalmente nei primi anni non vi sono flussi di cassa positivi e quindi scegliendo orizzonti temporali troppo brevi la valutazione potrebbe vedere un peso del TV eccedente.

Variabile fondamentale per il calcolo del TV è il tasso di crescita “g” che, nel caso delle imprese che operano nel settore di Internet, rappresenta quasi l’intero valore dell’impresa stessa e di conseguenza la scelta di un corretto tasso di crescita risulta essere un’operazione delicata ed allo stesso tempo complessa.

A causa dei diversi stadi di crescita, è opportuno essere più attenti a fare previsioni scegliendo tassi di “g” diversi a seconda della fase in cui la startup si trova.

Costo del capitale

Nelle imprese innovative, esistono diversi livelli di rischio sulla base delle diverse fasi del ciclo di vita in cui l’impresa si trova: mentre il rischio è più alto nelle prime fasi, tende ad essere più basso nelle fasi successive. Pertanto, se la valutazione è basata sul metodo del DCF, i rischi di ogni fase devono essere presi in considerazione e i tassi di sconto dovrebbero essere differenziati di conseguenza (Aydin 2015). Per stimare il costo del capitale è applicabile il

metodo CAPM che descrive il comportamento del rendimento di attività finanziarie rischiose. Il tasso di rendimento atteso di un titolo azionario può essere descritto come la somma del tasso di rendimento di una attività priva di rischio e il prodotto tra beta del titolo e il premio per il rischio di mercato.

- Il *tasso privo di rischio*: è il tasso di interesse associato all'investimento in un'attività priva di rischio, il cui rendimento è certo.
- Il *premio per il rischio*: corrisponde al “rendimento extra” rispetto al tasso di un'attività priva di rischio richiesto da un investitore avverso al rischio per essere incentivato ad acquistare il titolo rischioso.
- Il *beta*: è il coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato.

È il calcolo del beta che presenta criticità nel caso delle startup innovative e diversi autori ne hanno approfondito lo studio. Il metodo proposto come il più efficace nei primi anni 2000 per le società che stanno effettuando un'IPO e operano sfruttando le potenzialità di rete è quello che prevede la scomposizione dei fattori che influenzano il beta. I fattori presi in esame sono il tipo di attività (imprese cicliche e non), il rischio operativo e la leva finanziaria che, tra le tre, ha un'incidenza minore essendo queste startup prevalentemente finanziate dal capitale di rischio.

Festel, Wuermseher e Cattaneo (2013) hanno proposto un metodo differente per la scelta del beta sviluppando uno schema di valutazione standardizzato per l'adeguamento del coefficiente sulla base di informazioni contenute nel piano aziendale. Lo schema contiene fattori quali il livello di tecnologia, caratteristiche dei prodotti, l'implementazione, l'organizzazione e gli aspetti finanziari. Il beta di base è di 6,4 calcolato utilizzando un tasso privo di rischio del 4,126% (sulla base dei tassi dei titoli di Stato prima della crisi del mercato finanziaria). Il premio per il rischio scelto è di 5,5% e il tasso di rendimento atteso dagli investitori in investimenti in fase iniziale è risultato essere, in base a loro ricerche, del 39,5%. Il coefficiente di base beta calcolato viene poi adatto ad ogni singola start-up ad sulla base degli elementi sopra citati (esempio in appendice).

- **Multipli**

Il principio che sta alla base del metodo dei multipli è che il valore di una società può essere determinato utilizzando come riferimento le indicazioni fornite dal mercato di società con le stesse caratteristiche rispetto a quella oggetto di valutazione. Data la difficoltà di trovare imprese identiche sotto ogni punto di vista si identificano imprese cosiddette “comparabili” sulla base degli attributi ritenuti più significativi. L’obiettivo della valutazione basata su questo metodo è la stima del valore di una attività sulla base dei prezzi registrati dal mercato per attività simili. La stima del valore di una impresa, attraverso l’utilizzo di questo metodo, avviene individuando per un gruppo di imprese comparabili una relazione tra prezzi e dati di bilancio come utili, ricavi, patrimonio netto, ecc. il cui valore medio si suppone applicabile all’impresa obiettivo. Il rapporto più utilizzato per la valutazione di imprese operanti nel settore di internet è sicuramente quello del fatturato che vede al denominatore il valore delle vendite ($P/Sales$) perché quello utilizzato maggiormente per le imprese tradizionali ($P/Ernings$) non è consigliabile in quanto gli utili in queste società risultano scarsi o addirittura nulli. Sulla base delle considerazioni fatte in precedenza i multipli sul fatturato risultano sicuramente essere i migliori dal momento che il successo di questo genere di società dipende in principalmente dalla quota di mercato che esse riescono a guadagnare e dalla crescita dei loro fatturati, correlati positivamente l’uno all’altro. La differenza nell’utilizzo dei multipli di Borsa nelle imprese tradizionali rispetto alle imprese innovative è l’orizzonte temporale al quale si fa riferimento: mentre i multipli di Borsa sono tradizionalmente costruiti con i prezzi di mercato rapportati all’ultimo dato contabile di bilancio, come il prezzo del titolo in Borsa sugli ultimi utili per azione) per i titoli delle imprese oggetto di studio ciò non è significativo dato la crescita esplosiva dei suoi numeri (Livian 2000). È per questo che solitamente si costruiscono i multipli utilizzando dati di mercato rapportati al fatturato prospettico. I fatturati prospettici presi in considerazione sono in genere relativi a due esercizi successivi a quello attuale. Per stimare i fatturati futuri è necessario stimare il loro tasso di crescita ma essendo i fatturati estremamente volatili e instabili risulta difficile. Le due modalità più in uso sono quelle basate sul tasso di crescita corrente dell’ultimo trimestre (noto come “run rate”) e quelle basate sul fatturato per utente ($Revenue/User$). Per quest’ultimo metodo è necessario prima determinare il fatturato medio per utente per poi effettuare proiezioni sul numero di utenti che si pensa di raggiungere nel mercato e moltiplicarlo per la media ricavata al primo step. I multipli possono essere utilizzati per ottenere stime veloci del valore dell’impresa e sono particolarmente efficaci quando esiste un consistente numero di aziende confrontabili e il mercato stabilisce per

quest'ultime prezzi "corretti" (Pedriali 1999). Fattori non scontati nella tipologia di imprese oggetto del caso di studio.

- **Opzioni reali**

Le principali problematiche valutative di imprese innovative derivano dall'intangibilità dei suoi asset e dal fatto che l'eventuale presenza di utili/perdite o flussi di cassa positivi/negativi realizzati al momento della valutazione non sono un buon indicatore della futura capacità dell'impresa di generare flussi di cassa essendo il mercato in cui esse operano in continuo cambiamento e governato quindi dall'incertezza. E' necessario perciò applicare metodi che vanno oltre i flussi di cassa attuali, che siano in grado di valutare un'azienda nella sua componente più strategica vista la crescente tendenza del mercato finanziario a scontare nel prezzo di titoli azionari il valore prospettico derivante soprattutto dagli asset intangibili. Una metodo che può tornare utile per la gestione degli investimenti e valutazioni di imprese che operano nell'incertezza è quello delle "opzioni reali".

L'opzione reale è il diritto, senza obbligo, di conseguire un vantaggio derivante da un'opportunità in un ambiente caratterizzato da incertezza. Essa fornisce la struttura teorica per immaginare opportunità e minacce come opzioni reali. L'elemento che determina l'esistenza di un'opzione è perciò l'incertezza. L'accezione di incertezza in questo caso racchiude elementi positivi e non solo negativi. Nel caso delle startup innovative l'incertezza, essendo elevata, riveste un ruolo predominante sulle aspettative economiche della vita della stessa e per questo motivo le opzioni reali si prestano come un idoneo strumento di valutazione.

