



SEMPlify
MY BUSINESS

N.3

I QUADERNI
DELL'ADVISOR

I QUADERNI DELL'ADVISOR

COSTRUIRE VALORE

Capitale, conferimenti e investitori
nelle Startup Innovative



CONOSCENZA | ESPERIENZA | VALORE

simplifmybusiness.com

Introduzione

Il capitale non è soltanto denaro

Quando un progetto imprenditoriale comincia a prendere forma, arriva quasi sempre il momento in cui occorre confrontarsi con le risorse necessarie per svilupparlo.

Nelle prime fasi l'attenzione è normalmente concentrata sull'idea, sul prodotto, sulla tecnologia e sulle persone che dovranno portare avanti il progetto. Con il passare del tempo, però, diventa necessario tradurre tutto questo in investimenti, costi e fabbisogni finanziari.

È un passaggio naturale nella costruzione di qualsiasi impresa e assume una particolare importanza nelle startup, dove spesso una parte significativa delle risorse deve essere investita prima che l'attività sia in grado di generare ricavi sufficienti.

Quando si arriva a questo punto, la prima domanda riguarda quasi sempre il capitale necessario.

Nel corso della mia attività ho imparato, però, che prima di affrontare questo tema è utile osservare ciò che esiste già.

Una startup, infatti, raramente nasce il giorno in cui viene costituita la società.

Prima possono esserci mesi o anni di lavoro, analisi, sperimentazioni e confronti. Può essere stato sviluppato un software, realizzato un prototipo, depositato un brevetto o costruito un insieme di competenze e conoscenze che rappresenteranno la base dell'attività futura.

In altri casi il progetto è ancora in una fase meno avanzata, ma dispone comunque di persone, relazioni e capacità che hanno consentito all'idea iniziale di evolvere e diventare progressivamente più concreta.

Tutto questo contribuisce alla costruzione del valore della futura impresa.

Non significa, naturalmente, che ogni attività svolta o ogni costo sostenuto possa essere automaticamente trasformato in un valore economico. Significa piuttosto riconoscere che il capitale finanziario è soltanto una delle risorse sulle quali viene costruita una startup.

È una distinzione che considero importante anche quando iniziano i primi confronti con soci e investitori.

Chi ha lavorato al progetto fin dall'inizio tende comprensibilmente a guardare ciò che è stato realizzato e alle prospettive future. Chi valuta la possibilità di investire osserva lo stesso progetto cercando di comprendere quali risultati siano già stati raggiunti, quali rischi rimangano da affrontare e quante risorse saranno ancora necessarie.

È proprio dall'incontro tra queste prospettive che iniziano a prendere forma molte delle decisioni che accompagneranno la crescita della società.

Occorrerà capire quanto capitale serve, quale valore attribuire a ciò che è già stato costruito, quali risorse possono essere trasferite alla società e a quali condizioni potranno successivamente entrare nuovi investitori. Sono decisioni strettamente collegate tra loro.

Una valutazione incide sulle condizioni di un aumento di capitale. L'ingresso di un investitore modifica le partecipazioni dei soci. La scelta di finanziare una determinata fase attraverso capitale proprio, debito o strumenti agevolativi produce conseguenze differenti sulla struttura finanziaria dell'impresa.

Per questo preferisco affrontare questi temi partendo dal progetto e non dagli strumenti.

Prima viene ciò che l'impresa vuole realizzare. Poi vengono le risorse necessarie per farlo e, soltanto successivamente, il modo più coerente per reperirle.

È lo stesso approccio che abbiamo seguito nei primi due Quaderni. Abbiamo cercato prima di comprendere cosa sia una Startup Innovativa e successivamente come un'idea possa progressivamente diventare un'impresa. In questo terzo volume il percorso continua affrontando una fase altrettanto importante: quella nella quale il progetto deve trovare le risorse necessarie per crescere.

Non entreremo nel dettaglio delle singole operazioni societarie o degli strumenti finanziari disponibili. L'obiettivo è più semplice: comprendere la logica che dovrebbe accompagnare alcune delle decisioni economiche e finanziarie più importanti nella vita di una startup.

Perché raccogliere capitale è certamente necessario in molti progetti.

Ma prima ancora di chiedersi quanto capitale raccogliere, credo sia importante comprendere **quale valore abbiamo già costruito e quale valore vogliamo costruire attraverso quelle risorse.**



Capitolo 1

Quanto capitale serve davvero

Quando si costituisce una startup, una delle prime decisioni riguarda inevitabilmente le risorse da destinare alla nuova società. È un tema che può sembrare semplice, ma che nella pratica viene spesso affrontato partendo dal capitale sociale da indicare nell'atto costitutivo, anziché dal progetto che la società dovrà concretamente realizzare.

Sono due aspetti collegati, ma profondamente diversi.

Il capitale sociale rappresenta una componente della struttura patrimoniale della società. Le risorse necessarie per sviluppare una startup dipendono invece dagli investimenti che dovranno essere sostenuti, dai costi della struttura, dai tempi necessari per arrivare sul mercato e, successivamente, dalla capacità dell'impresa di iniziare a generare ricavi.

Una società costituita con 10.000 euro di capitale potrebbe avere bisogno di 200.000 euro per sviluppare il proprio progetto. Allo stesso modo, una startup con un capitale iniziale molto più elevato potrebbe trovarsi nella necessità di raccogliere ulteriori risorse dopo pochi mesi.

Per questo motivo, quando lavoro alla costruzione di un nuovo progetto, preferisco partire da ciò che l'impresa dovrà fare nei successivi dodici, diciotto o ventiquattro mesi.

Lo sviluppo di un prototipo, la realizzazione di un software, l'acquisto di attrezzature, il deposito e la tutela di un brevetto, le attività di ricerca, il personale, le consulenze e l'ingresso sul mercato sono tutti elementi che richiedono risorse. Alcuni sono facilmente quantificabili, altri lo sono meno, soprattutto quando l'impresa si trova ancora in una fase iniziale.

A questi si aggiunge un fattore che ritengo particolarmente importante e che viene talvolta sottovalutato: il tempo.

Una startup può sostenere costi per molti mesi prima di iniziare a generare ricavi significativi. Anche quando il prodotto è pronto, non è detto che il mercato risponda immediatamente. Acquisire i primi clienti, costruire una rete commerciale e trasformare le prime vendite in ricavi ricorrenti richiede normalmente più tempo di quanto si immagini nella fase iniziale.

Il fabbisogno finanziario dovrebbe quindi tenere conto non soltanto del costo necessario per realizzare il progetto, ma anche delle risorse che serviranno per accompagnarlo fino al momento in cui l'attività inizierà a contribuire al proprio sostentamento.

È proprio in questa fase che il business plan assume, a mio avviso, la sua funzione più utile.

Nelle startup le previsioni economiche sono inevitabilmente caratterizzate da un certo grado di incertezza. Non esiste ancora una storia aziendale sulla quale costruire le valutazioni e, molto spesso, non sappiamo con precisione quale sarà la risposta del mercato.

Questo non rende inutile la pianificazione. Semmai la rende ancora più importante.

Non ritengo necessario, almeno nella fase iniziale, costruire modelli particolarmente complessi. È molto più utile predisporre un piano comprensibile, che permetta di collegare gli investimenti e i costi alle diverse fasi del progetto e di verificare come cambia il fabbisogno quando cambiano le ipotesi.

Se lo sviluppo richiede qualche mese in più, dobbiamo essere in grado di comprenderne l'effetto finanziario. Se l'ingresso sul mercato viene posticipato, dobbiamo sapere per quanto tempo la società potrà continuare a sostenere la propria struttura. Se i ricavi crescono più lentamente rispetto alle previsioni, dobbiamo poter valutare quali conseguenze questo avrà sulla liquidità disponibile.

Il business plan, in questa prospettiva, non serve a prevedere esattamente il futuro. Serve soprattutto a capire quali potrebbero essere le conseguenze delle decisioni che prendiamo.

C'è poi un altro aspetto che considero importante. Determinare un fabbisogno complessivo non significa necessariamente dover raccogliere tutte le risorse fin dal primo giorno.

Una startup cresce normalmente attraverso fasi successive. All'inizio può essere necessario verificare la fattibilità del progetto e sviluppare un primo prodotto o prototipo. Successivamente le risorse possono essere destinate all'industrializzazione, alla struttura commerciale o all'ingresso in nuovi mercati.

Immaginiamo un progetto che preveda un fabbisogno complessivo di 500.000 euro nei primi due anni. Non è detto che i fondatori debbano disporre immediatamente dell'intera somma. Una prima parte potrebbe consentire di raggiungere determinati obiettivi e le risorse successive potrebbero essere raccolte quando il progetto avrà già dimostrato qualcosa in più rispetto all'idea iniziale.

Questo passaggio è particolarmente importante perché, nel frattempo, può cambiare anche il valore della startup.

Un progetto che dispone soltanto di un'idea viene inevitabilmente osservato in modo diverso rispetto allo stesso progetto quando dispone di un prototipo funzionante, di una tecnologia tutelata, dei primi clienti o di ricavi già dimostrabili. Ogni risultato raggiunto riduce una parte dell'incertezza iniziale e può creare condizioni differenti per l'ingresso di nuovi capitali.

Per questa ragione preferisco considerare la struttura finanziaria di una startup come qualcosa che accompagna la crescita dell'impresa e che deve essere periodicamente rivista, anziché come una decisione presa una volta per tutte al momento della costituzione.

Naturalmente anche il piano meglio costruito deve lasciare spazio agli imprevisti.

