

# Il finanziamento delle PMI



# OBIETTIVO

- ✓ Introdurre il concetto di come finanziare la propria idea attraverso l'accesso a capitale di rischio (Business Angels, Early Bird, Venture Capital)
- ✓ Illustrare i metodi valutativi utilizzati e le domande che possono essere rivolte da questi professionisti agli imprenditori
- ✓ Presentare un vero business plan redatto da alcuni imprenditori impegnati a ricercare seed capital per la propria start-up



# Contenuti

- **Finanziamento di una start-up**
- Business Angels
- Venture Capitalist (VC)
- Criteri valutativi dei VC
- Cenni di finanza applicata
- Conclusioni



# Come si finanzia una start-up

<u>Finanziatori</u>	<u>Debito</u>	<u>Equity</u>
<b>Publici</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Alcune leggi permettono finanziamenti a fondo perduto</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• NO, il rischio è troppo elevato per la legislazione pubblica. Inoltre potrebbe essere visto come aiuto di stato (e quindi bloccato dalla UE)</li></ul>
<b>Privati</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• NO, manca il cash flow necessario a ripagare la banca</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• SI</li></ul>



# Il finanziamento con capitale di rischio

## Cos'è

- È il reperimento del capitale necessario a sostenere il business plan attraverso la cessione di quote azionarie della start-up

## Chi lo fa

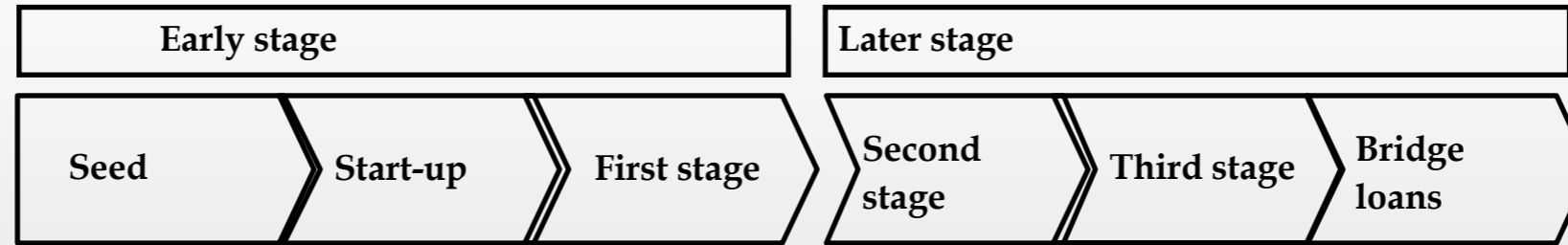
- Individui con elevata disponibilità finanziaria personale (Business Angels)
- Società finanziarie specializzate in investimenti in capitale di rischio (Venture Capitalist)

## Quando lo fa

- Gli Angeli in fase iniziale (e con investimenti "ridotti")
- I VC nelle fasi successive (e con investimenti maggiori)



# Diverse fasi nella vita di una start-up



• **Scopo**

Ricerca e/o prototipo  
Sviluppo prodotto e  
approccio al mercato

Prime  
vendite e  
produzio-  
ne

Capitale  
circolante

Crescita  
specifico

Fabbisogno

• **Stadio**

Pre-  
business  
plan

Non  
ancora sul  
mercato

Fatturato  
ma non  
profitti

Fatturato  
ma non  
profitti

Break-  
even o  
profitti

Prima di  
una IPO



# Seed

## Attività

---

- Generazione dell'idea
- Formazione del team
- Prime analisi di mercato e clienti
- Ricerca di concorrenti/brevetti esistenti
- Test di fattibilità prototipo
- Primo business plan di concetto



Il fabbisogno della start-up è spesso ridotto e serve a coprire le prime spese di sviluppo (solitamente ricerca e personale)



# Start-up: le basi della futura azienda

## Attività

---

- Sviluppo della tecnologia/prodotto
- Brevettazione (se possibile)
- Prime assunzioni nella società
- Ricerca, ed acquisizione, primi clienti paganti
- Sviluppo strategia di marketing



Il fabbisogno della start-up serve a coprire le spese del personale e le prime spese di marketing e produzione