Funziona così: il soggetto A paga una somma di denaro, detta *premio*, al soggetto B per potersi riservare il diritto di acquistare, *opzione call*, o vendere, *opzione put*, un certo asset, il cui valore di mercato nel tempo è variabile, a un prezzo precedentemente concordato, *prezzo d'esercizio*, ad una scadenza prestabilita oppure entro la scadenza. Il valore attribuibile a un'opzione reale, che si concretizza nel premio pagato per fruire del diritto d'opzione, è funzione dell'incertezza, che a sua volta racchiude minacce e opportunità legate ai possibili eventi che possono verificarsi in futuro e che l'impresa, reagendo agli stimoli ambientali, potrà cogliere. Le opportunità e le minacce alimentano un meccanismo di creazione e distruzione di opzioni attive e passive che incide sul valore complessivo dell'azienda. Questo metodo permette di rimandare le decisioni dell'impresa a quando si avranno più informazioni attraverso l'applicazione di diversi tipi di opzione che Amram e Kulatilaka (2000) hanno classificato come:

- *L'opzione di espansione*: consiste nell'opportunità di incrementare la scala dimensione del progetto se le condizioni di mercato sono più favorevoli del previsto.
- *L'opzione di differire*: è l'opportunità di differenziare l'avvio del progetto al momento più opportuno quando c'è la possibilità che, all'interno del periodo di differimento, accada qualcosa che muti il valore del progetto da realizzare.
- *L'opzione di cambiamento*: è l'opportunità di adattare un progetto o cambiarlo in un investimento alternativo.
- *L'opzione di abbandonare*: è l'opportunità di dismettere un progetto ricevendo in cambio un valore di uscita.
- *L'opzione di contrazione*: è l'opportunità di ridimensionare il progetto originario per rispondere, ad esempio, ad evoluzioni imprevedibili del mercato.
- *L'opzione di sospensione del progetto*: è l'opportunità di interrompere momentaneamente una determinata attività, senza compromettere la possibilità di riattivarla in futuro.

Attraverso l'utilizzo di questo metodo il valore di un asset può essere calcolato attraverso la somma tra il suo valore attuale e il valore attuale delle sue opzioni di sviluppo. Livian (2000) propone l'utilizzo del modello delle opzioni reali per calcolare il valore di una impresa digital, quest'ultimo può essere visto come una possibilità di opzione in cui il prezzo di esercizio, corrisponde al capitale investito dall'impresa per riuscire ad accaparrarsi il maggior numero possibile di utenti. Il valore attuale del sottostante è pari al prodotto del numero di utenti dell'impresa e per il valore per utente. L'applicazione dello strumento delle opzioni reali viene utilizzato da Schwartz e Moon (2000) capitale addirittura per dimostrare la razionalità delle valutazioni delle imprese Internet sostenendo che le valutazioni di queste ultime possono essere credibili se i tassi di crescita dei ricavi sono sufficienti alti.

Oltre alle considerazioni quantitative, gli investitori spesso si basano su metodi qualitativi per giudicare le opportunità di investimento come hanno dimostrato Van Osnabrugge e Robinson (2000) che hanno classificato i 27 criteri più significativi per gli investitori ed è risultato che i fattori più rilevanti sono l'entusiasmo dell'imprenditore, la sua serietà, il potenziale di vendita del prodotto e le competenze dell'imprenditore, in quest'ordine. Anche altri autori (Haines, Madill e Riding 2003) considerano la figura dell'imprenditore fondamentale nella valutazione fatta da un investitore come anche altri fattori del capitale umano: le competenze, l'esperienza, il successo, la personalità dell'imprenditore e del team. Mason e Stark (2004) identificarono l'importanza dei numeri e di fattori verificabili come le vendite oppure la protezione dei brevetti

oppure altri autori (Gompers e Lerner 2000) sostengono che ad influenzare gli investimenti sia la struttura del sistema fiscale.

Il riadattamento delle metodologie valutative sopra esposte ha preso piede negli anni 2000 quando si è avuto a che fare per la prima volta con la quotazione in Borsa delle cosiddette Dot Com. Queste imprese hanno molti aspetti in comune con le Unicorn Companies e non hanno avuto un destino affatto roseo.

2.3 Dot Com: la prima bolla tecnologica

Le Dot Com sono aziende il cui business si basa principalmente sull'utilizzo di Internet. La fase di tracollo del settore iniziò nel 1994 con la quotazione in Borsa di Netscape, la società che per prima sviluppò un browser commerciale. Questa bolla speculativa fonda le sue radici nell'entusiasmo degli investitori per la nuova fase di sviluppo determinata dalle soluzioni e dei servizi Internet applicate ad ogni aspetto della vita, anche lavorativa, attraverso la creazione dei primi service provider e la fornitura delle infrastrutture di rete. Gli investitori diedero una fiducia totale alla nuova economia che si stava formando investendo smodatamente in essa e il tracollo fu inevitabile: si assistette ad un rapido crollo degli indici del Nasdaq (indice borsistico dei principali titoli tecnologici della Borsa statunitense), che dal valore record del 10 marzo 2000 di 5.132,52 punti perse il 9% in tre giorni innescando poi la caduta delle quotazioni che portò alla scomparsa di molte Dot Com. Questo ciclo terminò a cavallo tra il 2001 e il 2002. Tuttavia ciò che è successo nel marzo del 2000 può essere utilizzato come una lezione importante per diverse ragioni. Innanzitutto perché fu l'episodio principale dell'aumento di volatilità dei mercati, che negli ultimi decenni ha generato cicli di crescita e decrescita sempre più violenti e poi perché il tracollo dell'indice Nasdaq verificatosi è l'emblema di quello che l'innovazione disruptive può causare. Lezioni però solo in parte applicabili alla nuova situazione che si sta creando a Wall Street di cui le Unicorn Companies sono protagoniste.

2.4 Unicorni come le Dot Com?

Nel suo consueto rapporto sulle IPO, Ernst&Young segnala che nella prima metà di quest'anno ci sono state 772 nuove quotazioni per una raccolta complessiva di 83,4 miliardi di dollari. Rispetto al primo semestre dell'anno scorso il numero delle società che hanno scelto di quotarsi in Borsa è aumentato del 70% e, in termini di controvalore collocato, la crescita è stata del 90%. I valori riscontrati in questo primo semestre sono i valori più alti dal 2007 ad oggi. I numeri del mercato delle IPO lo dimostrano in maniera inequivocabile: nel primo semestre di quest'anno ci sono state 80 matricole che hanno raccolto 22 miliardi di dollari di nuovo capitale e il settore

tecnologico è quello che in percentuale ne ha assorbito di più. In particolare il settore della tecnologia di cui fanno parte le Unicorn Companies con il 16,2% rappresentano la percentuale più alta rispetto agli altri settori in relazione al capitale ottenuto e con 13 punti è quello che dà più guadagno. Più nello specifico i dati più recenti che riguardano gli Stati Uniti emersi nel report della CB Insight “Tech IPO 2017” mostrano che da gennaio 2017 ad oggi ci sono 86 società private statunitensi classificabili come Unicorni che hanno deciso di presentare un IPO, rispetto alle 80 dell'anno scorso.

Ultimamente ci si chiede se c'è il rischio che il fenomeno degli Unicorni rischi di diventare una bolla e quindi di esplodere. Sono le valutazioni da pazzi delle startup tecnologiche che si assistono negli ultimi anni che fanno pensare ad una nuova bolla tecnologica. I valori attribuiti sembrano infatti non essere sostenibili nel lungo periodo oltre al fatto che non si sa quanto siano attendibili dato le difficoltà valutative precedentemente esposte. È interessante notare come il tasso al quale i loro valori sono aumentati è di tre volte superiore rispetto a solo un decennio fa e quindi il loro tempo medio per raggiungere tali valutazioni è stato solo di sei anni dalla data di fondazione.