Un'autorizzazione può richiedere più tempo, un prodotto può avere bisogno di ulteriori modifiche, un fornitore può aumentare i propri costi oppure il mercato può rispondere più lentamente rispetto alle previsioni. Sono situazioni abbastanza normali nello sviluppo di un'impresa giovane e non rappresentano necessariamente un segnale che il progetto non stia funzionando.

Diventano però un problema quando la struttura finanziaria è stata costruita senza alcun margine.

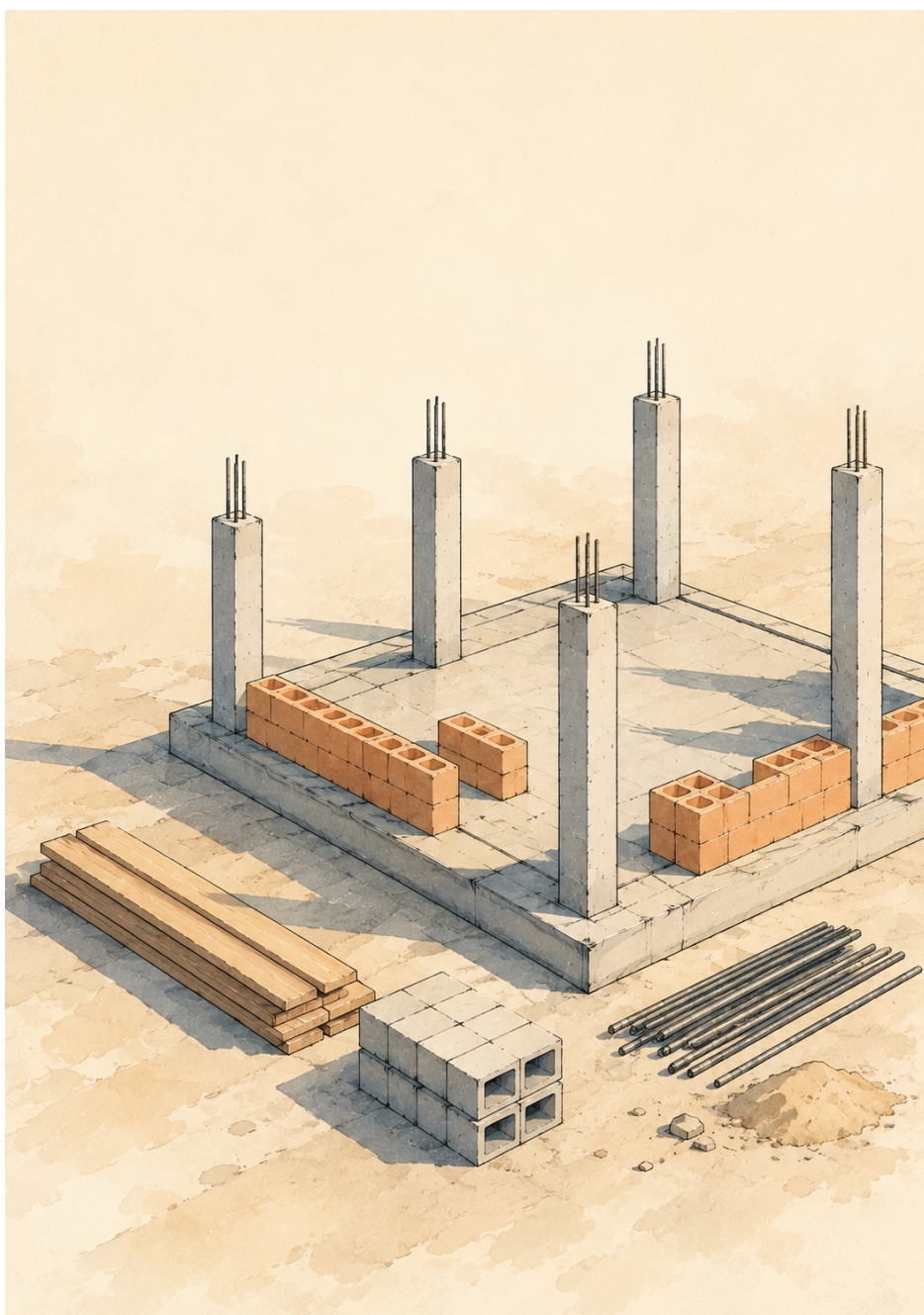
Non significa sovrastimare artificialmente il fabbisogno o immobilizzare risorse che non servono. Significa evitare che un ritardo di qualche mese o un costo non previsto costringano immediatamente la società a cercare nuova finanza in condizioni di urgenza.

È un aspetto al quale attribuisco molta importanza, perché quando la liquidità diventa troppo limitata anche decisioni che dovrebbero essere industriali, commerciali o strategiche finiscono per essere condizionate dalla necessità finanziaria del momento.

Una buona pianificazione non elimina questa possibilità, ma permette di ridurla e, soprattutto, consente all'imprenditore di comprendere in anticipo quando sarà necessario intervenire.

Alla fine, quindi, stabilire quanto capitale serve davvero a una startup significa soprattutto comprendere il percorso che l'impresa dovrà affrontare. Il capitale sociale è una parte di questo percorso, ma non può essere il punto dal quale partire per determinare le risorse necessarie.

Prima viene il progetto, poi vengono i numeri che devono consentire di realizzarlo.



L'esperienza dell'Advisor

Nel corso della mia attività ho visto startup trovarsi in difficoltà non perché il progetto richiedesse risorse eccessive, ma perché il fabbisogno era stato valutato soltanto con riferimento alla fase iniziale. Si erano considerate la costituzione, la realizzazione del prodotto e le prime spese, ma non il tempo necessario per arrivare al mercato e trasformare le prime vendite in un'attività capace di sostenere almeno una parte dei propri costi.

Per questo preferisco costruire il fabbisogno partendo dalle attività che devono essere realizzate e dai tempi ragionevolmente necessari per farlo. Le risorse finanziarie diventano così una conseguenza del progetto e non il presupposto sul quale adattarlo.

Capitolo 2

Dare un valore a ciò che abbiamo costruito

Quando una startup arriva al momento della costituzione, o quando si prepara ad accogliere nuovi soci, una parte importante del lavoro è spesso già stata fatta.

L'idea è stata sviluppata, sono state svolte analisi, possono essere stati realizzati un software o un prototipo, depositato un brevetto, costruito un marchio, avviati rapporti con partner o potenziali clienti. In alcuni casi i fondatori hanno dedicato mesi, se non anni, allo sviluppo del progetto prima ancora che esistesse una società.

È quindi abbastanza naturale che, arrivati a questo punto, emerga la necessità di attribuire un valore a ciò che è stato costruito.

È anche uno dei passaggi più delicati.

Nelle imprese già avviate disponiamo normalmente di bilanci, ricavi, marginalità, flussi finanziari e di una storia aziendale che aiutano a formulare una valutazione. In una startup questi elementi possono essere ancora assenti o poco significativi. Il valore è spesso concentrato proprio in ciò che l'impresa potrà realizzare in futuro e nelle risorse che le consentiranno di farlo.

Questo non significa che qualsiasi idea abbia necessariamente un valore economico.

È una distinzione che considero importante.

Un'intuizione imprenditoriale può essere interessante, ma il percorso compiuto per trasformarla in qualcosa di concreto è ciò che progressivamente contribuisce a costruirne il valore. Una tecnologia sviluppata, un software funzionante, un brevetto, un prototipo validato o i primi risultati ottenuti sul mercato rappresentano elementi molto diversi rispetto alla semplice descrizione di ciò che si vorrebbe realizzare.

Anche il lavoro svolto dai fondatori assume, sotto questo profilo, una particolare importanza.

Non ritengo però corretto limitarsi a sommare il tempo impiegato o i costi sostenuti e considerarli automaticamente come valore della startup. Aver investito 100.000 euro nello sviluppo di un progetto non significa necessariamente aver creato un'attività che vale 100.000 euro. Potrebbe valere di più, ma potrebbe anche valere meno.

Il costo ci racconta quanto abbiamo speso. Il valore cerca invece di rappresentare ciò che abbiamo costruito attraverso quella spesa e le prospettive economiche che ne possono derivare.

La differenza diventa particolarmente evidente quando parliamo di beni immateriali.

Nelle Startup Innovative una parte rilevante del patrimonio può essere rappresentata da software, brevetti, know-how, marchi, banche dati, modelli organizzativi o altre forme di proprietà intellettuale. Sono risorse che non hanno la materialità di un immobile o di un macchinario, ma che possono costituire il vero elemento distintivo dell'impresa.

Attribuire loro un valore richiede necessariamente prudenza.

Non basta possedere un brevetto perché quel brevetto abbia automaticamente un valore elevato. Occorre comprendere quale tecnologia protegge, quale mercato può raggiungere, quanto sia effettivamente utilizzabile dall'impresa e quale vantaggio competitivo possa generare.

Lo stesso vale per un software. Il costo sostenuto per svilupparlo rappresenta certamente un'informazione, ma non esaurisce la valutazione. Un software può aver richiesto investimenti significativi ed essere difficilmente commercializzabile oppure, al contrario, essere stato sviluppato con risorse relativamente contenute e possedere prospettive di utilizzo molto interessanti.

Per questo motivo ritengo che la valutazione degli intangibili debba sempre essere collegata al progetto imprenditoriale nel quale vengono utilizzati.

Il valore non nasce dal bene considerato isolatamente, ma dalla capacità di quel bene di contribuire alla costruzione dell'impresa.

Questo aspetto assume ancora maggiore importanza quando la valutazione non rimane un esercizio interno, ma diventa la base per un'operazione societaria o per il confronto con un investitore.

