



Partecipazione nella società Withfounders S.r.l.

Relazione di stima
a cura dell'esperto
dott.ssa Giovanna Maria Fossa
Dottore Commercialista
Revisore Contabile



Al San Paolo Viter

Giovanna Fossa

INDICE

L'incarico	3
Data di riferimento della stima	3
Svolgimento dell'incarico	3
Presupposti e limiti dell'incarico	4
Oggetto della Valutazione	5
La partecipazione	5
La società "Withfounders S.r.l."	5
Il mercato Italiano di riferimento	19
I metodi di valutazione	22
I metodi fondati sui valori stock	24
Il metodo patrimoniale semplice	24
Il metodo patrimoniale complesso	25
I metodi fondati sui flussi	26
Il metodo finanziario	27
Il metodo reddituale	28
I flussi attesi	29
L'arco temporale di riferimento	30
La scelta del tasso di attualizzazione	31
I metodi misti	33
Gli altri metodi di valutazione	34
Il metodo dei multipli di mercato	35
Il metodo delle "rules of thumb"	36
La valutazione della partecipazione in Withfounders	37
Considerazioni preliminari	37
Il metodo di valutazione adottato	38
Applicazione della tecnica valutativa	38
Conclusioni	46

L'incarico

In data 5 dicembre 2016 il Sig. Stefano Molino, nato a Torino il 25 settembre 1978, CF MLNSFN78P25L219S nella sua veste di Consigliere delegato della società INNOGEST SGR S.P.A., con sede legale in Torino, Corso Galileo Ferraris 64, codice fiscale ed iscrizione al Registro delle Imprese di Torino n. 09050910018, in nome e per conto del fondo di investimento da essa gestito denominato Innogest Capital II ed i Sigg. Giulio Valiante, residente in Alzaia Naviglio Pavese 14, Milano, CF VLNGLI63S10F839J, Carlo Giuseppe Frigato, residente in Via Roccasparviera 49, Novi Ligure, CF FRGCLG63D23F205K, Simone Ranucci Brandimarte, residente in Onslow Gardens 21, Londra, CF RNCSMN73C24H501B e Marco De Palma, residente in Viale Bligny, 23/A, Milano, CF DPLMRC70D23F839Z, tutti titolari della partecipazione oggetto della presente relazione di stima, conferivano alla scrivente Giovanna Maria Fossa, con studio in Crema (CR), via C. Urbino n. 9/11, iscritta al registro dei Revisori Legali al n. 119080, con D. M. del 03/04/2000 in Gazzetta Ufficiale n. 32 del 21/04/2000, iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Cremona al n. 411, con anzianità dal 22/11/1999, incarico volto a stimare il valore della partecipazione di nominali Euro 130.865,00 complessivamente pari al 73,88% del capitale sociale detenuto nella società Withfounders S.r.l., con sede in viale Angelo Filippetti, 24, Milano, capitale sociale Euro 177.105, interamente versato, codice fiscale e iscrizione al Registro delle Imprese di Milano n. 07958910965 il tutto nell'ottica di un successivo possibile trasferimento, anche solo limitatamente a una quota di nominali Euro 61.980,51 della titolarità della partecipazione stessa, pari al 35% del capitale sociale di Withfounders S.r.l.

Data di riferimento della stima

La determinazione del valore è riferita alla data di sottoscrizione della presente perizia.

Svolgimento dell'incarico

Una valutazione è un documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene materiale o immateriale), o una passività, fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo che si sviluppa attraverso 5 fasi:

- a) la formazione e l'apprezzamento della base informativa,
- b) l'applicazione dell'analisi fondamentale,
- c) la selezione della metodologia o delle metodologie di stima idonee agli scopi della valutazione,
- d) l'apprezzamento dei principali fattori di rischio,
- e) la costruzione di una razionale sintesi valutativa.

Al fine di mantenere il livello di soggettività al minimo indispensabile, considerato che la valutazione non può essere fatta coincidere con la mera applicazione di una formula matematica, lo scrivente ha analizzato le informazioni disponibili sino alla data di stesura della presente valutazione, facendo riferimento alla principale seguente documentazione.