Sono state diverse le ragioni che hanno portato a questo fenomeno:

- *L'esuberanza irrazionale*: ad alimentare la bolla finanziaria è sicuramente stato il fenomeno sociale degli ultimi anni che vede con troppo entusiasmo tutto ciò che riguarda la sfera di Internet e le nuove tecnologie anche grazie all'utilizzo da parte delle aziende di strategie comunicative di storytelling per convincere senza troppa difficoltà i potenziali investitori di un valore che effettivamente in termini di fatturato non c'è.
- *Le banche centrali*: le smodate quotazioni di Borsa delle imprese operanti nel settore tecnologico avuto inizio nel 2009 e protratto fino ad oggi è stato inoltre favorito dalle politiche monetarie delle banche centrali. Sono state proprio le banche che, stampando moneta e riempiendo i mercati di liquidità hanno aiutato le Borse a raggiungere livelli record. Nonostante la Fed negli ultimi mesi alzasse i tassi di interesse USA, le altre banche centrali hanno continuato a immettere liquidità i mercati e nel mese di aprile hanno complessivamente stampato 350 miliardi di dollari, a maggio 300 e a giugno oltre 100. Questa iniezione di liquidità potrebbe però venire meno, infatti alcune banche centrali mondiali stanno preparando il terreno per la riduzione di quest'ultima. Questo potrebbe avere un effetto distruttivo sulle Borse a meno che le banche centrali non riescano ad applicare le politiche monetarie restrittive previste senza creare effetti negativi sull'economia.

- *Il ruolo dei VC*: a gonfiare la bolla delle startup hanno sicuramente contribuito i Venture Capitalist infatti gran parte degli Unicorni hanno come azionisti fondi comuni o banche che attribuiscono differenti prezzi per le azioni di una stessa startup analizzando in quanto non ci sono criteri validi e universali per stimare quanto si incasserebbe dalla vendita delle azioni non quotate. Inoltre la concorrenza tra i VC per il finanziamento delle imprese innovative può generare valutazioni impressionanti. Cogman e Lau (2016) danno molta importanza alla dimensione geografica sostenendo che diversamente dagli altri fondi di investimento quelli che si occupano di aziende tecnologiche tendono più o meno tutti a rivolgersi alle poche aziende interessanti e spesso solo a quelle all'interno della loro zona geografica di azione. Appare chiaro che vi è meno flessibilità rispetto ad altre forme di investimento e ciò porta a creare una sopravvalutazione delle aziende tecnologiche che avviene appunto, diversamente dalla bolla del 2000, prima della quotazione in Borsa. La differenza sostanziale con la bolla tecnologica del 2000 è proprio questa, a quel tempo infatti le super valutazioni furono fatte sulle aziende quotate, quindi dal mercato azionario, mentre oggi sono fatte sulle aziende prima della quotazione.
- *La natura del business*: per la natura del business delle aziende tecnologiche, come si è spiegato in precedenza, “chi arriva prima prende tutto”. In altre parole il mercato non può venire dominato da molte società, vi sarà un leader che si accaparrerà tutto il mercato e le altre società tenderanno a scomparire.

Riassumendo, la situazione non va sottovalutata soprattutto perché le quotazioni arrivano in un momento in cui molte Borse a partire da quella degli USA sono ai massimi storici e perché le quotazioni delle aziende sono mediamente molto elevate: il rapporto tra il prezzo di utili in America è ai massimi dal 2001. Inoltre il ciclo espansivo dei mercati è stato determinato da due propulsori che presto potrebbero non esserci più: le politiche ultra espansive delle banche centrali e la crescita economica. La domanda se siamo o meno di fronte ad una nuova bolla tecnologica è legittima: sarà interessante vedere come il mercato reagirà quando i propulsori verranno meno. In conclusione alla luce dei dati esposti e le considerazioni fatte sembra che tutti gli ingredienti per una sorta di bolla settoriale (tecnologica) ci siano e che l'eccessivo ottimismo nel mercato USA verrà sicuramente placato con aggiustamenti nelle valutazioni che riguarderanno principalmente il mercato privato delle imprese tecnologiche e gli investitori che ne fanno parte perché inverosimili

rispetto alla realtà. Per questo tipo di imprese la crescita potenziale viene valutata di più rispetto alla effettiva redditività ma valutazioni fuori misura come queste hanno bisogno di trovare riscontro nei ricavi altrimenti possono essere molto difficili da sostenere. Inoltre la sostenibilità delle valutazioni dipenderà anche dalla capacità delle banche centrali di normalizzare la politica monetaria mantenendo un forte crescita economica così da giustificarle altrimenti la bolla sarà destinata a scoppiare.

Sezione II

IL CASO SNAPCHAT

La Snap Inc, società fondatrice di Snapchat, l'applicazione per smartphone che consente di inviare, ricevere e condividere foto e video che si autodistruggono, ha scelto di quotarsi in Borsa raggiungendo una capitalizzazione ben al di sopra di ogni più rosea aspettativa. Nulla di strano, se non fosse che è dal 2011 (data in cui è stata fondata) che non ha un bilancio in attivo. I ricavi crescono ma sono decisamente inferiori rispetto alle perdite. Nonostante la (molto) poco brillante situazione economica in cui si trova la società, attraverso il calcolo del “price to sales ratio” (rapporto tra il prezzo di una singola azione e i ricavi per azione) si scopre che questa si è presentata sul mercato con una valutazione che supera di 47 volte il proprio fatturato. Prima di lei anche altre società innovative hanno visto essere la loro valutazione di molto superiore rispetto ai risultati economici effettivi: Facebook, ad esempio, si è presentata sul mercato la prima volta con una valutazione di 23 volte il suo fatturato, oppure Google, con una valutazione di 15 volte superiore. La Snap Inc, il 2 marzo 2017, data in cui si è presentata alle porte della New York Stock Exchange, è quella che più di tutte ha confermato la tendenza a (sopra?)valutare in maniera consistente le società innovative. La società nacque nel 2011 (solo sei anni fa) dall'idea di tre studenti della Stanford University: Evan Siegel, oggi CEO della Snap Inc, Bobby Murphy, co-founder e Reggie Brown, oggi uscito dall'azienda. All'inizio erano 127 gli utenti, ad oggi invece sono 158 milioni i fruitori di Snapchat. In soli sei anni, la startup nata da questi tre giovanissimi studenti è riuscita a debuttare in Borsa con una valutazione da record, raggiungendo una quotazione pari a 33 miliardi di dollari. Vale la pena quindi approfondirne il caso verificando se una valutazione entusiasmante di questo tipo sia destinata a perdurare nel tempo. I dati su cui mi sono basata per svolgere la mia analisi derivano principalmente dal prospetto informativo che la Snap Inc è stata obbligata a redigere per la SEC (Securities and Exchange Commission: ente statunitense preposto alla vigilanza della Borsa valori) e dai dati di Borsa forniti dai siti delle due Borse statunitensi NYSE e NASDAQ.

3. La storia

Loro si definiscono così:

“Snap Inc. is a camera company.

We believe that reinventing the camera represents our greatest opportunity to improve the way people live and communicate.

Our products empower people to express themselves, live in the moment, learn about the world, and have fun together.”