In quel momento il valore attribuito al progetto produce conseguenze concrete.

Può incidere sulla partecipazione riconosciuta ai fondatori, sulla struttura del capitale, sulle condizioni di ingresso di un nuovo socio e, più in generale, sugli equilibri futuri della società.

È quindi comprensibile che le valutazioni iniziali siano spesso oggetto di discussione.

Il fondatore conosce il lavoro svolto, le difficoltà affrontate e le potenzialità che vede nel progetto. Un investitore tende invece a osservare maggiormente ciò che è già stato dimostrato e i rischi che devono ancora essere superati.

Sono prospettive differenti, entrambe legittime.

Il punto di incontro non dovrebbe essere la ricerca del valore più alto possibile, ma di un valore che possa essere ragionevolmente sostenuto e spiegato.

Una valutazione eccessivamente prudente può non riconoscere adeguatamente il lavoro e le risorse già apportate dai fondatori. Una valutazione troppo elevata, al contrario, può rendere più difficile l'ingresso di nuovi capitali e creare aspettative che l'impresa dovrà successivamente dimostrare di poter sostenere.

Nelle startup la valutazione dovrebbe quindi essere considerata anche come parte di un percorso.

Il valore attribuito all'impresa al momento della costituzione non è necessariamente quello che avrà sei mesi o un anno dopo. Se nel frattempo il progetto raggiunge risultati concreti, completa un prototipo, ottiene una tutela della proprietà intellettuale, acquisisce i primi clienti o dimostra la sostenibilità del proprio modello di business, anche la percezione del suo valore può cambiare in modo significativo.

È uno dei motivi per cui, nel capitolo precedente, abbiamo collegato la raccolta delle risorse alle diverse fasi di sviluppo.

Ogni risultato raggiunto non rappresenta soltanto un avanzamento operativo. Può contribuire a ridurre il rischio del progetto e, di conseguenza, a creare nuove condizioni per la raccolta di capitale.

Credo sia utile mantenere distinti, anche in questo caso, il valore dell'impresa e il capitale sociale.

Il capitale sociale è un dato giuridico e patrimoniale che risponde a regole precise. Il valore economico della startup è invece il risultato di una valutazione molto più ampia, nella quale entrano il progetto, le prospettive, le risorse già sviluppate e la capacità dell'impresa di trasformarle in risultati.

Confondere questi due piani può portare a conclusioni sbagliate, soprattutto quando iniziano le prime trattative con potenziali investitori.

Per questo considero la valutazione non tanto il momento in cui si cerca di assegnare un prezzo all'idea, quanto l'occasione per comprendere meglio ciò che è stato realmente costruito.

Obbliga i fondatori a distinguere le aspettative dai risultati già raggiunti, a individuare gli elementi che rendono il progetto differente e a comprendere quali aspetti dovranno ancora essere sviluppati per aumentare il valore dell'impresa. In questo senso, prima ancora di essere uno strumento finanziario, può diventare uno strumento di consapevolezza.



L'esperienza dell'Advisor

Quando affronto la valutazione di un progetto nelle sue fasi iniziali, cerco sempre di evitare due estremi. Il primo è considerare che, in assenza di ricavi o di una storia aziendale, non esista ancora nulla da valorizzare. Il secondo è attribuire automaticamente un valore economico a tutto il tempo e a tutte le risorse che i fondatori hanno dedicato al progetto.

La realtà si trova normalmente nel mezzo. È necessario ricostruire ciò che è stato effettivamente realizzato, comprenderne l'utilità all'interno del progetto e valutare quanto possa contribuire alle prospettive dell'impresa. È un lavoro che richiede numeri, naturalmente, ma anche una conoscenza molto approfondita del progetto. Ed è proprio per questo che considero la valutazione di una startup qualcosa di diverso dalla semplice applicazione di una formula.

Capitolo 3

Conferire valore nella startup

Dopo aver cercato di comprendere quanto capitale sia necessario e quale valore sia stato costruito prima della nascita della società, il passaggio successivo riguarda il modo in cui le risorse dei fondatori possono essere messe a disposizione della startup.

È un tema particolarmente interessante nelle imprese innovative, perché ciò che i soci portano nel progetto non è sempre rappresentato dal denaro.

Nelle esperienze che ho avuto modo di seguire, mi sono trovato spesso davanti a situazioni nelle quali una parte importante del progetto era già stata sviluppata prima della costituzione della società. Potevano esserci un software, un brevetto, un marchio, una tecnologia, un prototipo oppure altri beni e diritti che avrebbero successivamente rappresentato una componente importante dell'attività della startup.

In questi casi diventa necessario comprendere come trasferire questo valore alla nuova società.

Il conferimento in denaro rappresenta certamente la situazione più semplice. I soci sottoscrivono il capitale e mettono a disposizione della società le risorse finanziarie necessarie per iniziare l'attività.

Non sempre, però, questa soluzione rappresenta adeguatamente la storia del progetto.

Immaginiamo due fondatori che abbiano lavorato per un lungo periodo allo sviluppo di una tecnologia e che, al momento della costituzione della società, decidano di coinvolgere un terzo soggetto che apporta denaro. Se si considerasse soltanto la componente finanziaria, si rischierebbe di non rappresentare correttamente ciò che i primi soci hanno già costruito.

È qui che i conferimenti diversi dal denaro assumono una particolare importanza.

Un bene o un diritto che possiede un valore economico e che può essere trasferito alla società può, ricorrendone le condizioni previste dalla disciplina societaria, entrare a far parte del patrimonio della startup. Il tema non riguarda quindi soltanto beni materiali, ma può interessare proprio quelle risorse immateriali che caratterizzano molte imprese innovative.

Un brevetto ne è probabilmente l'esempio più immediato.

Se una tecnologia è stata sviluppata e tutelata prima della costituzione della società, può essere opportuno valutare il suo trasferimento alla startup affinché sia quest'ultima a disporne e a utilizzarla nel proprio progetto industriale.

Lo stesso ragionamento può riguardare un software già sviluppato, purché siano chiaramente individuati i diritti trasferiti e sia possibile attribuire loro un valore economicamente sostenibile.

Anche marchi, determinati crediti e altri beni o diritti possono assumere rilevanza nella costruzione iniziale della società. Ogni situazione, naturalmente, richiede una verifica specifica, perché non tutto ciò che possiede un valore per il progetto può automaticamente essere trattato nello stesso modo dal punto di vista societario.

Questa distinzione è importante.

Nel capitolo precedente abbiamo visto che una startup può aver costruito valore attraverso molti elementi. Il fatto che un elemento contribuisca al valore complessivo dell'impresa non significa necessariamente che possa essere iscritto o conferito nel capitale sociale secondo le stesse modalità di un bene o di un diritto autonomamente individuabile.

Il know-how è un buon esempio.

Le conoscenze maturate dai fondatori possono rappresentare uno degli elementi più importanti del progetto, ma la loro valorizzazione e il loro eventuale trasferimento alla società richiedono un'analisi molto più attenta rispetto a quella necessaria per un bene facilmente identificabile.

Lo stesso vale per l'idea imprenditoriale.

Un'idea può essere alla base dell'intero progetto e avere richiesto anni di esperienza per essere sviluppata, ma non per questo diventa automaticamente un bene conferibile. Occorre distinguere ciò che contribuisce alla valutazione economica della startup da ciò che può concretamente formare oggetto di un apporto al capitale.

È una distinzione che, nella pratica, aiuta anche a evitare valutazioni eccessivamente semplicistiche.

Il conferimento non serve soltanto ad aumentare il capitale

A mio avviso, il conferimento di un bene immateriale deve essere osservato anche da un'altra prospettiva.

Quando un brevetto, un software o un altro diritto essenziale per il progetto appartiene personalmente a uno dei fondatori, la startup potrebbe trovarsi a sviluppare la propria attività utilizzando una risorsa che formalmente non le appartiene.

Nelle primissime fasi questo aspetto può essere sottovalutato. Diventa però molto più rilevante quando la società cresce, cerca finanziamenti o apre il capitale a nuovi investitori.

Chi decide di investire vuole normalmente comprendere quali siano le risorse sulle quali l'impresa costruisce il proprio vantaggio competitivo e, soprattutto, chi ne sia proprietario.

Una startup tecnologica che dipende da un software o da un brevetto detenuto personalmente da uno dei soci presenta una situazione diversa rispetto a una società che dispone direttamente dei diritti necessari per sviluppare il proprio modello di business.

Il conferimento può quindi avere anche una funzione di razionalizzazione.

Consente di portare all'interno della società una parte del patrimonio sul quale il progetto è stato costruito e di rendere più chiaro il rapporto tra i fondatori e l'impresa.

Naturalmente questa scelta deve essere valutata con attenzione.

Trasferire un bene alla società significa separarlo dal patrimonio personale del fondatore e attribuirlo stabilmente alla startup. Non è quindi un'operazione che dovrebbe essere effettuata soltanto per aumentare formalmente il capitale sociale o per presentare una struttura patrimoniale apparentemente più importante.

Deve avere una logica industriale ed economica.

Se quel bene è destinato a essere utilizzato stabilmente dalla startup e rappresenta una componente essenziale del progetto, il suo trasferimento può essere coerente con la costruzione dell'impresa. Se invece il

collegamento con l'attività è marginale, probabilmente il conferimento non rappresenta lo strumento più adatto.

Valutare prima di conferire

Quando il conferimento riguarda beni diversi dal denaro, il tema della valutazione diventa inevitabilmente centrale.

Ed è qui che il ragionamento sviluppato nel capitolo precedente assume una conseguenza concreta.