## First stage: si amplia il mercato e si crea la organizzazione gestionale

### Attività

---

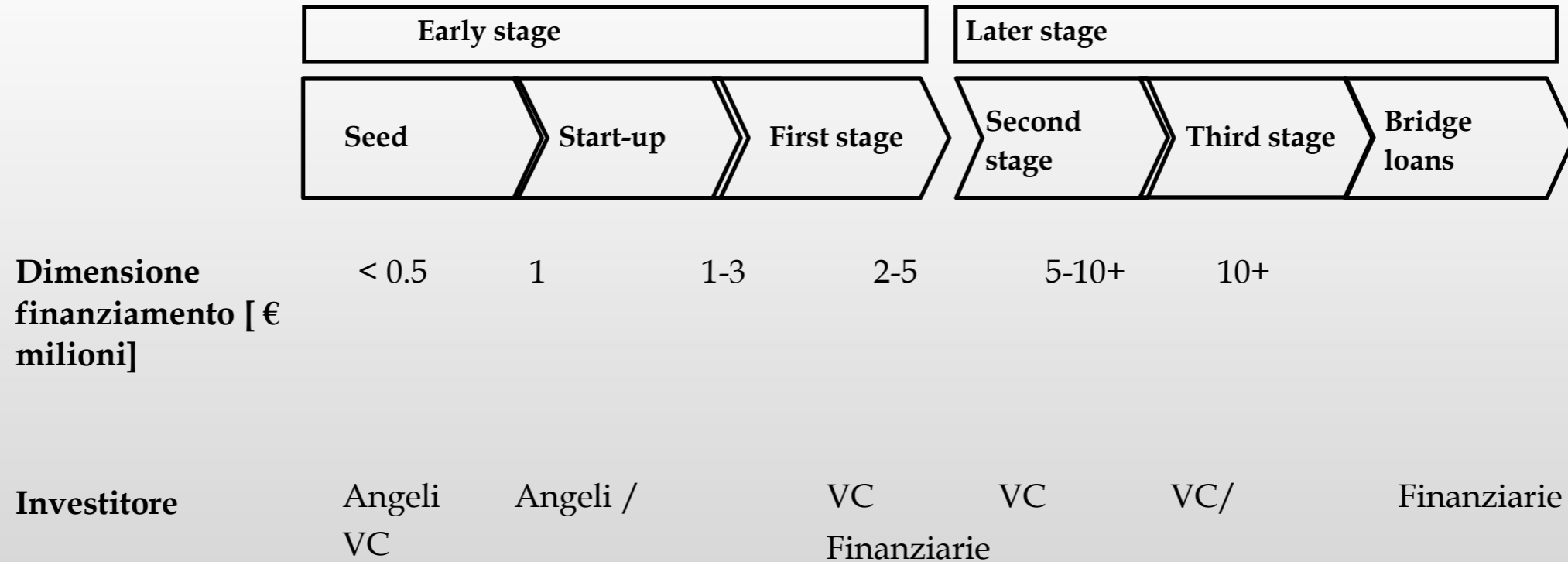
- Ricerca di diversi clienti e gestione portafogli multipli di ordini
- Produzione pre-serie o serie
- Accordi quadri con fornitori
- Espansione forza lavoro verso il basso (impiegati/operai)



Il fabbisogno della start-up serve a coprire le spese del personale e le spese di marketing e produzione



# Per ogni fase esiste un finanziatore



# Business Angels

- Finanziamento di una start-up
- **Business Angels**
- Venture Capitalist (VC)
- Criteri valutativi dei VC
- Cenni di finanza applicata
- Conclusioni



# Business Angels

- Imprenditori che hanno una notevole dose di liquidità
- Individui con disponibilità finanziarie elevate (HNWI)
- Associazioni di medi investitori (o di enti pubblici/privati) riunite in fondi comuni specializzati



## Perché investono

- Gli imprenditori solitamente investono nelle tecnologie a loro note per aiutare nuove aziende a crescere
- Gli HNWI allocano una piccolissima parte del loro capitale per diversificare il rischio totale
- Le associazioni investono per rilanciare l'economia di un area



**Tutti, nessuno escluso,  
lo fanno perché  
credono  
nell'imprenditoria e nei  
giovani**



## Benefici che apportano

- Conoscenza della tecnologia specifica (se ex- imprenditori) e delle problematiche connesse
- Supporto nella definizione del “business model” dell’azienda, nella definizione del mercato e dei concorrenti
- Network di professionisti (notai, commercialisti, avvocati, ecc.), nonché accesso ai primi clienti



# Come valutano e cosa chiedono

## Valutazione

- Spesso valutazione “ a braccio”
- Legata alla percezione del mercato
- Valutazioni tipicamente tra € 1-10 milioni
- Investimento fino a € 500k-1m

## Richieste

- Quote/azioni della società
- Range tra il 10-60%, dipende dalla capacità negoziale degli imprenditori
- Consiglio: non cedere subito più del 50% dell'azienda per evitare diluizioni successive



# Venture Capitalist

- Finanziamento di una start-up
- Business Angels
- **Venture Capitalist (VC)**
- Criteri valutativi dei VC
- Cenni di finanza applicata
- Conclusioni





## Investono nelle start-up

- Società finanziarie specializzate nell'investimento in capitale di rischio in start-up tecnologiche
- In cambio dell'investimento i VC ricevono una percentuale più o meno elevata dell'equity, a seconda della valutazione, ed uno o più posti nel consiglio di amministrazione
- Lo scopo del VC è guadagnare investendo laddove altre istituzioni non possono/vogliono (a causa del rischio). Per evitare il default, il personale dei VC lavora passo passo con la start-up per risolvere problematiche complesse.
- La maggior parte dei VC agisce localmente, facendo leva sul proprio network, ma senza specializzazione industriale spinta (eccetto il caso di fondi specializzati in biotech)