Nella primavera del 2011 i tre studenti universitari si incontrano e, unendo ingegno e inventiva danno vita a Picaboo, la prima versione di quello che tutti oggi chiamiamo Snapchat. L'idea originaria era quella di creare un'app che avesse la peculiarità di inviare foto che, dopo pochi secondi, si autodistruggessero. La prima versione venne lanciata nell'App Store a luglio 2011 senza suscitare però la curiosità sperata: a scaricarla, infatti, furono soltanto 127 utenti. L'elemento innovativo doveva infatti essere la possibilità di garantire all'utente che la foto da lui inviata non sarebbe stata immagazzinata in nessun tipo di sistema digitale, assicurandogli la totale scomparsa del file. Tuttavia, la funzionalità "screenshot" che ogni smartphone possiede ha reso totalmente inefficace l'idea iniziale. Così, i tre studenti universitari, hanno inserito una funzionalità in più cioè la possibilità, per l'utente, di vedere chi, attraverso lo screen, salva nel proprio dispositivo la foto da lui inviata. Nel settembre 2011 Picaboo diventa Snapchat, viene inserita la possibilità di fare foto direttamente dall'app e viene rilanciata. Il 2012 è l'anno in cui viene data la possibilità non solo di fare e inviare foto, ma anche video della durata massima di 10 secondi. Essendo fondamentale, in un'app di socializzazione e comunicazione come Snapchat, la base utenti i fondatori decidono di incrementare il numero di utilizzatori lanciando Snapchat nella versione per Android. Nell'aprile 2012 il numero di fruitori raggiunge quota 100mila. La svolta però avviene nel 2013. In questo anno vi è infatti l'introduzione del vero elemento di appeal dell'applicazione: le Stories. Le Stories sono una serie di foto e video fatti dall'utente durante la giornata che vengono raccolti tutti nella stessa "cartella" digitale con la possibilità di vedere da quali utenti sono visualizzate e da quali sono "screenshottate", che spariscono al termine della giornata stessa. L'applicazione dimostra di avere grande potenziale, i finanziamenti continuano a crescere e anche la base utenti tanto che, niente meno di Mark Zuckerberg (fondatore di Facebook) fa un'offerta a Siegel per rilevare la società. Offerta che viene però rifiutata da Siegel e da qui una risposta concorrenziale da parte Zuckerberg senza esclusione di colpi, ma questa è un'altra storia...E' nel 2014 che Snapchat diventa anche una piattaforma con cui le aziende possono fare business. L'app infatti nell'ottobre di quell'anno ha introdotto la possibilità per le imprese di inserire annunci pubblicitari e di acquistare filtri creati ad hoc per il proprio brand. Oltre a questo, viene data la possibilità agli utenti di contribuire all'incremento dell'audience di un evento di pubblico interesse inserendo in una Story pubblica foto e video inerenti all'evento da sponsorizzare. Siamo nel 2015 quando gli utenti raggiungono quota 75 milioni e vengono introdotti dei componenti più "ludici" come Lenses che permette di inserire emoticon, colori e adesivi nella propria foto o nel proprio video oltre alle varie "maschere" in continuo aggiornamento che tutti abbiamo usato o di cui abbiamo sentito parlare che consentono all'utilizzatore di avere ad esempio orecchie da coniglio, o una corona di fiori sulla testa, oppure sputare fuoco, o ancora, vomitare arcobaleni. Alla base di questa tecnologia

che all'apparenza sembra frivola c'è Lookery, una start-up che si occupa di riconoscimento facciale acquistata nel settembre del 2015 da Snapchat per 150 milioni di dollari. A settembre 2016 poi la società cambia nome diventando "Snap Inc" per tentare di ampliare la propria offerta evitando di essere associata alla sola app Snapchat che, però, è quella a cui devono il successo. La Snap Inc, lancia Spectacles, degli occhiali da sole dotati di videocamera e di un piccolo display led che consentono, una volta collegati al proprio smartphone, di fare video e condividerli direttamente su Snapchat. Non sembra però che stiano riscuotendo grande successo. A novembre, poi, l'importante decisione di quotarsi in Borsa, facendo richiesta per presentare una IPO che ammonta a 25 miliardi di dollari.

4. Il business

4.1 Il fattore del successo

Si potrebbe riassumere il successo di Snapchat con una parola: autenticità. L'app ha rivoluzionato il mondo dei social network proprio puntando sul concetto di spontaneità e verità andando sicuramente contro corrente rispetto ai competitor che dominavano il mercato. La concorrenza tra Facebook, Instagram e Twitter, le tre più grandi piattaforme social del tempo, era spietata in quanto i fattori critici di successo in termini di funzionalità offerte erano molto simili tra loro. L'utente che usa questi social sa che i contenuti condivisi concorrono a formare la sua personalità e la sua reputazione virtuale e, inevitabilmente, anche reale in quanto le frasi, le foto o i video che decide di "postare" vanno ad accumularsi nella sua bacheca personale giorno dopo giorno creando una sorta di diario della sua vita. Sì, i contenuti possono essere eliminati ma viene tutto documentato per via digitale tanto che, ad oggi, si presta molta più attenzione riguardo i contenuti condivisi perché si ha paura che, nel prossimo futuro, questi potrebbero essere usati "contro di noi". Per fare un esempio, da quando si è affermata la tendenza dei datori di lavoro di guardare la pagina social del candidato magari ci si pensa bene se è il caso di mettere o no il "like" alla pagina di questo o quel politico o si evita di postare nella propria bacheca quella foto dove hai un cocktail in mano e la faccia non propriamente professionale. Con Snapchat tutto è stato diverso. L'app si è adeguata al periodo storico che stiamo vivendo di precarietà andando sicuramente nella direzione opposta rispetto agli altri social. Se prima di condividere una foto su Facebook ci pensiamo 2 o 3 volte con Snapchat sappiamo che, dopo sole 24 ore la tua foto sparirà da ogni server presente sul globo e ci sentiamo subito più tranquilli. E allora spazio alla creatività e al divertimento senza conformarsi alla necessità di perfezione e bellezza richiesta, ad esempio, da un social come Instagram per avere

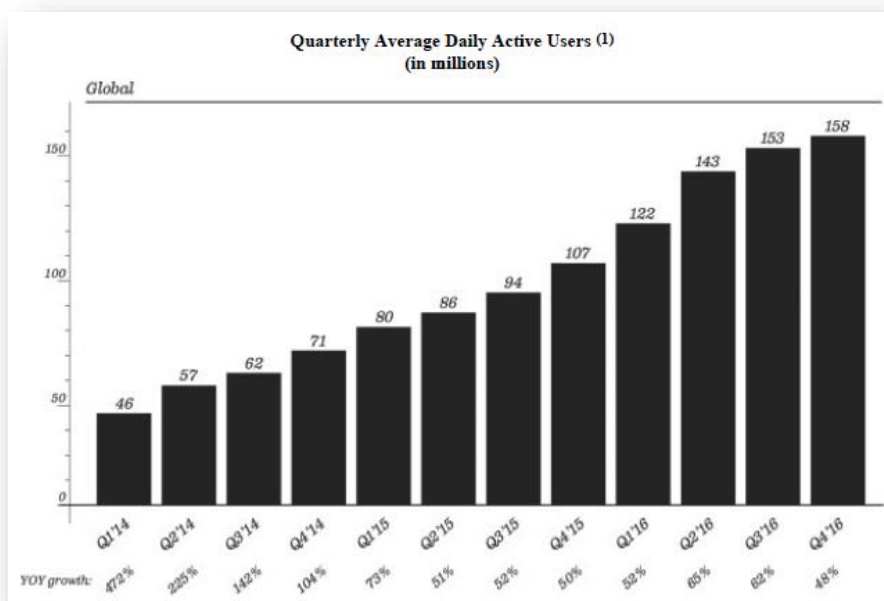
quanti più like possibili. Oggi decido di assomigliare ad un coniglio, domani invece voglio vomitare arcobaleno e dopodomani decido di postare un video di 10 secondi dove parlo male di qualcuno, tanto le persone dimenticano in fretta. Non a caso il simbolo di Snapchat è proprio un fantasma per simboleggiare la natura effimera dei contenuti che compaiono sull'app.

4.2 I potenziali rischi

Il business di questa società non è certo immune da numerosi rischi e incertezze: il suo ecosistema di inserzionisti e partner dipende dalla sua base di utenti. Il tasso di crescita degli utenti della Snap Inc potrebbe diminuire nel tempo se questa non riuscisse a mantenere l'appeal, danneggiando inevitabilmente l'attività. Snapchat, inoltre, dipende dall'efficace funzionamento dei sistemi operativi mobili, hardware e reti che, però, non sono sotto suo diretto controllo: la Snap Inc dipende da Google per i servizi di computing, stoccaggio dati e banda larga. Le modifiche di questi servizi possono compromettere seriamente il buon funzionamento dell'applicazione. Per questo, tre giorni prima della consegna dei documenti per la quotazione, Siegel ha firmato un contratto da 2 miliardi di dollari che vincola le due società per i prossimi cinque anni. Inoltre, generando sostanzialmente tutti i ricavi grazie alla pubblicità, la mancata attrattiva di nuovi inserzionisti, la perdita di questi o una riduzione della loro spesa media, ridurrebbero esponenzialmente le entrate. Operando in un settore ad alta competitività e in continuo cambiamento c'è il rischio di effettuare investimenti in nuove linee di business che potrebbero non riuscire ad attirare o mantenere gli utenti. Il valore della società si fonda sulla genialità e capacità del personale chiave, l'insuccesso di attirare e mantenere personale qualificato causerebbe un disgregamento del successo della società stessa. Inoltre, essendo di nuova costituzione, la società, ha una breve storia operativa e questo rende difficile valutare le prospettive e risultati futuri. Operando in un settore relativamente nuovo le stime circa l'andamento potrebbero essere imprecise e compromettere la reputazione della società.