Attribuire un valore a un software, a un brevetto o a un altro bene immateriale non significa scegliere un importo che consenta di raggiungere il capitale sociale desiderato. Significa cercare di determinare un valore che possa essere ragionevolmente spiegato e sostenuto.

A seconda della forma societaria e dell'operazione utilizzata, la normativa prevede specifiche modalità di valutazione e, nei casi previsti, l'intervento di un esperto attraverso una relazione di stima. Sono aspetti tecnici che devono naturalmente essere verificati nell'operazione concreta e che non intendo approfondire in queste pagine.

Quello che considero importante, dal punto di vista dell'imprenditore, è il principio che sta alla base di queste regole.

Quando attribuiamo a un bene un valore che avrà effetti sulla struttura patrimoniale della società e sulle partecipazioni dei soci, quella valutazione deve essere credibile.

Non riguarda soltanto la contabilità.

Se un fondatore conferisce un bene valutato 300.000 euro e un altro socio apporta 100.000 euro in denaro, la valutazione del primo apporto incide inevitabilmente sull'equilibrio tra i soci. Diventa quindi parte della costruzione stessa della compagine societaria.

Per questo motivo ritengo che il conferimento debba essere progettato insieme alla struttura complessiva dell'operazione e non affrontato come un adempimento da risolvere al momento della costituzione.

Capitale e proprietà non devono essere confusi

C'è infine un aspetto che considero particolarmente importante nelle Startup Innovative.

Attribuire correttamente il valore agli apporti dei fondatori non significa necessariamente trasformare tutto ciò che esiste nel progetto in capitale sociale.

Una startup deve mantenere una struttura sufficientemente flessibile per poter affrontare le successive fasi di crescita.

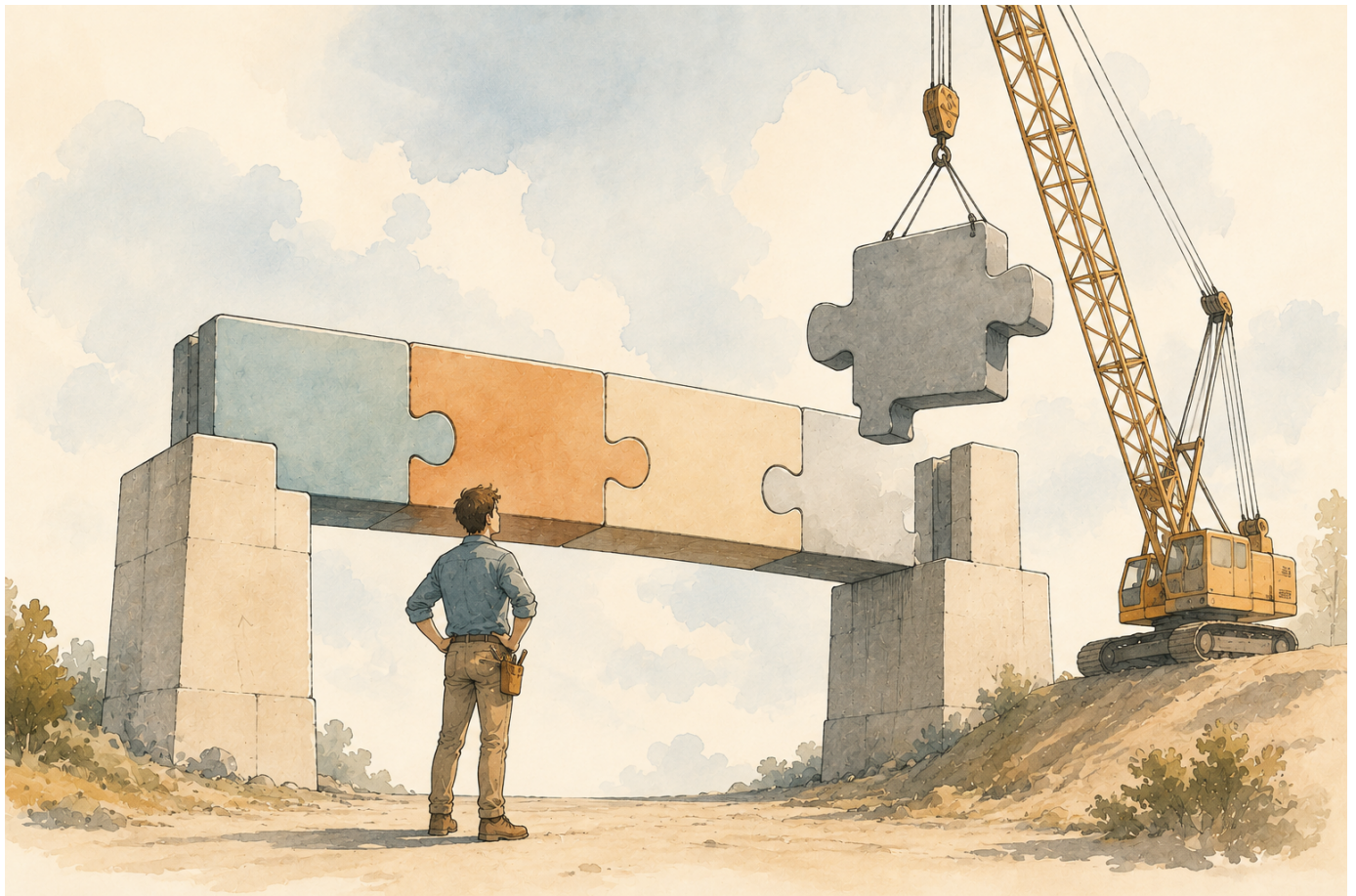
Nel tempo potranno entrare investitori, essere effettuati aumenti di capitale, cambiare le valutazioni dell'impresa e rendersi necessari nuovi apporti. La struttura costruita all'inizio dovrebbe quindi essere sufficientemente solida da rappresentare ciò che esiste, ma anche sufficientemente equilibrata da consentire ciò che potrebbe accadere dopo.

È uno dei motivi per cui considero poco utile partire da un capitale sociale prestabilito e cercare successivamente beni da valorizzare per raggiungerlo.

Il percorso dovrebbe essere esattamente opposto.

Si parte dalle risorse realmente esistenti, si comprende quali abbiano una propria autonomia e un valore economicamente sostenibile, si valuta quali sia opportuno trasferire alla società e soltanto a quel punto si costruisce la struttura patrimoniale più coerente con il progetto.

In questo modo il capitale non diventa un numero da raggiungere, ma la rappresentazione di una parte delle risorse sulle quali l'impresa ha deciso di costruire il proprio futuro.



L'esperienza dell'Advisor

Mi è capitato di lavorare a progetti nei quali una parte significativa del valore era stata costruita prima ancora della nascita della società. In questi casi il lavoro più importante non è stato quello di cercare di attribuire il valore più elevato possibile agli apporti dei fondatori, ma di comprendere quali risorse fosse realmente opportuno trasferire alla startup e con quale funzione.

Software, proprietà intellettuale, marchi e altri beni immateriali possono contribuire in modo importante alla costruzione patrimoniale di un'impresa innovativa, ma credo sia sempre necessario partire dalla loro utilità all'interno del progetto. La valutazione viene dopo.

Quando questo percorso viene fatto correttamente, il conferimento non rappresenta soltanto un modo per formare il capitale sociale. Diventa uno degli strumenti attraverso i quali ciò che i fondatori hanno costruito prima della società entra, in modo ordinato e riconoscibile, nel patrimonio dell'impresa.

Capitolo 4

Quando entra un investitore

L'ingresso di un investitore rappresenta spesso uno dei primi momenti nei quali il valore attribuito alla startup deve confrontarsi con un soggetto esterno.

Fino a quel momento i fondatori hanno costruito il progetto, sostenuto i primi costi, sviluppato la tecnologia o il prodotto e, come abbiamo visto nei capitoli precedenti, possono aver trasferito alla società beni e diritti che erano già stati realizzati. La valutazione dell'impresa è rimasta però, almeno in parte, all'interno del progetto.

Quando arriva un investitore la prospettiva cambia.

Chi decide di apportare capitale deve comprendere quale partecipazione riceverà in cambio delle risorse investite. Da questo momento il valore della startup non rappresenta più soltanto una valutazione economica, ma diventa uno degli elementi sui quali costruire l'accordo tra i soci esistenti e il nuovo investitore.

È anche il momento nel quale emergono con maggiore evidenza alcune differenze di prospettiva.

I fondatori tendono naturalmente a guardare il percorso già compiuto. Conoscono il tempo dedicato al progetto, gli investimenti sostenuti, le difficoltà superate e le potenzialità che ritengono di poter sviluppare negli anni successivi.

L'investitore osserva lo stesso progetto da una posizione differente. Valuta ciò che è stato realizzato, ma considera anche quanto rimane ancora da fare, le risorse che saranno necessarie, il mercato, la concorrenza e il rischio che inevitabilmente accompagna un'impresa nelle sue prime fasi.

Non considero questa differenza un problema. È semplicemente parte del confronto.

La valutazione che emerge dalla trattativa rappresenta quindi anche un punto di equilibrio tra queste due prospettive.

Per comprendere il meccanismo possiamo utilizzare un esempio molto semplice.

Immaginiamo una startup alla quale, prima dell'ingresso di un nuovo investitore, venga attribuito un valore di 750.000 euro. L'investitore è disponibile ad apportare 250.000 euro attraverso un aumento di capitale.

Dopo l'operazione, il valore complessivo preso a riferimento sarà pari a 1.000.000 di euro e il nuovo investitore avrà apportato il 25% di tale valore.