Per quanto riguarda la società Withfounders S.r.l.:

- Bilancio al 31 dicembre 2015 della società Withfounders S.r.l. e relazione del Sindaco unico;
- Situazione economico-patrimoniale della società Withfounders S.r.l. alla data del 30 settembre 2016;
- Atto costitutivo e statuto della società Withfounders S.r.l.;
- Business Plan – Budget di cassa e piano degli investimenti 2016/2018 della società Withfounders S.r.l.;
- Visura Camerale aggiornata della società Withfounders S.r.l.;
- Presentazioni commerciali della società Withfounders S.r.l.;
- Materiale vario fornito dal management della società utile a comprendere il *business* e la *governance*.

Per quanto riguarda le società partecipate da Withfounders S.r.l.:

- Bilancio al 31 dicembre 2015;
- Situazione economico-patrimoniale a data intermedia nell'anno 2016;
- Atto costitutivo e statuto (o equivalente);
- Business Plan – Budget di cassa con relative assumptions e fondamentali di sviluppo 2016/2020;
- Visura Camerale aggiornata (o equivalente);
- Presentazioni commerciali;
- Materiale vario fornito dal *management* della società utile a comprendere il *business* e la *governance*.

La scrivente ha inoltre avuto incontri e colloqui con i conferenti l'incarico nel corso dei quali sono state approfondite e chiarite le questioni di interesse specifico con riferimento alla valutazione oggetto del presente documento. La documentazione fornita è stata acquisita agli atti e costituisce la base su cui il presente lavoro è stato svolto.

Presupposti e limiti dell'incarico

La scrivente è stata informata dell'esistenza di un accordo di investimento e di patti parasociali fra Innogest SGR Sp.A. e gli altri soci di Withfounders S.r.l., sigg. Giulio Valiante, Michele Casucci, Carlo Giuseppe Frigato, Daniele Meini, Simone Ranucci Brandimarte e Marco De Palma. La presente valutazione parte dall'assunzione che ogni atto dispositivo della partecipazione in Withfounders S.r.l. venga posto in essere nel pieno rispetto degli accordi sottostanti, secondo quindi modalità e con i consensi previsti contrattualmente. Inoltre la presente valutazione è stata redatta tenendo anche conto di informazioni prospettiche, informazioni queste che non sono state sottoposte ad alcun tipo di revisione contabile da parte di chi scrive. L'attività della scrivente non si è estesa, quindi, alla verifica quantitativa o qualitativa degli elementi assunti nello sviluppo dei piani economico-finanziari di Withfounders e delle società dalla stessa detenute e quindi non viene espresso alcun giudizio circa la completezza, accuratezza e correttezza degli elementi e delle informazioni in essi contenuti, limitandosi l'attività della scrivente alla verifica della ragionevolezza delle principali ipotesi a base dei piani, anche attraverso interviste e ricerche



autonomamente effettuate. La valutazione poggia inoltre sul pilastro del mantenimento del *Going Concern* aziendale, e quindi sul reperimento dei mezzi finanziari idonei a sostenere finanziariamente le Società nella sua fase di sviluppo.

Oggetto della Valutazione

La partecipazione

L'incarico ha ad oggetto la valutazione della quota di partecipazione al capitale sociale della società Withfounders S.r.l. detenuta da INNOGEST SGR S.p.A., Giulio Valiante, Carlo Giuseppe Frigato, Simone Ranucci Brandimarte e Marco De Palma alla data di redazione della presente valutazione. In particolare la stima di valore economico della partecipazione di nominali Euro 130.865,00 complessivamente pari al 73,88% del capitale sociale detenuta nella società Withfounders S.r.l. con sede in viale Angelo Filippetti, 24, Milano, capitale sociale Euro 177.105, detenuta dai seguenti soci:

Socio	Valore nominale del Capitale sociale detenuto	% del Capitale sociale detenuto
Innogest SGR S.p.A.	51.000	28,80
Giulio Valiante	26.520	14,97
Carlo Giuseppe Frigato	23.120	13,05
Simone Ranucci Brandimarte	23.120	13,05
Marco De Palma	7.105	4,01
	130.835	73,88

Il tutto nell'ottica di un successivo possibile trasferimento, anche solo limitatamente a una quota di nominali Euro 61.980,51 della titolarità della partecipazione stessa, pari al 35% del capitale sociale di Withfounders S.r.l.