4.3 Gli utenti

I fondatori fin dal 2011, data in cui è stata creata la società, hanno imposto una sorta di segretezza in merito ai risultati della Snap Inc finché questo è stato possibile. Infatti, fin quando non ha deciso di quotarsi in Borsa, non ha mai avuto l'obbligo di rendere pubblici i propri conti ma, a novembre del 2016, la Snap Inc ha incontrato la SEC e ha dovuto dichiarare l'andamento della società.



E' emerso che, dal 2011 ad oggi, la società non ha mai chiuso un bilancio in positivo. Per questo genere di startup, comunque, non è un caso essere in perdita i primi anni di esistenza in quanto i ricavi dipendono direttamente dalla base utenti che l'applicazione possiede. Per quanto riguarda questo dato, Snapchat, ha visto crescere i suoi utilizzatori del 48% dal 2015 al 2016 raggiungendo 158 milioni di utenti attivi. Il solo dato numerico sembra essere un buon risultato ma se analizziamo l'incremento in maniera approfondita notiamo che la crescita della base utenti è avvenuta principalmente nei primi due trimestri del 2016 arrestandosi quasi completamente durante il quarto trimestre. La società ha rassicurato gli investitori sostenendo che la mancata crescita a cavallo del quarto trimestre è dipesa da problemi tecnici riscontrati a seguito degli aggiornamenti dell'app.

4.4 Le perdite

Dal conto economico presentato dalla Snap Inc nella sua relazione per la SEC si nota che la perdita netta, dal 2015 al 2016, è aumentata di ben 141 milioni di dollari, nonostante i ricavi siano cresciuti in maniera esponenziale passando da 58,663 milioni nel 2015 a 404,482 milioni nel 2016. L'aumento della perdita netta è stata principalmente dovuta ad un aumento dei costi del venduto e delle spese operative, che hanno più che compensato la crescita dei ricavi del periodo. L'aumento dei costi del venduto è stato principalmente correlato ai costi di hosting e

all'aumento dei ricavi dei partner della società. L'aumento delle spese operative è invece principalmente dipeso all'aumento del personale.

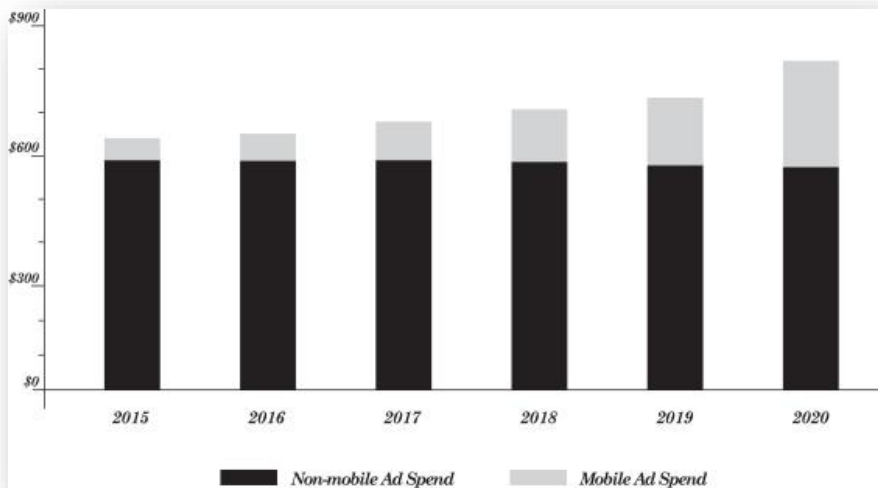
4.5 Le opportunità

Nonostante la poco rosea situazione economica, la Snap Inc ha deciso di approdare nel mercato borsistico. Consci dei loro risultati non propriamente appetibili, durante gli incontri organizzati per promuovere la società in vista della “pubblica offerta iniziale” (IPO), la Snap Inc ha chiesto fiducia agli investitori invitandoli a concentrarsi sulle potenzialità che la startup possiede: “*non guardate dove siamo ora, ma dove potremmo essere tra un anno e oltre grazie agli attuali ritmi di crescita*”. Quindi in sede di IPO, per convincere gli investitori sulle potenzialità della Snap Inc, ha calcato la mano sulla crescita esponenziale dei suoi numeri:

- Nel 2016, hanno registrato ricavi per 404,5 milioni di dollari rispetto ai ricavi di 58,7 del 2015, con un incremento di oltre 6 volte.
- Il ricavo medio per utente negli ultimi tre mesi del 2016 è stato di 1,05 dollari, rispetto ai 0,31 dollari del 2015.
- Nel 2016 il Cash Flow è stato pari a 677,7 milioni di dollari rispetto ai 325,8 milioni del 2015.

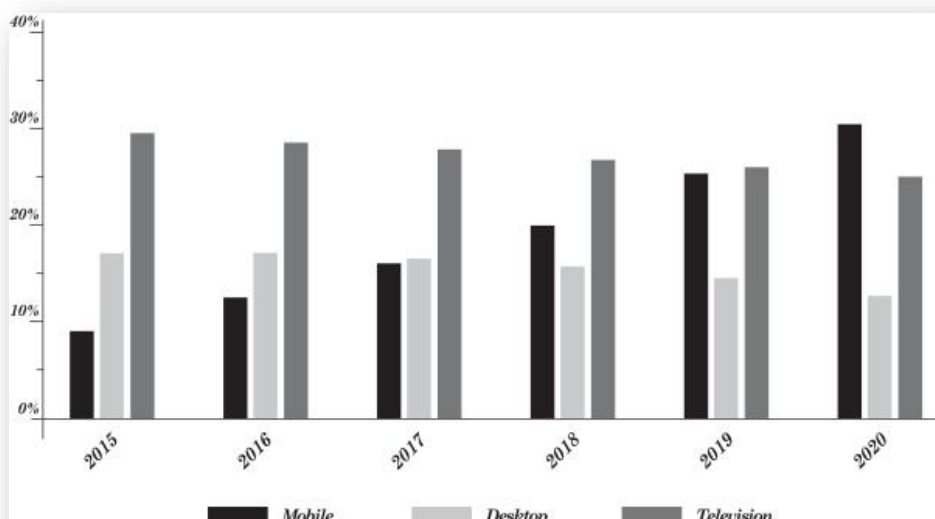
I ricavi generati derivano principalmente dalla pubblicità, in particolare dallo sfruttamento delle potenzialità del nuovo mercato che va delineandosi nell'ultimo periodo: la *pubblicità su dispositivi mobili*. La loro capacità di incrementare i ricavi (principale valore su cui si basano gli investitori per questa tipologia di società, come ampiamente discusso precedentemente) è quindi influenzata dalla dimensione e dalla crescita del mercato della pubblicità su dispositivi mobili nonché dalla dimensione e dalla crescita della base utenti. Più precisamente, la loro capacità di incrementare le entrate dipende in gran parte dalla loro capacità di aumentare il ricavo per utente nei principali mercati pubblicitari.

Secondo i loro approfondimenti la spesa mondiale in pubblicità dovrebbe crescere esponenzialmente passando da 652 miliardi di dollari nel 2016 a 767 miliardi di dollari nel 2020. In particolar modo, il segmento con il tasso di crescita più veloce, sarà proprio quello della pubblicità su dispositivi mobili che dovrebbe passare da 66 miliardi di dollari nel 2016 a 196 miliardi di dollari nel 2020.