In termini molto semplici:

Valore della startup prima dell'investimento: € 750.000

Nuovo capitale apportato: € 250.000

Valore dopo l'investimento: € 1.000.000

Partecipazione del nuovo investitore: 25%

I soci che prima dell'operazione possedevano complessivamente il 100% della società si troveranno quindi a detenere il restante 75%.

È questo il meccanismo che, nella terminologia utilizzata normalmente nelle operazioni di investimento, porta a distinguere tra valore **pre-money**, cioè il valore attribuito alla società prima dell'ingresso del nuovo capitale, e valore **post-money**, che tiene conto anche delle nuove risorse apportate.

Sono termini molto utilizzati nel mondo delle startup, ma il concetto che rappresentano è piuttosto semplice. La parte più complessa non è il calcolo. È stabilire quale valore attribuire alla società prima dell'investimento.

Ed è qui che torna tutto il ragionamento sviluppato nei capitoli precedenti.

Se la startup dispone soltanto di un'idea, la valutazione dovrà necessariamente tenere conto dell'elevato livello di incertezza. Se, invece, ha già sviluppato un prodotto, dispone di proprietà intellettuale, ha ottenuto le prime conferme dal mercato o ha iniziato a generare ricavi, esistono maggiori elementi sui quali costruire il confronto.

Anche per questo motivo il momento nel quale si decide di raccogliere capitale può incidere in modo significativo sugli equilibri futuri della società.

Raccogliere 250.000 euro quando l'impresa vale 250.000 euro significa cedere una partecipazione molto diversa rispetto alla raccolta della stessa somma quando il progetto ha raggiunto una valutazione di 750.000 euro o di un milione.

Non significa che sia sempre opportuno aspettare.

Se quelle risorse sono necessarie per raggiungere il risultato che consentirà alla startup di crescere, rinviare l'investimento potrebbe impedire proprio la creazione di quel valore futuro.

È quindi necessario trovare un equilibrio tra il capitale di cui l'impresa ha bisogno e il momento nel quale raccoglierlo.

La percentuale non è l'unico elemento da valutare

Quando si discute dell'ingresso di un investitore, l'attenzione dei fondatori si concentra comprensibilmente sulla percentuale di capitale che dovrà essere ceduta.

È importante, ma non è l'unico aspetto che considero.

Due investitori che acquisiscono la stessa partecipazione possono avere un impatto completamente diverso sulla vita della società.

Un investitore può limitarsi ad apportare capitale. Un altro può mettere a disposizione competenze, relazioni industriali, accesso a nuovi mercati o esperienza nella gestione delle successive fasi di crescita. Allo stesso modo, possono essere molto diverse le aspettative rispetto ai tempi dell'investimento e alle modalità con cui, in futuro, l'investitore intenderà valorizzare la propria partecipazione.

Esistono poi gli aspetti relativi alla governance.

L'ingresso nel capitale può essere accompagnato dalla richiesta di partecipare ad alcune decisioni, nominare componenti degli organi societari, ricevere informazioni periodiche o prevedere specifiche tutele per determinate operazioni.

Sono temi che non approfondirei in questa sede dal punto di vista giuridico, ma che ritengo importante considerare quando si valuta un'offerta di investimento.

Concentrarsi soltanto sulla valutazione economica rischia infatti di far perdere di vista il rapporto che si sta costruendo.

Come abbiamo già visto nel secondo Quaderno parlando della scelta dei soci, l'ingresso di un nuovo soggetto modifica inevitabilmente gli equilibri della società. Quando quel soggetto è anche un investitore professionale, il cambiamento può essere ancora più significativo.

Per questo ritengo che una buona operazione non sia necessariamente quella che attribuisce alla startup la valutazione più elevata.

È quella che mette a disposizione dell'impresa le risorse necessarie per raggiungere la fase successiva, mantenendo un equilibrio ragionevole tra gli interessi dei fondatori, quelli dell'investitore e le esigenze del progetto.

Una valutazione molto elevata può apparire particolarmente favorevole ai soci esistenti perché consente di raccogliere capitale cedendo una percentuale inferiore. Tuttavia, quella valutazione diventerà anche un punto di riferimento per le operazioni successive.

Se la società non riuscirà a crescere in modo coerente, la raccolta successiva potrebbe avvenire a condizioni meno favorevoli.

Anche per questo considero preferibile una valutazione sostenibile rispetto a una valutazione costruita esclusivamente per ridurre la partecipazione da riconoscere al nuovo socio.

L'ingresso dell'investitore è una tappa, non il risultato finale

Nelle startup destinate a crescere attraverso più fasi di investimento è utile guardare all'operazione anche in prospettiva.

Il primo aumento di capitale raramente rappresenta l'ultimo.

Se il progetto crescerà, potranno essere necessarie nuove risorse e potranno entrare altri investitori. La partecipazione dei fondatori sarà quindi destinata, almeno in molti casi, a ridursi progressivamente.

È un fenomeno normale e non deve essere valutato soltanto osservando la percentuale posseduta.

Detenere il 100% di un progetto che non dispone delle risorse necessarie per svilupparsi può essere meno interessante che possedere una percentuale inferiore di un'impresa che, grazie all'ingresso di capitale e competenze, è riuscita a crescere e ad aumentare significativamente il proprio valore.

Questo non significa che la diluizione debba essere accettata senza attenzione. Al contrario, deve essere pianificata e compresa, soprattutto quando si immaginano più round di investimento.

Significa però evitare di considerare la percentuale come l'unico parametro attraverso il quale misurare la convenienza dell'operazione.

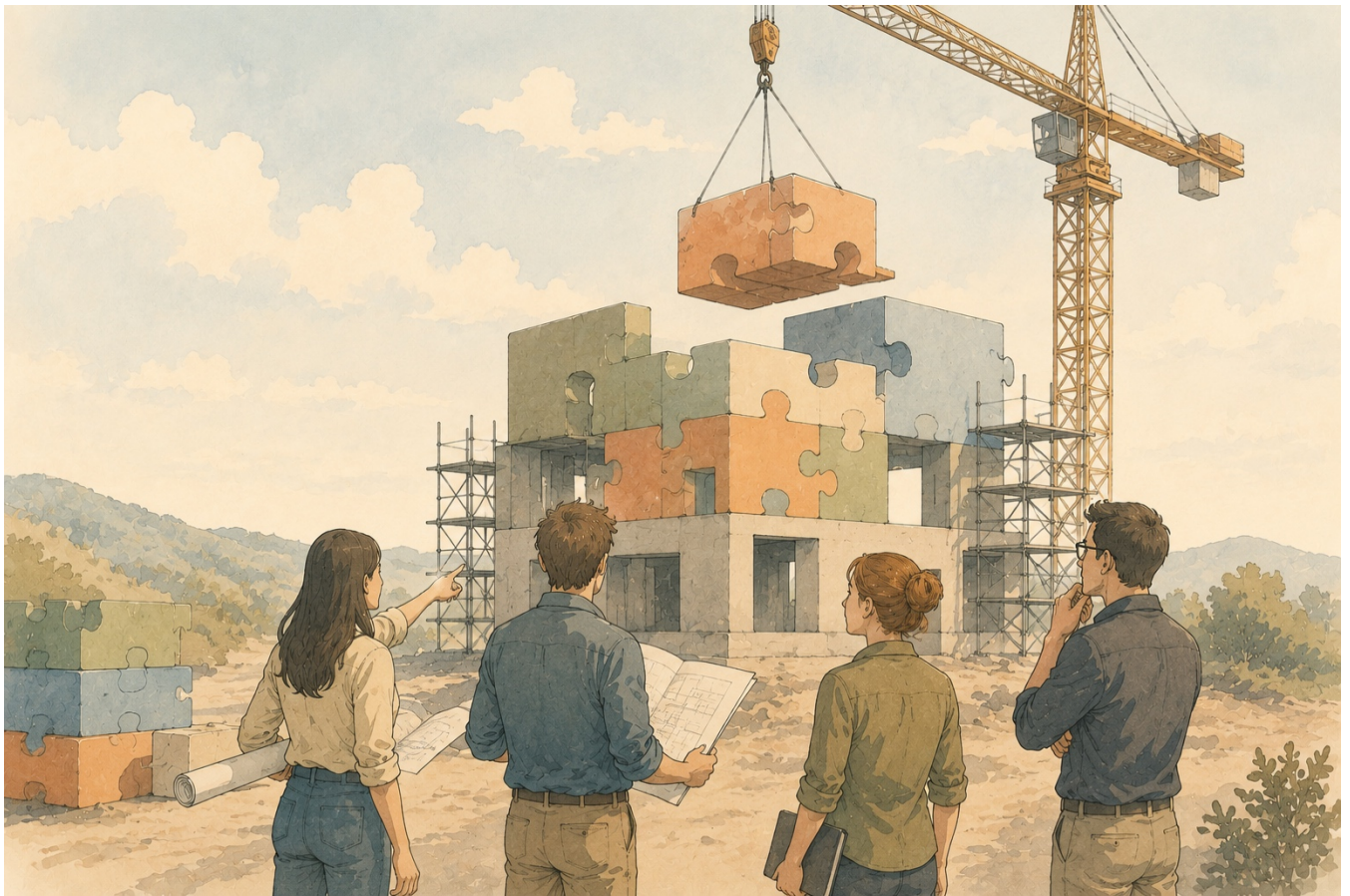
Alla fine, ciò che dovrebbe interessare ai fondatori non è soltanto quanto possiederanno dopo l'ingresso dell'investitore, ma quale impresa potranno costruire insieme alle nuove risorse che sono entrate nella società.