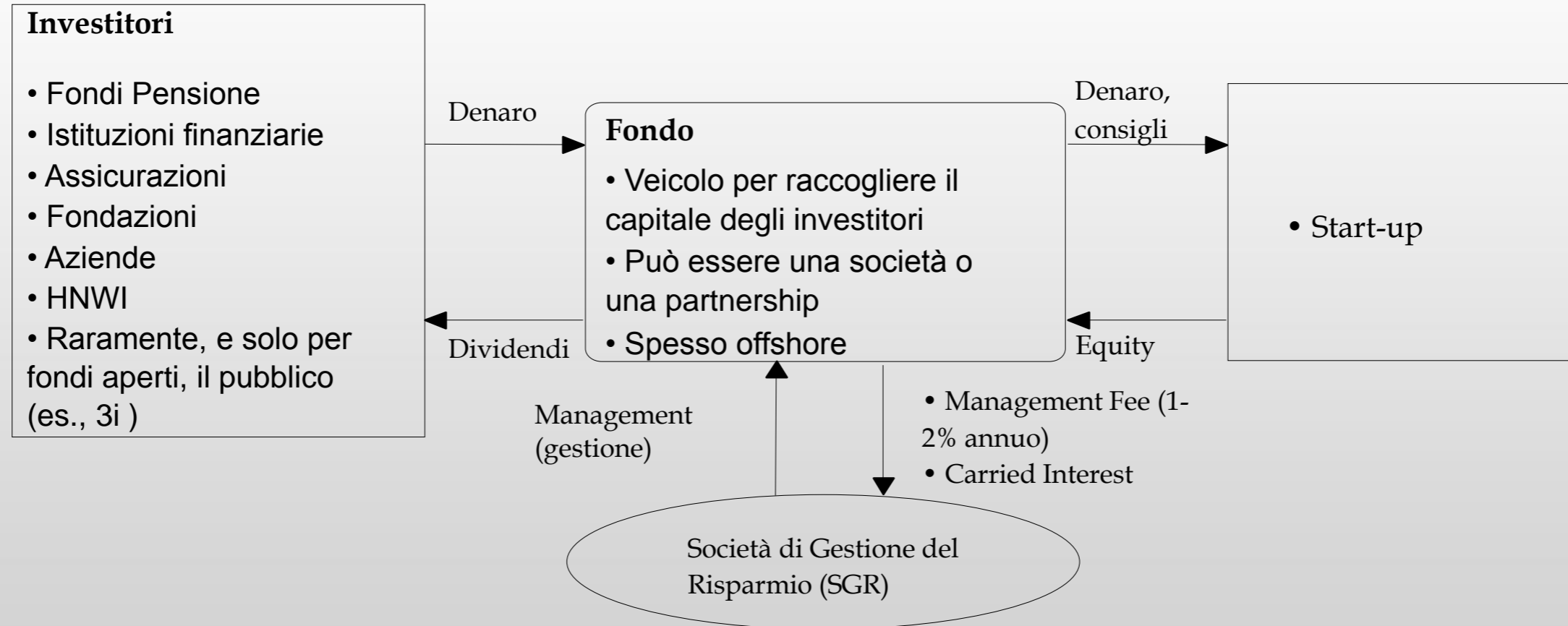


## Cenno storico

- Il primo VC è nato nel 1946 negli USA, a Boston, formato da professori di MIT, Harvard e personalità locali per investire in tecnologie post-belliche
- Dalla fine degli anni '70 in USA ci fu un'espansione dovuta alla possibilità di investimento in VC da parte di fondi pensione
- In Italia i primi fondi nacquero verso la prima metà degli anni 80, adesso ne operano un centinaio (ma la maggior parte sono fondi di Private Equity)
- Il fondo VC di maggior successo in Italia, almeno mediatico, è stato Pino Ventures, attraverso i fondi KIWI I e II, che investì in Tiscali realizzando guadagni molto elevati



## Il modello di business dei VC



## I VC investono in società di successo

### Il Carried Interest

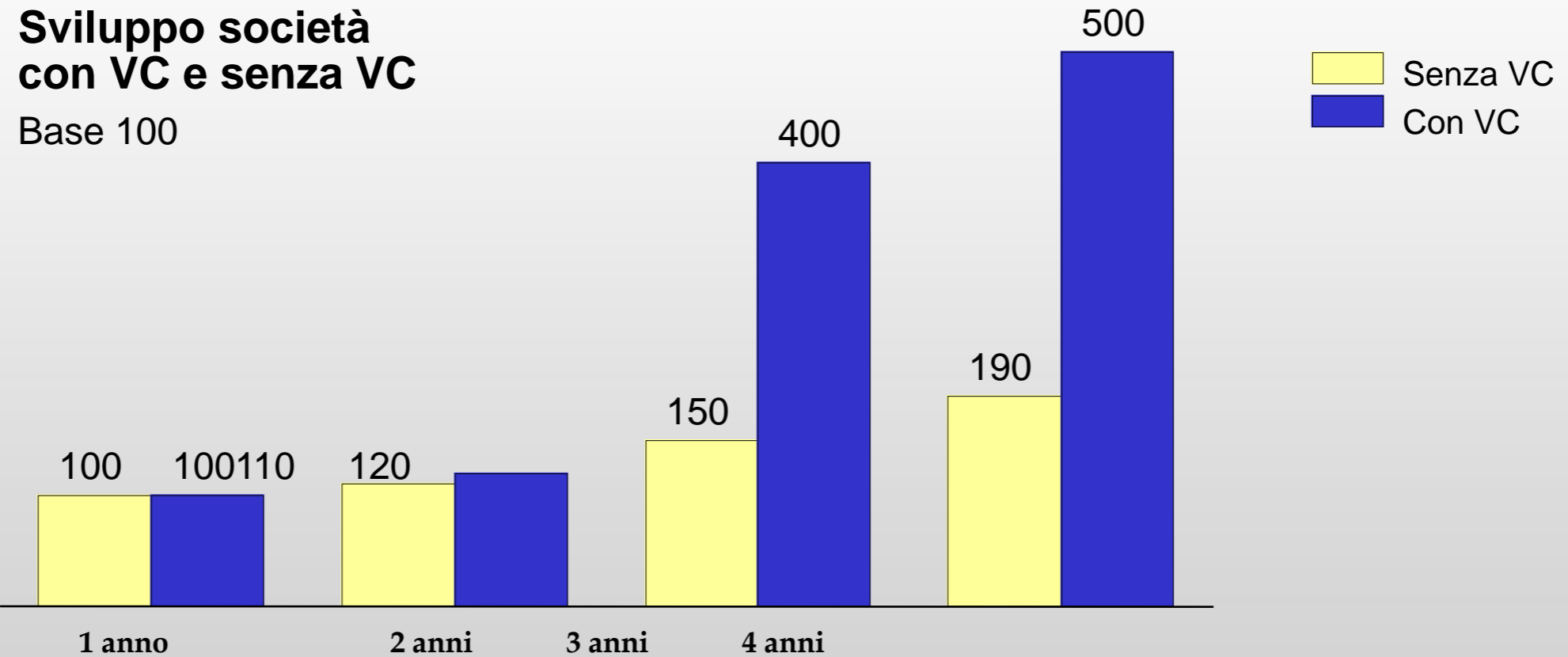
- Ogni periodo di tempo predefinito viene calcolato il valore degli investimenti del fondo e confrontato con quanto è stato investito al tempo zero
- La parte eccedente l'investimento viene divisa tra gli investitori ed i gestori (solitamente 80-20)
- A volte, per fondi molto grandi, esiste un ritorno “soglia” oltre il quale si calcola il carried interest