Il fattore principale responsabile di questa crescita è il passaggio dell'attenzione delle persone dai dispositivi tradizionali (es televisione) a quelli di nuova generazione (smartphone, tablet, ecc). Questa tendenza, inoltre, è particolarmente pronunciata tra i giovani tra i 18 e i 24 anni: fascia d'età degli utenti di Snapchat. Secondo l'approfondimento condotto dalla società, nel 2016 le persone comprese nella fascia d'età che va dai 18 ai 24 anni hanno trascorso in media il 35% di tempo in meno guardando la televisione rispetto al 2010. Poiché le persone spendono meno tempo sui media tradizionali, diventa più difficile per gli inserzionisti raggiungere la stessa platea di persone che riuscivano a raggiungere nel passato. Dall'altro lato, poiché il tempo impiegato sul cellulare cresce, gli inserzionisti possono trasferire la loro spesa pubblicitaria prima dedicata ai dispositivi tradizionali, ai dispositivi mobili incrementando così le entrate della Snap Inc.

Percentuale di tempo trascorso sui principali media negli Stati Uniti:



Inoltre, oltre il 60% dei loro utenti attivi provengono dai Paesi che spendono di più nel settore della pubblicità ed in particolare nel segmento della pubblicità su dispositivi mobili.

Country	Total Advertising Spend (in billions)		Mobile Advertising Spend (in billions)	
	2016	2020	2016	2020
United States	\$ 254.8	\$ 291.4	\$ 32.4	\$ 88.8
China	86.4	109.7	12.0	55.1
Japan	38.8	40.0	2.3	3.6
United Kingdom	23.5	26.3	4.1	9.8
Germany	17.9	21.0	1.1	3.0
France	12.3	14.3	0.8	2.2
Australia	11.9	14.2	1.4	4.5
Brazil	10.6	12.7	0.2	0.7
Canada	8.5	11.9	1.0	2.9
Italy	8.2	9.4	0.7	2.3

Alla luce dei dati sopra esposti, nonostante le ingenti perdite e i numerosi rischi, la Snap Inc è riuscita ad acquisire piena credibilità agli occhi degli investitori con la sola promessa di riuscire a carpire le nuove opportunità che il mercato offre.

5. La quotazione in Borsa

Il 2 marzo 2017 la Snap Inc ha debuttato a Wall Street superando ogni aspettativa. La società, che ha collocato inizialmente le azioni a 17 dollari ciascuna, ha visto salire il prezzo della stessa fino a 25,99 dollari, per poi chiudere a 24,48 dollari (+44%). Così la società ha raggiunto una capitalizzazione di mercato di circa 33 miliardi di dollari, riuscendo a farsi pagare circa 47 volte il proprio fatturato. Sembra quindi che, ai nuovi sottoscrittori, non interessino né le informazioni sulle ingenti perdite contratte dalla Snap Inc né il fatto che gli azionisti non avranno nessun tipo di diritto di voto. Infatti le categorie di azioni previste sono tre: “Common A Shares”, “Common B Shares” e “Common C Shares”. I diritti dei titolari derivanti da queste tre diverse categorie di azioni, Classe A, Classe B e di Classe C sono identiche, tranne per quanto riguarda i diritti di voto, conversione e trasferimento. Il titolo di Classe A è senza diritto di voto: chiunque acquisti il titolo di Classe A in questa offerta non avrà pertanto alcun potere di influire sulle decisioni strategiche della Snap Inc. Ogni azione di Classe B dà diritto ad un voto ed è convertibile in azioni di Classe A. Le azioni di Classe B sono state vendute solo a pochi eletti. Ogni azione di Classe C dà invece diritto a dieci voti ed è convertibile in azioni di Classe B. E’ stato deciso che i titolari di questa ultima categoria di azioni saranno solo o un fondatore o un

dirigente oppure un direttore della società (in un nome e un cognome Evan Siegel e Bobby Murphy) che avranno circa l'88,5% del potere di voto complessivo. Così i fondatori, oltre al diritto di decidere in totale autonomia le sorti della società potranno avere anche campo libero riguardo ad una voce che pesa molto nei conti della Snap Inc cioè i propri salari. Nel 2016 il CEO ha incassato 2,4 milioni di dollari di benefit e ha speso altri 890mila dollari per la sua sicurezza personale. Come avevano dichiarato Siegel e Murphy nella relazione per il SEC, non era possibile prevedere l'impatto che la decisione di rimettere il completo controllo nelle loro mani poteva avere sul prezzo di Borsa o sul business infatti non era mai successo nella storia della Borsa statunitense di vendere titoli che escludessero categoricamente i sottoscrittori dalla vita della società ma prevedessero solo il diritto al dividendo che, trattandosi di una azienda della new economy, non paga e non pagherà per diversi anni. Questo però sembra non aver scalfito l'interesse dei sottoscrittori che gli hanno consentito di ottenere "l'IPO tech" più grande degli ultimi anni.

5.1 L'IPO

Da cosa è dipeso, allora, la straordinariamente elevata Offerta Pubblica Iniziale? Si può presupporre che il successo sia dipeso da diversi fattori:

- L'attesa da parte degli investitori di *una nuova IPO di un'azienda operante nel settore dell'high tech*, infatti, le startup della Silicon Valley con valutazioni già oltre al miliardo di dollari, hanno da sempre preferito mantenersi fuori dal mercato azionario evitando le insidie e incognite che lo caratterizza, riuscendo comunque a raccogliere ingenti investimenti per poter crescere.
- Il successo della IPO della Snap Inc è frutto in larga parte della *decisione dei fondatori di come organizzare la distribuzione delle azioni*. L'offerta è infatti stata molto limitata: su un totale di 200 milioni di azioni emesse, circa 170 milioni erano già prenotate e assegnate a gruppi di investimento, alcuni con il vincolo di tenerle almeno per un anno. Solo il 15% delle azioni erano quindi libere di essere acquistate, questo ha portato inevitabilmente ad un aumento di prezzo.
- Inoltre, come ampiamente esposto ed appurato in questo elaborato, gli investitori che puntano su questa tipologia di società si concentrano principalmente sulla crescita del network e la capacità di monetizzare quest'ultimo sfruttando nuove opportunità.

Snapchat, godendo di una base utenti con un target che va dai 18 ai 24 anni è molto papabile per chi fa pubblicità sui dispositivi mobili (nuovo mercato in crescita) quindi, nonostante le ingenti perdite, si ha molta *fiducia sul futuro di questa applicazione*: sia sulla sua crescita in termini di utenti e quindi, positivamente correlati, anche sui risultati economici conseguibili.

L'interesse destato da questa società ha permesso di raggiungere una IPO da record ma gli investitori possono comunque abbandonare Snapchat rapidamente qualora la società non dimostrasse di essere in grado di trasformare il suo successo in numeri inconfutabili.

5.2 I primi tre mesi in Borsa

Dopo il brillante debutto in Borsa, le azioni di Snapchat hanno visto crollare rapidamente il loro valore scendendo alla preoccupante soglia di 17 dollari ad azione (prezzo iniziale di quotazione). La Snap Inc infatti, a seguito della pubblicazione dei suoi risultati trimestrali, ha visto crollare le azioni del 23%. Nel conto economico pubblicato dalla società del primo trimestre dell'anno si



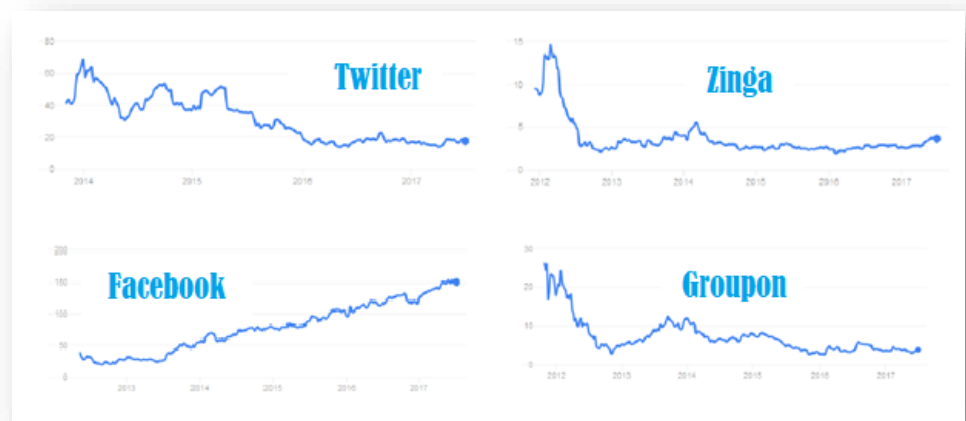
evince una perdita di 2,21 miliardi di dollari, nettamente superiore a quella da 104,6 milioni dello stesso periodo dell'anno precedente. Questo significa che, nei primi tre mesi da società quotata, la Snap Inc ha cancellato tutti i guadagni ottenuti dall'IPO del 2 marzo ad oggi. I ricavi dei primi tre mesi del 2017 sono saliti del 286% arrivando a 149,65 milioni di dollari. Un buon incremento ma gli analisti si aspettavano raggiungesse 158 milioni. Inoltre il risultato raggiunto, se comparato a quello del trimestre precedente di 165 milioni di dollari, è inferiore. Sicuramente, una grande fetta di responsabilità ce l'ha Facebook. Infatti, che l'idea fosse interessante, se n'era accorto anche Mark Zuckerberg fondatore appunto di Facebook che, nel 2015, aveva tentato di comprare Snapchat offendo 3 miliardi di dollari. Proposta prontamente rifiutata dai due giovani fondatori della Snap Inc che hanno invece preferito quotarla a Wall Street. Così, dal canto suo, Zuckerberg ha preparato una controffensiva copiando