L'esperienza dell'Advisor

Nelle trattative con potenziali investitori ho visto spesso concentrare gran parte della discussione sulla valutazione della società e sulla percentuale da riconoscere al nuovo socio. Sono aspetti certamente importanti, ma con il tempo ho imparato a dedicare altrettanta attenzione a ciò che accadrà il giorno successivo all'investimento.

Occorre capire quali obiettivi dovranno essere raggiunti con le nuove risorse, quanto tempo quelle risorse consentiranno di finanziare la crescita e quale potrebbe essere il fabbisogno successivo. Allo stesso modo è importante comprendere quale contributo l'investitore potrà offrire oltre al capitale e quali aspettative abbia rispetto allo sviluppo dell'impresa.

La valutazione determina le condizioni alle quali l'investitore entra. La qualità dell'operazione, invece, si misura soprattutto nella capacità di creare le condizioni perché il valore della società possa crescere dopo il suo ingresso.



Capitolo 5

Crescere condividendo il capitale

L'ingresso di un investitore porta inevitabilmente a un cambiamento nella struttura della società. Fino a quel momento il capitale apparteneva ai fondatori e agli eventuali soci che avevano partecipato alle prime fasi del progetto. Con un aumento di capitale entrano nuove risorse, ma entra anche un nuovo soggetto con una propria partecipazione.

La conseguenza è che le percentuali dei soci esistenti si riducono.

È quello che normalmente definiamo **diluizione**.

Nel mondo delle startup è un passaggio frequente e, in molti casi, necessario. Eppure è anche uno degli aspetti che crea maggiori perplessità nei fondatori, perché la riduzione della propria percentuale viene facilmente percepita come una perdita di qualcosa che è stato costruito nel tempo.

È una reazione comprensibile.

Chi ha dato vita al progetto tende naturalmente a misurare la propria posizione anche attraverso la percentuale posseduta. Passare dal 50% al 40%, oppure dal 40% al 30%, può quindi sembrare immediatamente uno svantaggio.

Credo però che la diluizione debba essere osservata insieme a ciò che accade alla società.

Nel capitolo precedente abbiamo utilizzato l'esempio di una startup valutata 750.000 euro nella quale un investitore apporta 250.000 euro. Dopo l'operazione il nuovo socio possiede il 25%, mentre i soci precedenti mantengono complessivamente il 75%.

Se immaginiamo che prima dell'investimento esistessero due fondatori con il 50% ciascuno, dopo l'aumento di capitale ciascuno di loro deterrà il 37,5%.

La riduzione percentuale è evidente.

Ma la società dispone ora anche di 250.000 euro che prima non aveva e che dovrebbero consentirle di affrontare una nuova fase del progetto.

È questo il punto sul quale ritengo utile concentrare l'attenzione.

La diluizione non dovrebbe essere valutata soltanto osservando quanto capitale della società viene ceduto, ma anche chiedendosi cosa sarà possibile costruire grazie alle nuove risorse.

Se l'investimento permette di completare un prodotto, industrializzare una tecnologia, rafforzare la struttura commerciale o entrare in un nuovo mercato, la riduzione della percentuale dei fondatori può essere accompagnata da un aumento del valore complessivo dell'impresa.

Naturalmente questo risultato non è automatico.

Il capitale raccolto crea un'opportunità. Sarà poi la capacità della startup di utilizzarlo correttamente a determinare se quell'opportunità si tradurrà realmente in crescita.

Per questo non considero la diluizione né positiva né negativa in termini assoluti. È una conseguenza della scelta di condividere una parte della proprietà dell'impresa per mettere a disposizione del progetto nuove risorse.

Guardare oltre il primo aumento di capitale

Il ragionamento diventa ancora più importante quando sappiamo che il primo investimento probabilmente non sarà sufficiente a finanziare l'intero percorso della startup.

Molti progetti innovativi richiedono più fasi di raccolta.

Una prima operazione può servire per completare lo sviluppo e raggiungere il mercato. Una seconda può finanziare la crescita commerciale. Successivamente potrebbero essere necessarie ulteriori risorse per l'internazionalizzazione, l'industrializzazione o l'aumento della capacità produttiva.

Ogni nuovo aumento di capitale può comportare una nuova modifica delle partecipazioni.

Riprendiamo il nostro esempio.

Dopo il primo investimento i due fondatori possiedono il 37,5% ciascuno e il primo investitore il 25%.

Supponiamo che, dopo un periodo di crescita, la società venga valutata 2 milioni di euro e raccolga ulteriori 500.000 euro da un secondo investitore.

Il nuovo socio apporterà il 20% del valore post-money della società. Se nessuno degli altri soci sottoscrive ulteriori quote, le loro partecipazioni si ridurranno proporzionalmente.

La situazione potrebbe quindi essere rappresentata in questo modo:

Socio	Inizialmente	Dopo il primo investimento	Dopo il secondo investimento
Fondatore A	50%	37,5%	30%
Fondatore B	50%	37,5%	30%
Primo investitore	—	25%	20%
Secondo investitore	—	—	20%
Totale	100%	100%	100%

Dopo due operazioni ciascun fondatore è passato dal 50% al 30%.

Se osservassimo soltanto questo dato, potremmo concludere che abbia perso una parte significativa della propria partecipazione.

Ma nel frattempo è cambiata anche la società.

Il progetto che inizialmente apparteneva interamente ai due fondatori ha ricevuto complessivamente 750.000 euro di nuovi capitali, ha attraversato diverse fasi di sviluppo e, nel nostro esempio, è arrivato al secondo investimento con una valutazione pre-money di 2 milioni di euro.

La percentuale posseduta è quindi soltanto uno degli elementi attraverso i quali valutare il percorso.

Questo non significa, naturalmente, che una valutazione ottenuta in occasione di un aumento di capitale rappresenti automaticamente il prezzo al quale un socio potrebbe vendere la propria partecipazione. Nelle

startup il valore rimane legato alle prospettive dell'impresa e presenta inevitabilmente un livello di incertezza.

L'esempio serve piuttosto a comprendere perché **una percentuale più piccola non significhi necessariamente possedere meno valore.**

La diluizione va pensata prima

Quando un progetto richiede capitali significativi, ritengo utile provare a immaginare fin dall'inizio non soltanto il primo aumento di capitale, ma anche quelli che potrebbero ragionevolmente seguirlo.

Non significa cercare di prevedere oggi quale sarà la valutazione della società tra tre anni. Sarebbe poco realistico.

Significa comprendere che le decisioni assunte nelle prime fasi condizioneranno anche quelle successive.

Se una startup cede una partecipazione molto significativa quando il progetto è ancora all'inizio e la sua valutazione è inevitabilmente contenuta, potrebbe trovarsi successivamente con margini più limitati per accogliere nuovi investitori.

Allo stesso tempo, cercare di difendere a tutti i costi le percentuali iniziali può essere altrettanto rischioso.

Se l'impresa non dispone delle risorse necessarie per sviluppare il progetto, mantenere una partecipazione molto elevata può avere un significato relativo.

È quindi ancora una volta una questione di equilibrio.

La domanda che cerco di pormi non è soltanto quanta partecipazione stiamo cedendo, ma quale risultato intendiamo raggiungere attraverso le risorse che riceviamo in cambio.

Se per arrivare a un determinato obiettivo servono 300.000 euro, ha senso comprendere cosa potrà ragionevolmente valere l'impresa una volta raggiunto quel risultato. In questo modo l'aumento di capitale viene inserito all'interno di un percorso e non rimane un'operazione isolata.

La startup raccoglie risorse per raggiungere una fase successiva. Se quella fase viene raggiunta, il progetto dovrebbe presentarsi alla raccolta successiva con qualcosa in più: un prodotto completato, maggiori ricavi, nuovi clienti, una tecnologia validata o una presenza più significativa sul mercato.

È così che, idealmente, capitale e valore dovrebbero crescere insieme.

Non tutto deve essere finanziato cedendo quote

C'è infine un aspetto che prepara il ragionamento che svilupperemo nel capitolo successivo.

Se ogni esigenza finanziaria viene affrontata esclusivamente attraverso aumenti di capitale, la diluizione dei soci può diventare molto significativa nel tempo.

Nelle prime fasi l'equity rappresenta spesso la soluzione più coerente, perché il rischio del progetto è ancora elevato e la capacità della società di sostenere un indebitamento può essere limitata.

Con la crescita dell'impresa, però, possono diventare disponibili anche altre possibilità.

Una parte degli investimenti potrebbe essere sostenuta attraverso strumenti agevolativi. In una fase più matura potrebbe essere possibile ricorrere al credito. Determinati investimenti potrebbero essere finanziati attraverso strumenti costruiti specificamente sulla loro durata e sulle caratteristiche dell'impresa.

La capacità di combinare nel tempo fonti diverse consente quindi non soltanto di finanziare la crescita, ma anche di evitare che ogni nuova necessità si traduca automaticamente nella cessione di un'ulteriore parte della società.

Questo non significa utilizzare il debito per evitare la diluizione a qualsiasi costo.

Significa semplicemente riconoscere che, mentre la startup cresce, anche la sua struttura finanziaria può diventare più articolata.

Ed è proprio questa evoluzione che permette di passare progressivamente da un progetto sostenuto prevalentemente dal capitale dei fondatori e degli investitori a un'impresa capace di utilizzare fonti finanziarie differenti.



L'esperienza dell'Advisor

Quando affronto un aumento di capitale con i fondatori, la percentuale che rimarrà dopo l'operazione è naturalmente uno dei primi elementi che analizziamo.

Cerco però di affiancare a quel dato una seconda valutazione: cosa dovrà essere diventata la società quando le risorse che stiamo raccogliendo saranno state utilizzate.