### Vantaggi

- I gestori del fondo sono allineati con gli investitori perché il massimo rendimento del fondo corrisponde al massimo guadagno per loro
- I gestori sono quindi incentivati a cercare molti deal, ma ad investire – ed a seguire – solo su quelli che ritengono validi

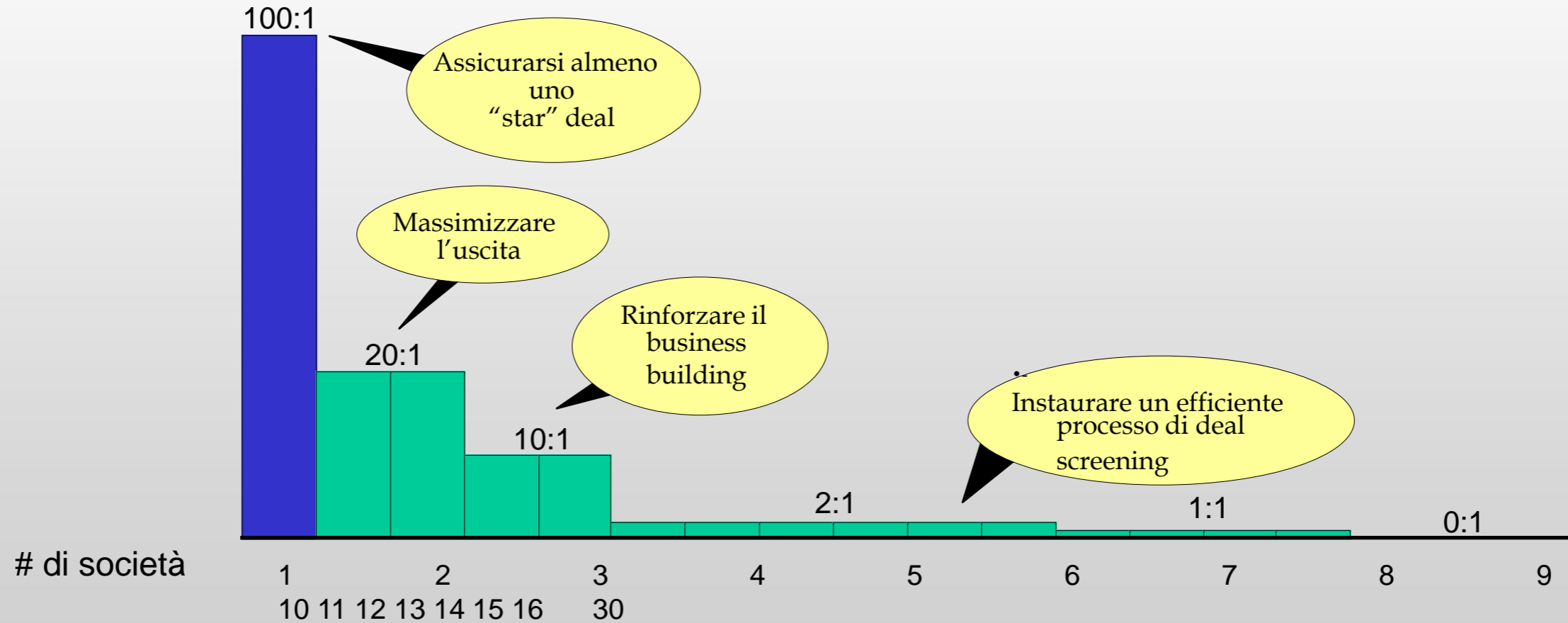


## Il metodo funziona perché ...



**... i VC seguono 4 azioni per la creazione di valore**

**Distribuzione dei ritorni all'interno del portafoglio**



## Benefici delle start-up

Accelerazione  
della crescita

Come abbiamo visto, le società con capitale VC creano maggior valore delle altre

Condivisione  
del rischio

Le start-up ricevono cassa in cambio di equity: il successo è condiviso da entrambi, mentre il rischio (di default) è sostenuto quasi esclusivamente dal VC