spudoratamente il concetto di Stories inventato da Siegel e Murphy e proponendolo nella piattaforma della sua controllata: Instagram. Questa mossa ha frenato bruscamente la crescita degli utenti di Snapchat e ad oggi la concorrenza senza esclusione di colpi intentata da Zuckerberg è una delle maggiori preoccupazioni degli analisti. Instagram infatti, è riuscita da subito a togliere quota di mercato a Snapchat perché, se è vero che la regola base di tutti i social network è “più siamo meglio è”, Instagram godendo di una piattaforma con molti più users, ha permesso agli utenti di trovar lo stesso servizio offerto prima da Snapchat con la differenza che molti più loro amici erano già iscritti al social controllato da Facebook arrivando prima nella gara. Nelle 25 settimane dal lancio, Instagram Stories ha raggiunto 150 milioni di utenti quotidiani, lo stesso numero di utenti che l’applicazione di Snapchat ha raggiunto dalla data della sua nascita fino a giugno 2016. Incoraggiato dal successo di Instagram, ora Facebook sta sperimentando l’idea di Siegel e Murphy nella sua applicazione principale introducendo le “Facebook Stories” e nelle sue applicazioni di messaggistica (Messenger e WhatsApp) impiantando la funzione “Messenger Day” e “WhatsApp Status”.

Conclusione

Ricapitolando: la storia scritta da Snapchat vede zero utili, alti rischi, tanta concorrenza, zero diritti di voto e una quotazione stellare...tutto ciò ha una logica? Sicuramente le imprese tecnologiche hanno ridefinito i parametri e le aspettative della quotazione in Borsa. Le tech companies che si quotano in Borsa non lo fanno tanto per reperire i fondi per poter finanziare la loro crescita, dato che hanno comunque riescono già ad ottenere ingenti finanziamenti da numerose private equity, bensì con l'intento di far entrare tanti investitori medio piccoli con poco potere (nullo nel caso di Snapchat) di incidere sulle scelte strategiche dell'attività. Inoltre raggiungono quotazioni stellari pur dichiarando perdite da capogiro. Snapchat non è la prima che si è quotata in Borsa dichiarando un conto economico non proprio eccellente: prima di lei società come Twitter, Facebook, Groupon, e Zynga (creatrice di FarmVille) al loro sbarco a Wall Street hanno

raggiunto una quotazione che superava di diverse volte il loro fatturato. Twitter è approdata in Borsa nel 2014 raggiungendo una



quotazione di 26 dollari per azione, Facebook superando la soglia dei 40, Groupon nel 2011 di 20 e Zynga di 10 dollari. Sembra quindi che le imprese innovative non seguano le leggi di mercato e che per loro non valga la regola che per quotarsi è necessario fare profitti. Ma la storia non mente e nemmeno i numeri. Infatti dopo un'entrata col botto le nostre imprese tecnologiche hanno visto crollare il prezzo dei propri titoli: un'azione di Twitter con un -40% è arrivata a costare 16 dollari, l'azione di Groupon costa oggi 3,7 dopo un crollo di 80 punti percentuali e l'azione di Zynga, dopo un -70%, costa solo 3 dollari. Solo Facebook, dopo aver visto per un anno il prezzo dell'azione al di sotto del prezzo di quotazione si è poi ripresa arrivando a guadagnare 250 punti percentuali.

E' appurato quindi che si tende a sopravvalutare le imprese tecnologiche riponendo in esse molte più aspettative rispetto ad ogni altro tipo di società. Quando si tratta di tecnologia si pensa che, grazie all'elemento di innovatività che la caratterizza, questa sia sempre e comunque di

successo. Al contrario invece, mantenere buoni margini è ancor più complesso rispetto alle imprese che operano in altri settori soprattutto perché, essendo un settore relativamente nuovo e inesplorato, quello che funziona oggi può essere obsoleto domani. Quante volte negli ultimi anni abbiamo sentito raccontare la storiella dell'idea geniale partorita da due o tre giovani nella propria cameretta che in pochi anni diventano i proprietari multimiliardari di una start up tecnologica? Così si è creato una sorta di mito intorno a questo genere di società tanto che ogni cosa che riguarda la tecnologia viene vista con grande entusiasmo, anche quando non ci sono motivi e i numeri per esserlo. Solo poche elette arriveranno prime nella gara al successo perché si sa in questa tipologia di società “chi prima arriva, prende tutto” e arriverà il momento in cui si vorrà vedere i numeri e le sole potenzialità non sapranno più bastare. La Snap Inc è solo l'ultima società che ha aggiunto un tassello alla creazione di una bolla che, che prima o poi, esploderà.

Appendice

Assessment scheme of one of the start-ups to adjust the basic beta coefficient

Category	Subcategory	Adjustment of the beta coefficient					Result
		+1	+0,5	0	-0,5	-1	
Technology	Maturity of technology	Technology still in initial experimental phase	Technology successful on a laboratory scale	Technology successful in pilot plant	Technology successful in demo plant	Technology successful in technical application	0.5
	Advantages compared to competitive technologies	No advantages identified	Advantages not clearly identifiable	Costs or quality advantages identifiable	Costs and quality advantages identifiable	Significant costs and quality advantages identifiable	-0.5
	Reputation of scientist	No reputation	Poor reputation	Moderate reputation	Good reputation	Very good reputation	1.0
	Patent protection	No patent application	First patent application filed	Basic patent close to being granted	Basic patent granted	Extensive portfolio of granted patents	0.5
Products	Product benefits	Product benefits not identifiable	Product benefits not clearly identifiable	Product benefits clearly identifiable	Product benefits confirmed by first clients	Product benefits confirmed by numerous clients	0.5
	Unique selling proposition	Unique selling proposition not identifiable	Unique selling proposition not clearly identifiable	Unique selling proposition clearly identifiable	Unique selling proposition confirmed by first clients	Unique selling proposition confirmed by numerous clients	0.5
	Scalability	Very low scalability	Low scalability	Moderate scalability	High scalability	Very high scalability	0.5
	Competition	Currently strong competition	Potentially strong competition	Moderate competition	Low competition	Long-term low competition	0.5
Implementation	Business plan	Business plan unjustifiable	Business plan with open questions	Business plan plausible	Business plan occasionally proven	Business plan frequently proven	1.0
	Technical development plan	Technical development plan unjustifiable	Technical development plan difficult to justify	Technical development plan justifiable	Technical development plan likely to be feasible	Technical development plan very likely to be feasible	0.5
	Marketing plan	Marketing plan unjustifiable	Marketing plan difficult to justify	Marketing plan justifiable	Marketing plan likely to be feasible	Marketing plan very likely to be feasible	0.0
	Business development plan	Business development plan unjustifiable	Business development plan difficult to justify	Business development plan justifiable	Business development plan likely to be feasible	Business development plan very likely to be feasible	0.0
Organisation	Competences of the management team	Management team with major flaws	Management team with some flaws	Management team is complete	Management team is complete and competent	Management team is complete and very competent	0.5
	Headquarters location	Headquarters location problematic	Headquarters location can be improved	Headquarters location is fine	Headquarters location has advantages	Headquarters location has many advantages	-0.5
	Competences of advisory board	Very low level of competences of advisory board/consultants	Low level of competences of advisory board/consultants	Moderate level of competences of advisory board/consultants	High level of competences of advisory board/consultants	Very high level of competences of advisory board/consultants	0.0
	Process efficiency	Process inefficient	Process not very efficient	Process efficient	Process very efficient	Process exceptionally efficient	0.0
Finances	Sales plan	Sales plan unjustifiable	Sales plan difficult to justify	Sales plan justifiable	Sales plan conservative	Sales plan very conservative	0.5
	Costs plan	Costs plan unjustifiable	Costs plan difficult to justify	Costs plan justifiable	Costs plan conservative	Costs plan very conservative	1.0
	Profitability	Fundamentally low profitability	Risk of low profitability	Average profitability	Currently high profitability	Fundamentally high profitability	0.0
	Liquidity plan	Financial resources for next year are not secured	Financial resources for next year are secured	Financial resources for next 2 years are secured	Financial resources for next 3 years are secured	Financial resources for next 4 years are secured	1.0
							7.5