È questo passaggio che, a mio avviso, permette di leggere diversamente la diluizione.

Se cediamo una parte del capitale ma le nuove risorse consentono alla startup di raggiungere una fase che da sola non avrebbe potuto affrontare, la riduzione della partecipazione entra in un percorso di crescita. Se

invece raccogliamo continuamente capitale senza riuscire a costruire nuovo valore, il problema non è più la diluizione, ma il modello che stiamo finanziando.

Per questo preferisco ragionare sulla partecipazione dei fondatori insieme al fabbisogno futuro dell'impresa. Sapere che probabilmente serviranno altri capitali permette di affrontare il primo investimento con una prospettiva diversa e di costruire una struttura societaria che mantenga spazio per le fasi successive.

Alla fine, non credo che l'obiettivo debba essere conservare la percentuale più elevata possibile.

L'obiettivo dovrebbe essere **conservare una partecipazione significativa in un'impresa che abbia avuto le risorse necessarie per diventare più grande e creare valore.**

Capitolo 6

Il capitale deve accompagnare la crescita

Nei capitoli precedenti abbiamo parlato soprattutto del capitale apportato dai soci e dagli investitori. È una scelta naturale, perché nelle prime fasi di una startup le risorse proprie rappresentano spesso la principale fonte con cui finanziare lo sviluppo del progetto.

Con la crescita dell'impresa, però, il quadro tende a diventare più articolato.

Una startup può avere bisogno di finanziare attività molto diverse tra loro: ricerca e sviluppo, realizzazione di un prototipo, industrializzazione, acquisto di attrezzature, assunzione di personale, sviluppo commerciale o ingresso in nuovi mercati. Pensare che tutte queste esigenze debbano essere sostenute attraverso continui aumenti di capitale rischia di creare una struttura poco equilibrata e, soprattutto, di determinare una diluizione dei soci maggiore di quella realmente necessaria.

Per questo motivo ritengo che il tema non sia semplicemente trovare capitale, ma costruire nel tempo una struttura finanziaria coerente con le diverse fasi dell'impresa.

All'inizio il capitale dei fondatori svolge una funzione fondamentale. È spesso quello che consente di trasformare l'idea in qualcosa di concreto e di raggiungere i primi risultati. In questa fase ricorrere al debito può essere difficile, ma soprattutto può non essere la soluzione più adatta. Una società che non ha ancora ricavi significativi e deve sostenere attività caratterizzate da un elevato grado di incertezza ha bisogno di risorse che possano sopportare il rischio iniziale del progetto.

Con il progressivo sviluppo dell'impresa possono entrare investitori esterni. Come abbiamo visto, il loro apporto non dovrebbe essere valutato soltanto per la disponibilità finanziaria che mettono a disposizione. In molti casi l'investitore contribuisce anche attraverso competenze, relazioni, conoscenza del mercato e capacità di accompagnare la startup verso una fase successiva.

L'equity ha però un costo particolare: non genera necessariamente una rata o un interesse, ma comporta la condivisione della proprietà dell'impresa e del valore che questa potrà creare in futuro.

È una considerazione che ritengo importante soprattutto quando la startup comincia a diventare più strutturata.

Se ogni nuovo fabbisogno viene coperto attraverso l'ingresso di nuovi soci, i fondatori possono progressivamente ridurre la propria partecipazione anche per finanziare investimenti che, in una fase più matura, avrebbero potuto essere sostenuti attraverso strumenti differenti.

È qui che possono iniziare ad assumere maggiore rilevanza il debito e le altre forme di finanziamento.

Una società che ha raggiunto una maggiore stabilità, dispone dei primi ricavi e riesce a dimostrare la sostenibilità del proprio modello può iniziare a utilizzare anche il credito per finanziare una parte della crescita. Naturalmente la capacità di ricorrere al debito dipende dalla situazione concreta dell'impresa e dalla sua possibilità di sostenere il rimborso.

Il debito, a differenza dell'equity, non modifica normalmente le percentuali di partecipazione dei soci, ma introduce un impegno finanziario che dovrà essere rispettato indipendentemente dall'andamento futuro del valore della società.

Non considero quindi il debito migliore o peggiore rispetto al capitale di rischio. Risponde semplicemente a esigenze differenti.

Una startup nelle prime fasi, con ricavi ancora incerti e un prodotto da sviluppare, difficilmente dovrebbe costruire il proprio progetto facendo affidamento prevalentemente su risorse che devono essere rimborsate secondo scadenze prestabilite. Una società che ha invece raggiunto una maggiore maturità può trovare nel debito uno strumento utile per sostenere investimenti senza dover necessariamente aprire ulteriormente il proprio capitale.

Tra queste due componenti esiste poi un insieme molto ampio di strumenti che può assumere particolare importanza per le Startup Innovative.

La finanza agevolata ne rappresenta uno degli esempi più interessanti.

Nel corso degli ultimi anni sono stati introdotti numerosi strumenti destinati a sostenere la ricerca, l'innovazione, la digitalizzazione, l'internazionalizzazione e gli investimenti delle imprese. Alcuni prevedono contributi, altri finanziamenti a condizioni agevolate, altri ancora combinano diverse forme di intervento.

Non credo però che una startup debba costruire il proprio progetto partendo dal bando disponibile in quel momento.

È un approccio che ho visto più volte e che considero poco efficace.

Prima dovrebbe esserci il progetto, con i suoi obiettivi, gli investimenti necessari e i tempi previsti. Solo successivamente ha senso verificare se esistano strumenti agevolativi coerenti con ciò che l'impresa ha già deciso di realizzare.

Adattare il progetto esclusivamente per accedere a un'agevolazione può portare a sostenere investimenti che non rappresentano una reale priorità oppure a modificare tempi e decisioni per esigenze che non sono quelle dell'impresa.

Quando invece lo strumento agevolativo si inserisce in un programma già definito, può diventare una componente molto utile della struttura finanziaria.

Può ridurre il fabbisogno di equity, consentire ai soci di destinare le proprie risorse ad altre attività e, in alcuni casi, rendere sostenibili investimenti che sarebbero difficili da affrontare utilizzando soltanto capitale proprio.

Anche in questo caso, quindi, considero importante il concetto di equilibrio.

Non esiste una fonte finanziaria adatta a tutto

Nella costruzione di un piano finanziario tendo a evitare una distinzione troppo rigida tra capitale proprio, investitori, finanza agevolata e debito.

Preferisco partire dalla destinazione delle risorse.

Se dobbiamo finanziare una fase di ricerca caratterizzata da risultati ancora incerti, avremo probabilmente bisogno di risorse capaci di sostenere quel rischio. Se dobbiamo acquistare un'attrezzatura destinata a essere utilizzata per diversi anni, può essere ragionevole valutare uno strumento finanziario con una durata coerente con quell'investimento. Se dobbiamo accelerare l'ingresso sul mercato, potrebbe essere utile coinvolgere un investitore che, oltre al capitale, possa offrire competenze commerciali e relazioni.

La fonte finanziaria dovrebbe quindi essere scelta anche in funzione dell'impiego.

È un principio abbastanza semplice, ma consente di evitare che tutta la struttura finanziaria della startup dipenda da un unico strumento.

Con il passare del tempo questa diversificazione diventa ancora più importante.

Una società che riesce a combinare capitale dei soci, eventuali investitori, strumenti agevolativi e, quando ne esistono le condizioni, debito, dispone normalmente di una maggiore capacità di finanziare la propria crescita senza gravare eccessivamente su una sola componente.

Naturalmente costruire questo equilibrio richiede pianificazione.

Occorre comprendere quando serviranno le risorse, per quale finalità saranno utilizzate e quale sarà la capacità dell'impresa di sostenere gli eventuali impegni finanziari che ne derivano.

Torniamo quindi al punto dal quale siamo partiti nel primo capitolo.

Il fabbisogno finanziario non è un numero da determinare una volta per tutte. È qualcosa che cambia insieme al progetto e che deve essere aggiornato quando cambiano gli obiettivi, i tempi o le condizioni dell'impresa. Anche la struttura delle fonti deve evolvere nello stesso modo.

Quello che può essere corretto nella fase iniziale potrebbe non esserlo due anni dopo. Una startup finanziata inizialmente quasi esclusivamente dai fondatori può successivamente aprire il capitale a un investitore, utilizzare uno strumento agevolativo per sostenere un programma di ricerca e, raggiunta una maggiore stabilità, ricorrere al credito per finanziare investimenti specifici.

Non c'è incoerenza in questo percorso.

È semplicemente la conseguenza della crescita dell'impresa.

Il capitale deve avere una funzione

C'è un ultimo aspetto sul quale ritengo utile soffermarsi.

Raccogliere capitale non dovrebbe diventare un obiettivo autonomo.

Nel mondo delle startup si tende talvolta a considerare la capacità di raccogliere risorse come una misura del successo dell'impresa. Un aumento di capitale importante o l'ingresso di un investitore vengono comprensibilmente percepiti come segnali positivi.

Lo sono, nella misura in cui quelle risorse permettono di costruire qualcosa.

Il capitale raccolto deve avere una funzione precisa all'interno del progetto. Deve consentire di sviluppare una tecnologia, raggiungere il mercato, costruire un'organizzazione, acquisire clienti o affrontare una nuova fase di crescita.

La raccolta rappresenta quindi un mezzo e non il risultato.

Il risultato rimane la capacità dell'impresa di utilizzare quelle risorse per aumentare progressivamente il proprio valore e costruire un modello sostenibile.