La società "Withfounders S.r.l."



Withfounders nasce nel 2013 dalla volontà e dalla passione di 6 manager - imprenditori che, raggiunti i propri obiettivi e il successo personale, hanno deciso di condividere l'esperienza maturata con quelli che diventeranno gli imprenditori del futuro. Oggetto sociale è l'assunzione, in Italia e all'Estero, sia direttamente sia indirettamente sempre tramite holding pure, di partecipazioni o interessenze in altre società od enti, Italiani ed esteri, pubblici e privati e, quindi, l'acquisto, la detenzione e la gestione in conto proprio di diritti partecipativi, rappresentati o meno da titoli, sul capitale di tali società od enti, con un tassativo divieto che tale attività di assunzione di interessenze o partecipazioni sia esercitata nei confronti del pubblico e che la detenzione e gestione di diritti possa configurarsi come attività fiduciaria. Inoltre la società può fornire ad enti e/o società controllate, collegate o controllanti comunque partecipate sia direttamente che indirettamente, ed a società terze, servizi di assistenza, consulenza e coordinamento in materia di ricerca di soluzioni

finanziarie, di marketing, pubblicità e pubbliche relazioni. Withfounders S.r.l. ha sede Milano, viale Filippetti Angelo n. 24, capitale sociale euro 177.105,00 i.v., Codice fiscale e numero iscrizione al Registro delle Imprese di Milano 07958910965, Numero REA MI – 1993492.

Withfounders, oltre che una *holding* di partecipazioni, è un *seed accelerator* che raccoglie il *know-how*, i capitali, il *network* di contatti e relazioni dei soci e li trasforma in uno strumento al servizio delle *startup*; l'attività non è pertanto limitata alla provvista finanziaria ma si amplia al supporto nella gestione dell'iniziativa imprenditoriale, nell'attrarre nuovi investitori e nell'accelerarne il successo.

Di seguito si riportano i dati patrimoniali ed economici della società Withfounders riclassificati ai fini dell'analisi finanziaria, per gli esercizi 2014, 2015 ed al 30 settembre 2016 (in Euro):

STATO PATRIMONIALE	30/09/2016	31/12/2015	31/12/2014
Immobilizzazioni immateriali	17.725	24.047	29.511
Immobilizzazioni materiali	759	819	-
Immobilizzazioni finanziarie	1.218.611	1.198.691	745.911
Capitale immobilizzato	1.237.095	1.223.557	775.422
Crediti commerciali e altri crediti	100.582	95.841	46.594
Ratei e risconti attivi	-	5	604
Attività di esercizio a breve	100.582	95.846	47.198
Attività dell'esercizio	1.337.677	1.319.403	822.620
Debiti commerciali e altri debiti	14.976	12.146	9.897
Ratei e risconti passivi	-	-	25
Fondi rischi ed oneri	50.000	50.000	-
Passività di esercizio a breve	64.976	62.146	9.922
Capitale di esercizio netto	35.606	33.700	37.276
CAPITALE INVESTITO NETTO	1.272.701	1.257.257	812.698
Patrimonio netto	1.293.553	1.356.886	951.756
Disponibilità liquide	(20.852)	(99.629)	(139.058)
Debiti verso banche	-	-	-
(Posizione) finanziaria netta	(20.852)	(99.629)	(139.058)
MEZZI PROPRI AL NETTO DELLA POSIZIONE FINANZIARIA	1.272.701	1.257.257	812.698