Bibliografia

- AMRAM, M., e KULATILAKA, N., 2000. Strategy and shareholder value creation: the real options frontier. *Journal of Applied Corporate Finance*, 13 (2), 8-21.
- AYDIN, N., 2015. A Review of Models for Valuing Young and Innovative Firms. *International Journal of Liberal Arts and Social Science*, 3 (9).
- BARTOV, E., MOHANRAM, P., e SEETHAMRAJU, C., 2002. Valuation of Internet stocks—an IPO perspective. *Journal of Accounting Research*, 40 (2), 321-346.
- BONTIS, N., 1996. There's a price on your head: Managing intellectual capital strategically. *Business Quarterly*, 60 (4), 40-46.
- BROWN, K.C., e WILES, K. W., 2015. In Search of Unicorns: Private IPOs and the Changing Markets for Private Equity Investments and Corporate Control. *Journal of applied corporate finance*, 27 (3), 34-48.
- CB INSIGHT, 2017. Tech IPO Report 2017. New York.
- CHEN, M., CHENG, S., e HWANG, Y., 2015. An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance. *Journal of intellectual capital*, 6 (2), 159-176.
- CHESBROUGH, H., 2007. Business model innovation: it's not just about technology anymore. *Strategy & Leadership*, 35 (6), 12-17.
- CHIARONI, D., et al., 2016. The role of the business model design in the diffusion innovation, Politecnico di Milano.
- CHRISTENSEN, C. M. e BOWER, J. L., 1995. Disruptive Technologies: Catching the Wave. *Harvard Business Review*, 73 (1), 43-53.

- DUSATKOVA, M. S., e ZINECKER, M., 2016. Valuing start-ups—selected approaches and their modification based on external factors. *Business: Theory and Practice*, 17 (4), 335-344.
- ECONOMIDES, N. e HIMMELBERG, C., 1995. Critical Mass and Network Size with Application to the US FAX Market. NYU Stern School of Business.
- ERNST&YOUNG, 2017. Global IPO trends: Q2 2017. Londra.
- FABRIS., E., 2015. Sardegna Ricerche. Costruire una startup IP oriented. Sardegna 31/03/2015: Intangible Stratup.
- FESTEL, G., WUERMSEHER, M., CATTANEO, G., 2013. Valuation of Early Stage High-tech Start-up Companies. *International Journal of Business*, 18(3), 1083-4346.
- GOMPERS, P., LERNER, J., 2000. Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations. *Journal of Financial Economics*, 55, 281–325.
- HAGIU, A., e WRIGHT, J., 2011. Multi-Sided Platforms. Harvard Working Paper, 12 (24).
- HAINES, G.H., MADILL, J.J., e RIDING, A.L., 2003. Informal Investment in Canada: Financing Small Business Growth. *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 16, 13-40.
- KATZ, M. L., e SHAPIRO, C., 1985. Network Externalities, Competition, and Compatibility. *The American Economic Review*, 75 (3), 424-440.
- KATZ, M. L. e SHAPIRO, C., 1994. System competition and network effects. *The journal of Economic Perspectives*, 8 (2), 93-115.
- LERNER, J., 1994. Venture capitalists and the decision to go public. *Journal of financial Economics*, 35 (3), 293-316.

- LERNER, J., 1995. Venture capitalists and the oversight of private firms. *The Journal of Finance*, 50 (1), 301-318.
- LIVIAN, M., 2000. *Valutazioni.com: strategie ed investimenti nella Net Economy*. Milano: Egea.
- MASON, C., e STARK M., 2004). What do Investors Look for in a Business Plan?: A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels. *International Small Business Journal*, 22 (3), 227-248.
- PEDRIALI, F., 1999. *Metodi di valutazione delle aziende quotate*. Milano: Banca commerciale italiana.
- RAJGOPAL, S., VENKATACHALAM, e M., KOTHA, S., 2000. The Relevance of Traffic for the Stock Prices of Internet Firms. University of Washington and Stanford University.
- SAU, L., 2003. *Convegno sull'innovazione*. Novara, 23/05/2003: Gli Effetti del Venture Capital sulle Gerarchie di Finanziamento delle Imprese Innovative.
- SCHWARTZ, E. S., e MOON, M., 2000. Rational pricing of internet companies. *Financial analysts journal*, 56 (3), 62-75.
- SHAPIRO, C. e VARIAN, H. R., BECKER, E., 1999. Information rules: a strategic guide to the network economy. *Journal of Economic Education* , 30, 189-190.
- SIMON, J. P., 2016. *How To Catch a Unicorn: An exploration of the universe of tech companies with high market capitalisation*. Institute for Prospective Technological Studies. JRC Technical Report.
- Snap Inc, QUARTERLY REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, For the quarterly period ended March 31, 2017.

- TUNISINI, A., PENCARELLI, T., e FERRUCCI, L., 2014. Economia e management delle imprese. Strategie e strumenti per la competitività e la gestione aziendale. Milano: Hoepli.
- VAN OSNABRUGGE, M., e ROBINSON, J. R., 2000. Angel Investing: Matching Start-up Funds with Start-up Companies: The Guide for Entrepreneurs, Individual Investors, and Venture Capitalist. Jossey-Bass, San Francisco.
- WANG, S., e HAILAN, Z., 2004. Staged financing in venture capital: moral hazard and risks. Journal of Corporate Finance 10 (1), 131-155.

Sitografia

- AUSTIN, S., CANIPE, C., e SLOBIN, S., 2015. The Billion Dollar Start-ups Club. Wall Street Journal [online]. Disponibile su <http://graphics.wsj.com/billion-dollar-club/> [Data di accesso: 15/08/2017].
- COGMAN, D., e LAU, A., 2016, “The ‘tech bubble’ puzzle”, McKinsey Quarterly. Disponibile su <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-tech-bubble-puzzle> [Data di accesso: 15/08/2017].
- EVCA: <https://www.investeurope.eu/>
- GRIFFITH, E., e PRIMACK, D., 2015. The Age of Unicorns. Fortune [online]. Disponibile su <<http://fortune.com/2015/01/22/the-age-of-unicorns/>> [Data di accesso: 15/08/2017].
- LEE, A., 2013. Welcome to the Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Start-ups. TechCrunch [online]. Disponibile su <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/> [Data di accesso: 15/08/2017].
- LEE, A., 2015. Welcome to the Unicorn Club 2015: Learning From Billion-Dollar Start-ups. TechCrunch [online]. Disponibile su

<http://techcrunch.com/2015/07/18/welcome-to-the-unicorn-club-2015-learning-from-billion-dollar-companies/> [Data di accesso: 15/08/2017].

- NASDAQ: www.nasdaq.com/it
- NYSE: www.nyse.com/index
- TEARE, G., e GLASNER, J., 2017. The state of the unicorn, TechCrunch [online]. Disponibile su <https://techcrunch.com/2017/06/02/the-state-of-the-unicorn/> [Data di accesso: 15/08/2017].