Servizi a  
valore aggiunto

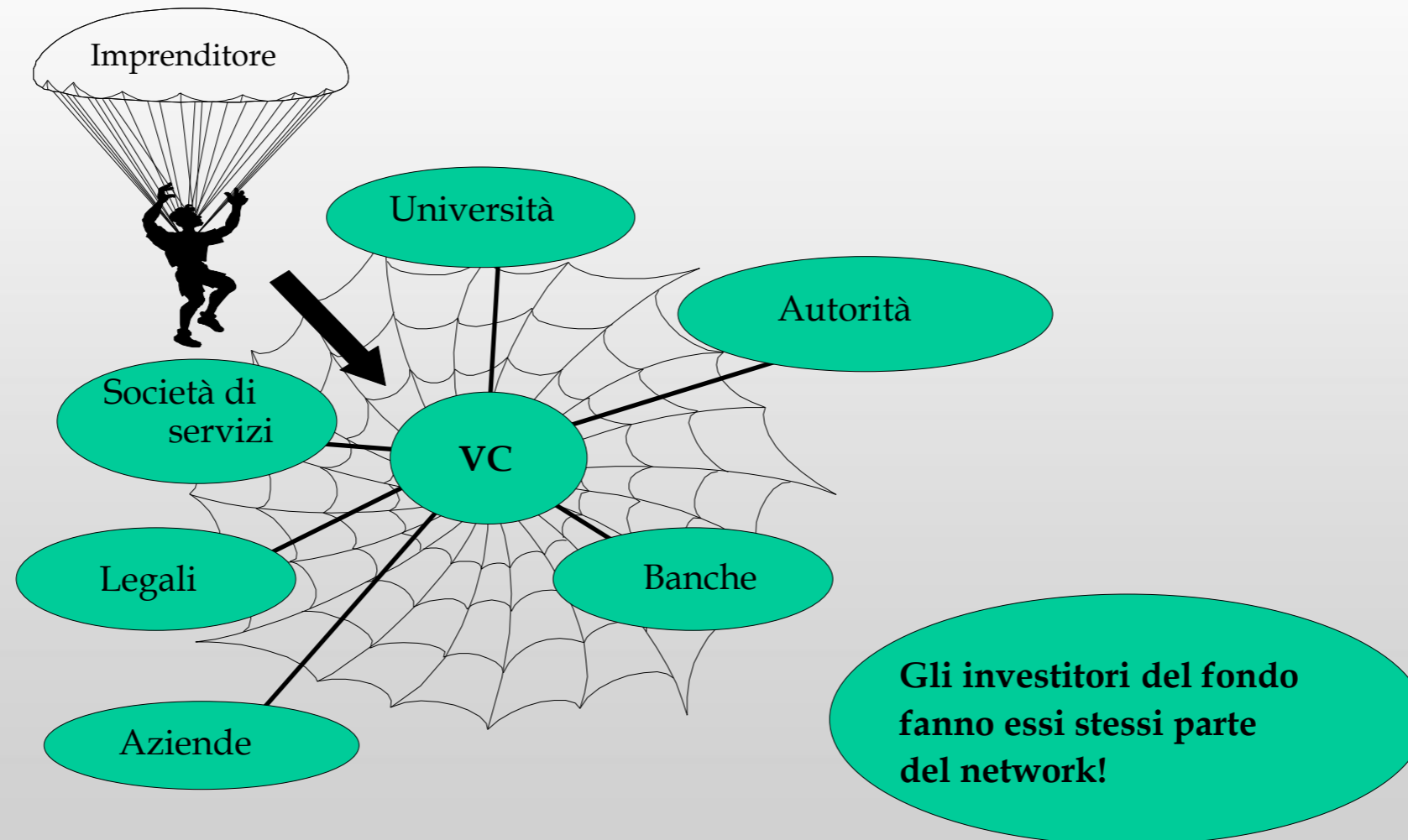
I VC supportano le start-up con consulenza manageriale e dando accesso ad un network completo

Forzatura a  
raggiungere tappe

Poiché i finanziamenti sono spesso soggetti a tappe (milestones), le start-up sono costrette a seguire il piano industriale condiviso (e quindi a raggiungere determinati prodotti in determinati tempi)



## Il network dei VC solitamente è esteso ...





**... spesso oltre i confini nazionali**



- Know-how/supporto internazionale
- Accesso a risorse di altri paesi
- Partecipazioni con aziende straniere
- Finanziamento di espansione internazionale



## I VC aiutano soprattutto in momenti difficili



Il management si trova con i VC ogni settimana, almeno nelle prime fasi

Ciò richiede prossimità (es., no US VC)

### Criticità in cui il VC sono coinvolti dalle start-up

- Cambio di strategia
- Cambio di management
- Mancato raggiungimento tempi/obiettivi
- Fusioni / Alleanze
- Co-investimenti