CONTO ECONOMICO	1/1 - 30/9 2016	Esercizio 2015	Esercizio 2014
Ricavi delle vendite, delle prestazioni	2	22.379	10.702
Proventi da partecipazioni	-	-	87.569
Valore della produzione	2	22.379	98.271
Costo dei servizi esterni, godimento dei beni di terzi ed altri oneri	(76.958)	(111.411)	(99.936)
Valore aggiunto	(76.956)	(89.032)	(1.665)
Margine operativo lordo (EBITDA)	(76.956)	(89.032)	(1.665)
Ammortamenti	(6.382)	(8.510)	(7.828)
Risultato operativo (EBIT)	(83.338)	(97.542)	(9.493)
Proventi (oneri) finanziari netti	4	3.520	(49.490)
Rettifiche di valore di attività finanziarie	-	(50.000)	-
Risultato prima dei componenti straordinari e delle imposte	(83.334)	(144.022)	(58.983)
Proventi (oneri) straordinari netti	-	-	1
Risultato prima delle imposte	(83.334)	(144.022)	(58.982)
Imposte sul reddito dell'esercizio e imposte anticipate	20.001	42.049	11.510
Risultato dell'esercizio	(63.333)	(101.973)	(47.472)

Le principali aree di investimento di Withfounders sono:

- *Digital*
- *Innovative retail*
- *Ecommerce*
- *Fintech*

Poiché Withfounders non ha una politica di investimento rigida, laddove si presentino opportunità di investimento particolarmente interessanti in altre aree, queste vengono comunque prese in considerazione.

La gestione operativa si articola principalmente nelle seguenti fasi: i) ricezione e selezione delle *start up* da parte del *team*; ii) approvazione degli investimenti da parte del comitato di investimenti composto dai soci che si riunisce bimestralmente; iii) scelta tra i soci di un *advisor* che segue ogni *start up* in virtù delle sue competenze.

Dal 2013 ad oggi, Withfounders ha finanziato 15 *startup* insieme a società di venture capital e *business angel*, selezionato oltre 200 idee di impresa, creato, in via indiretta, più di 200 posti di lavoro ed attratto investimenti sul portafoglio per circa euro 20 milioni.

La struttura del Gruppo di società e investimenti di Withfounders è così articolato:

Withfounders S.r.l.			
10,67%	Payment Active Investor S.r.l. (i)	21,05%	Jusp S.p.A.
8,46%	Brandon Ferrari S.r.l.		Mission & Market I.L.C. (iii) n.a.
4,17%	DeRev S.r.l.		Monkkey Parking PLC (iv) n.a.
4,15%	Chefdovunque S.r.l.		
1,07%	Digital Events S.r.l.		
17,33%	Food Lovers Invest S.r.l. (i)	40,00%	Foodation S.r.l.
1,77%	Thron S.r.l.		
3,93%	Martha's Cottage S.r.l.		
8,33%	Francesco Tozzi & Partners S.r.l. (i)	60,00%	Chorofarma S.r.l.
3,03%	Spotonway S.r.l.		
3,18%	Rose & Mary LTD		
8,30%	Formabilio S.r.l. (ii)		

(i) Holding pura di investimento
(ii) In procedura concorsuale
(iii) Fondo di Investimento U.S.A.
(iv) Prestito convertibile

Più in dettaglio, l'attuale "portafoglio" di partecipazioni e investimenti di Withfounders presenta le seguenti caratteristiche qualitative:

STARTUP	SETTORE	CO-INVESTITORI	RUOLO DI WF IN SOCIETÀ
JUSP S.p.A.	Mobile Payment	• Principia SGR • Vertis SGR	• Ceo Pai • Osservatore in CdA Jusp • Presidenza
BRANDON FERRARI	E-commerce	• dPixel • 3 Business Angel	• 1 Consigliere di Ammin. • 1 Osservatore
DEREV	Crowdfunding	• Vertis SGR • Digital Magics	• Presidenza
JOBTOME	Market-place	• 3 Business Angel	• 1 Consigliere in CdA
CHEFDOVUNQUE	Food	• Vertis SGR	• Consulenza
DIGITAL EVENTS	Platform B2C	• Digital Magics – Uvet • Atlante Venture SGR • 6 Business Angel	• 1 Osservatore in CdA
FOODATION	Food retail	• 4 Business Angel	• 1 Consigliere in CdA (Foodation) • CEO Foodlovers
FORMABILIO	Market-place	• Innogest SGR • 1 Business Angel	• Osservatore in CdA
THIRON	Platform B2B	• Innogest SGR • 1 Business Angel	• Osservatore in CdA