È una distinzione che considero particolarmente importante perché riporta l'attenzione sul progetto imprenditoriale. Una startup non diventa un'impresa migliore perché ha raccolto più capitale. Diventa un'impresa migliore se è riuscita a utilizzare correttamente il capitale che aveva a disposizione.



L'esperienza dell'Advisor

Nel lavoro con le Startup Innovative mi capita frequentemente di affrontare il tema finanziario quando il progetto è ancora in fase di costruzione. In quel momento la prima esigenza dell'imprenditore è comprensibilmente quella di trovare le risorse necessarie per partire.

Con il tempo ho imparato che è altrettanto importante ragionare fin dall'inizio su come quelle risorse dovranno evolvere insieme all'impresa.

Ci sono investimenti che richiedono capitale di rischio, altri che possono trovare una copertura attraverso strumenti agevolativi e altri ancora che, quando la società avrà raggiunto una maggiore stabilità, potranno essere finanziati attraverso il credito. Per questo preferisco non cercare uno strumento finanziario e successivamente adattargli il progetto. Parto dal progetto, dai suoi tempi e dagli obiettivi che deve raggiungere. Solo dopo cerco di costruire la combinazione di risorse più coerente.

In fondo, anche la finanza dovrebbe svolgere la stessa funzione che abbiamo attribuito al capitale fin dall'inizio di questo Quaderno: **accompagnare la crescita dell'impresa, non condizionarla.**

Conclusioni

Il percorso che abbiamo seguito in questo Quaderno parte da un concetto piuttosto semplice: una startup ha bisogno di capitale per crescere, ma il capitale rappresenta soltanto una delle componenti del suo valore.

Prima delle risorse finanziarie ci sono normalmente un'idea, il lavoro dei fondatori, le competenze, una tecnologia, un software, un brevetto, un prototipo o semplicemente un percorso che ha consentito al progetto di diventare progressivamente più concreto.

Comprendere ciò che è già stato costruito rappresenta, a mio avviso, il punto di partenza per affrontare in modo corretto anche le successive decisioni finanziarie.

Abbiamo visto come capitale sociale e fabbisogno finanziario rispondano a logiche differenti e come sia preferibile partire dalle attività che l'impresa dovrà realizzare, dai tempi necessari e dagli obiettivi che intende raggiungere. È il progetto a determinare le risorse necessarie, non il contrario.

Lo stesso approccio dovrebbe accompagnare la valutazione della startup.

Attribuire un valore a un'impresa nelle sue prime fasi è inevitabilmente più complesso rispetto alla valutazione di una società che dispone di una storia, di bilanci e di risultati consolidati. Questo non significa, però, che ciò che è stato costruito non abbia valore.

Significa semplicemente che quel valore deve essere compreso e sostenuto.

Software, brevetti, tecnologie, marchi e altri beni immateriali possono rappresentare una parte significativa del patrimonio di una Startup Innovativa. In alcuni casi possono anche essere trasferiti alla società e contribuire alla costruzione della sua struttura patrimoniale. È però importante mantenere distinti il valore complessivo del progetto, il valore dei singoli beni e ciò che può concretamente essere conferito al capitale sociale.

Quando successivamente entra un investitore, queste valutazioni assumono una conseguenza ancora più concreta.

Il valore attribuito alla società incide sulla partecipazione che dovrà essere riconosciuta a chi apporta nuove risorse e modifica gli equilibri tra i soci. La diluizione diventa quindi una componente naturale del percorso di crescita di molte startup.

Non credo debba essere considerata positivamente o negativamente in termini assoluti.

Deve essere valutata per quello che consente all'impresa di realizzare.

Possedere una percentuale inferiore di una società che, grazie alle nuove risorse, è riuscita a sviluppare il prodotto, raggiungere il mercato e aumentare il proprio valore può rappresentare un risultato migliore rispetto a mantenere una partecipazione molto elevata in un progetto che non dispone dei mezzi necessari per crescere.

Anche per questo ritengo che ogni aumento di capitale debba essere osservato non soltanto per gli effetti immediati sulla compagine societaria, ma per la fase successiva che permette di finanziare.

Con la crescita dell'impresa, infine, anche le fonti finanziarie possono cambiare.

Il capitale dei fondatori, l'ingresso di investitori, la finanza agevolata e, quando ne esistono le condizioni, il debito possono convivere all'interno dello stesso percorso. Non esiste uno strumento adatto a qualsiasi esigenza e non credo sia utile costruire un progetto sulla base delle opportunità finanziarie disponibili in un determinato momento.

Preferisco il percorso opposto.

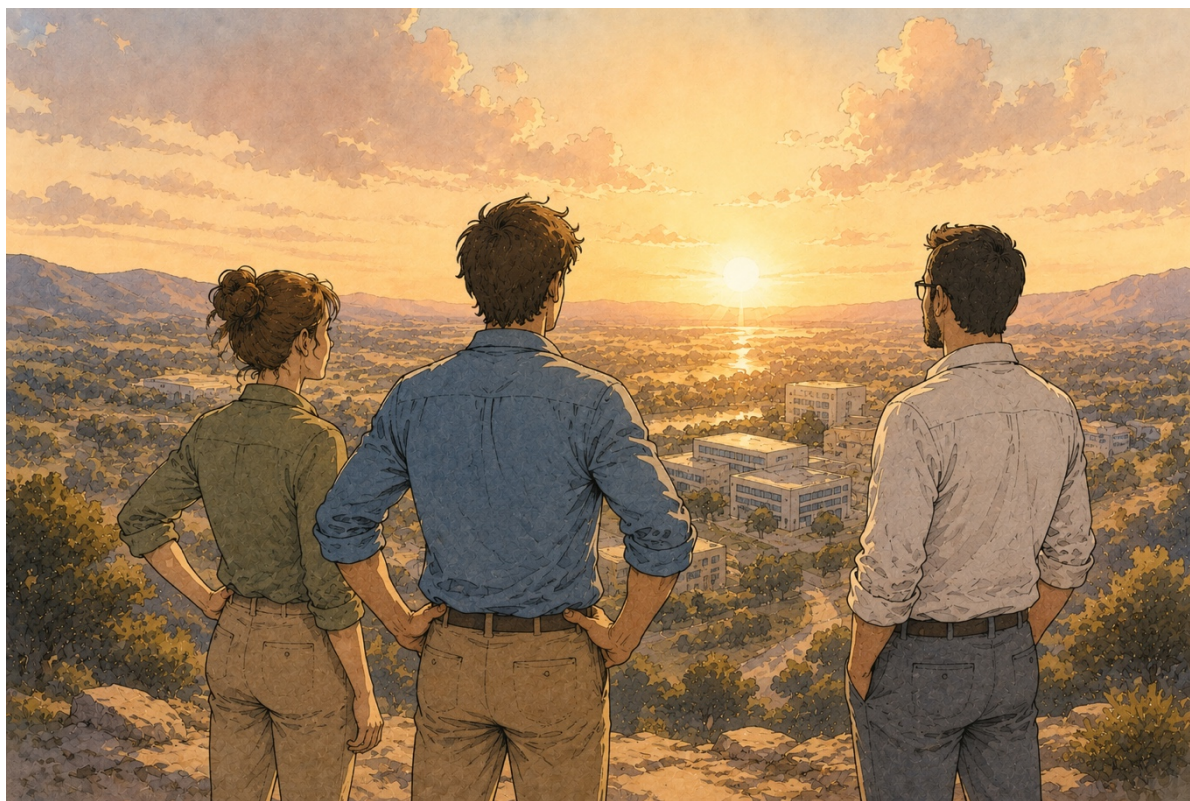
Prima comprendere dove vuole arrivare l'impresa, quali investimenti dovrà realizzare e quali risorse saranno necessarie. Successivamente individuare gli strumenti più coerenti per accompagnarla.

È probabilmente questa la riflessione che considero più importante al termine di questo terzo Quaderno.

Il capitale non crea da solo il valore di una startup.

Può accelerarne lo sviluppo, permettere di realizzare investimenti e mettere l'impresa nelle condizioni di raggiungere obiettivi che altrimenti sarebbero difficili da conseguire. Ma perché questo accada deve esserci un progetto capace di utilizzare quelle risorse e trasformarle in qualcosa di concreto.

Per questo, quando lavoro con una startup alla ricerca di nuovi capitali, cerco sempre di riportare il ragionamento su ciò che l'impresa sta costruendo.



Quanto capitale raccogliere, quale valutazione attribuire alla società e quale partecipazione riconoscere a un investitore sono decisioni importanti. Diventano però realmente comprensibili soltanto quando sappiamo quale fase del progetto stiamo finanziando e quale risultato vogliamo raggiungere.

In fondo, il capitale dovrebbe fare proprio questo: **consentire al valore che abbiamo costruito di continuare a crescere.**

L'esperienza dell'Advisor

Seguendo progetti molto diversi tra loro, ho avuto modo di confrontarmi con startup che avevano bisogno di poche risorse per arrivare sul mercato e con altre che richiedevano investimenti molto più significativi prima ancora di poter iniziare a generare ricavi.

Quello che ho imparato è che la dimensione della raccolta, da sola, dice poco sulla qualità del progetto.

Mi interessa molto di più comprendere se esiste coerenza tra le risorse richieste, gli obiettivi che devono essere raggiunti e il valore che l'impresa potrà costruire attraverso quelle risorse.

Quando questi elementi sono collegati tra loro, anche il confronto con soci, investitori e finanziatori diventa più semplice. Non si sta più chiedendo soltanto capitale. Si sta spiegando **come quel capitale verrà utilizzato per costruire la fase successiva dell'impresa.**

Ed è probabilmente questo il modo in cui preferisco affrontare la finanza nelle Startup Innovative.