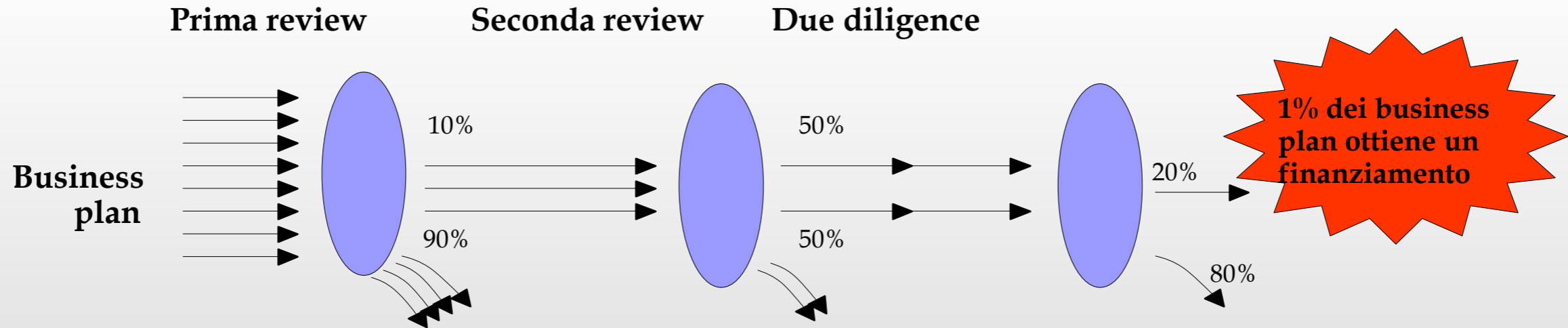


## Contenuti

- Finanziamento di una start-up
- Business Angels
- Venture Capitalist (VC)
- **Criteri valutativi dei VC**
- Cenni di finanza applicata
- Conclusioni



## Non è facile ottenere un finanziamento



**Attività** • Eliminazione dei deal non promettenti

- Eliminazione dei deal che non soddisfano i criteri di scelta (spesso il caso di società biotech che richiedono VC specializzati)

- Verifica delle informazioni critiche e delle maggiori assunzioni/ipotesi prese nel business plan

- Visite alla società
- Discussioni con il personale chiave, con i clienti, con i fornitori ed i creditori
- Utilizzo di consulenti esterni, ad esempio avvocati e revisori



## I VC giudicano i business plan secondo quattro criteri principali

### Criterio

### Descrizione

Opportunità di mercato

- Il mercato è grande, in espansione e raggiungibile? Inoltre, quale parte di esso potrà essere catturato dalla società, anche in luce del contesto competitivo?

Value proposition

- La società ha una value proposition unica e sostenibile che può definire, raggiungere, difendere e comunicare?

Management team

- Il management team ha gli skill necessari e l'esperienza per eseguire il piano?

Financials

- Il concetto di business – l'idea – ha un ritorno potenzialmente attrattivo, dimensionabile e realistico?



## Le quattro dimensioni principali si scompongono in diversi fattori

### Dimensioni

- Opportunità di mercato
- Value proposition
- Management team
- Financials



### Fattori

- Qualità del management team
- Mercato e posizionamento competitivo
- Analisi del prodotto/servizio
- Piano di marketing e di vendite
- Organizzazione aziendale
- Piano di implementazione
- Opportunità e rischi
- Piano finanziario



## Le dimensioni del mercato devono essere molto grandi ed il trend in crescita

### Corretto

---

- Affrontare mercati con tassi di crescita in doppia cifra nei prossimi anni
- Pensare globale: il business deve poter affrontare diversi mercati internazionali
- Verificare di essere nell'inizio della curva della crescita del mercato
- PENSARE IN GRANDE, MA CON I PIEDI PER TERRA (es., no 95% mkt share al primo anno...)

### Sbagliato

---

- Affrontare mercati in declino
- Posizionarsi in nicchie di mercato troppo specialistiche, il cui mercato è piccolo
- Pensare locale o ultra-locale (solo regione Veneto)
- ESSERE TROPPO CAUTI



**La competizione deve essere assente e/o prevista debole nei primi anni di attività**

## **Analisi da svolgere**

- Numero di concorrenti attuali e potenziali (anche cross business, es. le librerie tradizionali con i supermercati)
- Quali sono e quali potrebbero essere (nomi!)
- Quali sono i punti di forza e di debolezza dei competitors
- Quali sono le barriere di entrata nel mercato? Investimenti, tecnologia, capitale umano?
- Qual è il market share che vogliamo raggiungere?





## Il management team deve essere all'altezza della situazione

### Dimensioni analizzate

- Il management team deve essere composto da persone di prima qualità
- I VC preferiscono investire in persone di serie A con un'idea di serie B, piuttosto che il contrario
- Il team deve essere variegato e sinergico, cioè le esperienze dei fondatori devono completarsi tra loro (no solo ingegneri!!)
- Il team deve aver discusso e chiarito all'inizio i diversi ruoli. Il team ideale è composto da persone che hanno già lavorato (con successo ) tra loro
- Se l'imprenditore è un tecnico, deve considerare di passare le redini della gestione ad un manager fin dai primi anni di attività



## Il piano di marketing ed il piano vendite devono essere esaustivi

### Analisi delle tre P

---

#### Price Placement Promotion

---

- Il prezzo del prodotto deve essere calcolato e correlato al valore percepito dai clienti
- Il prezzo del prodotto deve essere messo a confronto con quello dei concorrenti/sostituti
- L'ideale è avere una strategia di prezzo definita fin dall'inizio

- La strategia di vendita deve essere chiara.
- La domanda fatidica: "Come pensate di vendere il primo prodotto ed a chi?" deve trovare risposta nel business plan
- La distribuzione del prodotto, es. agenti, franchising, negozi, deve essere descritta nel business plan

- Il piano di comunicazione deve essere molto dettagliato
- I mezzi di comunicazione devono essere adeguati al prodotto ed alla strategia del piano di marketing



## Il piano organizzativo riflette la strategia generale che avete pensato per l'azienda

### Macro attività



### Elementi chiave

---

- I diversi step del sistema di business devono essere analizzati e descritti nel business plan in modo chiaro
- Le diverse attività all'interno di ogni step devono essere analizzate, indicando possibilmente ruoli, responsabilità e riporti
- In caso di decisioni di tipo "make or buy", devono essere analizzati possibili fornitori/partner
- Lo sviluppo internazionale, es. sedi secondarie, deve essere contemplato nel piano organizzativo



## Il piano implementativo e l'analisi dei rischi non devono essere sottovalutati

### Elementi chiave

---

#### Piano implementativo

---

- Le attività da svolgere devono essere pianificate con attenzione, indicando tempi e milestones
- Devono essere identificati i possibili colli di bottiglia, proponendo piani B (magari anche C...)
- Soprattutto, il piano deve essere realistico e fattibile dalle risorse indicate nel piano organizzativo

#### Analisi dei rischi

---

- Devono essere profondamente analizzati:
- I rischi cui l'azienda andrà incontro
- La natura e la potenziale estensione dei rischi
- L'effetto nel business
- Misure di contenimento



## La completezza nella redazione del piano finanziario è un requisito fondamentale

### Elementi chiave del piano finanziario

- La parte alta del conto economico (ricavi) deve rispecchiare quanto descritto nel piano di marketing e vendite
- La parte bassa (costi), analogamente, deve tener conto delle spese necessarie ad arrivare ai ricavi previsti
- Lo stato patrimoniale deve essere collegato a quello economico. In particolare, lo SP dovrebbe riportare l'andamento del patrimonio netto negli anni
- Un'analisi dei flussi di cassa, cioè di come la cassa si muove, dovrebbe essere presente (entrate vs uscite)
- I financials dovranno avere un periodo di cinque anni max, oltre non ha senso andare con i prospettici



## Contenuti

- Finanziamento di una start-up
- Business Angels
- Venture Capitalist (VC)
- Criteri valutativi dei VC
- **Cenni di finanza applicata**
- Conclusioni



## La fase successiva consiste nella determinazione del valore della società

- Conclusa le prime fasi, i VC si faranno un'idea del valore della vostra azienda.
- I metodi utilizzati sono parecchi e spesso complessi, nelle prossime tavole ne vedremo due:
  - L'analisi dei flussi di cassa
  - Il calcolo dei multipli
- Il valore così ottenuto rappresenta la base negoziale su cui si costruiscono gli incontri successivi per determinare la quota di società da dare ai VC in cambio del denaro



## L'analisi dei flussi di cassa è il metodo analitico più utilizzato in finanza (1/4)

- L'analisi dei flussi di cassa determina quanto denaro produce la società nell'arco degli anni.
- Per determinare i flussi di cassa oltre l'ultimo anno di prospetti finanziari (solitamente 5 anni), si utilizza la formula della perpetuity, assumendo lo stesso tasso di crescita dei flussi precedenti
- Una volta determinati i flussi, gli stessi vengono scontati per attualizzarli.
- Nel caso di una start-up, in cui non è presente debito, il tasso di sconto coincide con il valore del costo dell'equity.





## L'analisi dei flussi di cassa è il metodo analitico più utilizzato in finanza (2/4)

### Esempio

- **Step 1:** Si calcolano i flussi di cassa fino a quando la società ha raggiunto un tasso di crescita costante. Vi sono vari metodi per calcolarli, ma il più semplice è:  $FCF = EBIT(1-t) + \text{Ammortamenti} - \text{Capex} - \text{DeltaCC}$ , ove
  - EBIT: Profitti ante imposte (Conto Economico)
  - t: tax rate (Conto Economico)
  - Ammortamenti sono solo quelli MATERIALI (Conto Economico)
- CAPEX: Costi Capitalizzati (Stato Patrimoniale)
- Delta CC: Variazione, con segno, del capitale circolante tra l'anno in cui si calcola il FCF e quello precedente (Stato Patrimoniale)



## L'analisi dei flussi di cassa è il metodo analitico più utilizzato in finanza (3/4)

### Esempio

- **Step 2:** Si scontano i valori annuali ottenuti al tasso equivalente al costo dell'equity. La formula per scontare è  $FCF_a = FCF_n / (1+k)^n$ , ove  $a$  è il valore corrente del FCF dell'anno  $n$ -esimo,  $k$  il costo dell'equity
- Il costo dell'equity si calcola con la formula  $k = r_f + \text{beta} * r_p$ , ove
- $r_f$  è il valore dell'investimento senza rischio (potete assumere uguale al valore dei BOT a lungo termine)
  - **beta** è il rischio dell'azienda verso il mercato (si trova in tabelle su riviste/siti web specializzati)
- $r_p$  rappresenta il tasso di premio investendo nel mercato (potete assumere attorno al 4.5%)



## L'analisi dei flussi di cassa è il metodo analitico più utilizzato in finanza (4/4)

### Esempio

---

- **Step 3:** Si calcola il valore degli anni successivi all'ultimo, terminal value, come perpetuity, ossia si assume che la società possa crescere indefinitamente ad un tasso di crescita noto. Poi si sconta il valore ottenuto utilizzando lo stesso tasso di sconto utilizzato precedentemente. La formula della terminal value scontata è  $TV = FCF_n(1+g)/(k-g)$ , ove  $FCF_n$  è il flusso di cassa dell'anno n-esimo,  $g$  il tasso di crescita,  $k$  quello di sconto. Ovviamente, il tasso di crescita non può essere troppo elevato (è buona norma utilizzare il tasso di crescita pari a quello di inflazione)
- **Step 4:** Si sommano i valori dei flussi attualizzati con il valore della terminal value e si ottiene il valore della società



## Bisogna tenere in considerazione alcuni punti quando si utilizza questo metodo

### Criticità

---

- La valutazione è sempre dipendente dalla qualità dei numeri che si immettono nelle analisi. Se questi numeri sono incorretti, impossibili da ottenere o diversi da quanto detto nel business plan, il valore che si ottiene non è adeguato
- Il peso del valore terminale (la perpetuity) può essere molto importante (fino al 80-90% del totale valutazione), e quindi sbilanciare la valutazione della società
- Data l'incertezza nelle start-up, è bene introdurre differenti scenari per avere un quadro generale della valore che può essere assegnato ad una società



## Il metodo dei multipli, pur meno analitico, è più semplice e molto utilizzato (1/2)

- Il metodo ha la stessa filosofia di quello utilizzato nel mercato immobiliare, ove il valore di una casa è determinato da quello di case simili, corretto per alcune caratteristiche specifiche (es, se ha la terrazza, l'impianto ADSL, ecc.)
- Si prendono i multipli di una grandezza nota, sia essa finanziaria come il MOL, il profitto ante imposte, l'utile, il fatturato, ecc; sia essa non legata alla finanza, come il numero di brevetti, di dottorandi/PhD che lavorano nell'azienda, ecc.
- Si applicano i multipli alla start-up e se ne determina il valore
- PRO: Si ottiene il valore che il mercato assegna ad aziende di un determinato tipo
- CONTRO: E' difficile trovare aziende simili ad una start-up per estrapolare il multiplo



## Il metodo dei multipli, pur meno analitico, è più semplice e molto utilizzato (2/2)

### Esempio

---

- **Step 1:** Si determinano quali sono le grandezze più opportune per determinare il multiplo. Ad esempio, nel caso di una start-up tecnologica, il valore del MOL.
- **Step 2:** Si cercano nel mercato azionario aziende simili (in termini di business model, stage di sviluppo, ecc)
- **Step 3:** Si calcola il valore dell'azienda rispetto al valore del MOL (es., 5 volte il MOL = 5x)
- **Step 4:** Si applica il valore al MOL dell'azienda e si arriva ad un valore che rappresenta quanto il mercato potrebbe valutare la nostra azienda
- **Step 5:** I VC di solito scontano di molto questo valore secondo i proprio metodi



## A prescindere dal metodo utilizzato, al valore ottenuto va sommato quanto il VC investe

- La valutazione ante investimento è quella determinata congiuntamente dopo negoziazioni e viene chiamata **pre money valuation**
- Alla pre money valuation va sommato l'ammontare dell'investimento del VC e si ottiene la **post money valuation**
- La percentuale di ownership si calcola sulla post money valuation. Esempio:
  - Pre Money Valuation: € 2.5 milioni
  - Ammontare investito: € 3.5 milioni
  - Post Money Valuation: € 6.0 milioni
  - Percentuale di ownership del VC: 58% (3.5/6.0)



## Contenuti

- Finanziamento di una start-up
- Business Angels
- Venture Capitalist (VC)
- Criteri valutativi dei VC
- Cenni di finanza applicata
- **Conclusioni**





## L'ultimo passo prima di ottenere il finanziamento è la compilazione di un term sheet

- Il term sheet non è altro che un contratto che specifica in modo dettagliato le condizioni del finanziamento e dell'acquisto di azioni
- Il term sheet è preparato dai VC, ma permette alcuni gradi di libertà nella negoziazione
- Quello che contiene è, ad esempio:
  - Il numero ed il valore delle azioni comprate
  - Diritti e doveri del VC e della società
  - Milestone da raggiungere
  - Formule di anti-dilution (cioè cosa succede se chiedete un secondo o terzo round di financing)
  - Diritti di rimborso in caso di fallimento



## Una volta ottenuto il finanziamento dei VC la start-up ha superato uno degli esami più difficili

- Come abbiamo visto i VC apportano molto più di semplice denaro
- Il fatto di costringere gli imprenditori ad ottenere risultati predeterminati li focalizza a lavorare bene e con impegno
- Il supporto continuo dei VC, che si spinge fino a fare i colloqui di assunzione per le figure chiave, accompagna il team mano nella mano fino al successo dell'azienda
- Ricordatevi che il fine ultimo dei VC è guadagnare, quindi nel giro di tre-cinque anni usciranno dall'investimento (come? Borsa o vendita )



## SINTESI

- 1) Scrivete un business plan solido, analitico e comprensivo
- 2) Completatelo con un executive summary che sia in grado di attirare l'interesse di chi riceve anche 10.000 business plan all'anno
- 3) Preparatevi un elevator pitch: pensate di avere 4 piani di ascensore per spiegare ad un VC cosa volete fare
- 4) Studiate quale VC fa per voi. Seed, first stage? Specializzato o non specializzato? Intrusivo o finanziario?



**GRAZIE**