Valutazione della Partecipazione in Withfounders

MARTHA'S COTTAGE	E-commerce	• B Ventures • Borealis	• Osservatore in CdA
CHORAFARMA	Franchising retail	• 6 Business Angel • 1 Partner Industriale	• 1 Consigliere in CdA
SPOTONWAY	Fidelity card	• L Ventures • 5 Business Angel	• 1 Osservatore in CdA
MONKEY PARKING	Market-place	• Angel lab • Innogest	• Osservatore in CDA
ROSE & MARY	Food	• Business Angel	• Nessun ruolo
MISSION & MARKET	Investments	• Banca Sella • Business angel	• Nessun ruolo

In termini di investimento nel capitale sociale il portafoglio partecipazioni di Withfounders S.r.l. alla data del 30 novembre 2016 si compone come segue (in Euro):

Società	Valore Partecipazione	Importo Finanziamenti	F/do rischi ed oneri
Payment Active Investment S.r.l.	144.512		
Brandon Ferrari S.r.l.	177.416		
Derev S.r.l.	50.232		
Chef Dovunque S.r.l.	122.420		
Digital Events S.r.l.	16.667		
Food Lovers Invest S.r.l.	84.500		
Thron S.p.A.	100.000		
Martha's Cottage S.r.l.	50.000		
Francesco Tozzi & Partner S.r.l.	50.000	10.000	
Spotonway S.r.l.	50.134		
Monkey Parking PLC		67.458	
Rose & Mary Ltd	69.147		
Mission & Market Llc *	46.125		
Formabilio S.r.l.	100.000	80.000	50.000
Totale	1.061.153	157.458	50.000

*50.000 azioni da 1 USD del fondo

dl Sen Pristelli Notar

Giovanni Pristelli

Di seguito si espone una breve analisi dell'attività, del settore in cui operano e delle principali caratteristiche delle singole partecipazioni e investimenti detenuti da Withfounders.



Jusp S.p.A. – La società ha sede legale a Cagliari. La mission di Jusp è aiutare i propri Clienti a migliorare la redditività del proprio business fornendo soluzioni innovative che, partendo dal momento del pagamento, creano i presupposti di fidelizzazione ed ampliamento della propria Customer Base. Opera nel mercato dei pagamenti digitali ed ha sviluppato servizi assolutamente

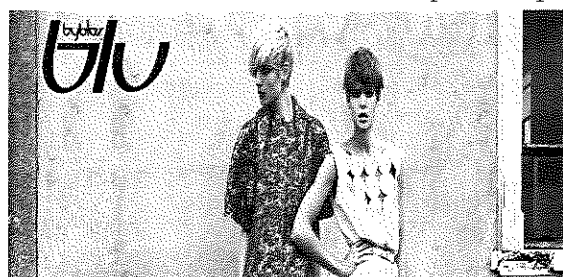
innovativi sul mercato, quali il multi-conto, che consente di accreditare gli incassi su più conti correnti dal medesimo terminale POS ed il multi-acquiring, che consente di minimizzare i costi di ogni transazione, eliminando i costi dei Circuiti Internazionali (VISA e MASTERCARD). La piattaforma JUSP, garantisce un'ottima *Merchant&User Experience* e la massima adattabilità sul mercato grazie alla compatibilità con tutti i principali Sistemi Operativi Mobili (iOS, Android, Windows Phone) ed anche con quelli tradizionali come Windows PC, sistema operativo ancora prevalente nel mondo aziendale e nel *retail*. L'esperienza Cliente "Plug & Pay" permette una struttura di supporto di tipo remoto e, conseguentemente, più snella e facilmente scalabile a livello internazionale. Inoltre, l'utilizzo delle tecnologie di ultima generazione consente una modularità e funzionalità nei servizi impensabili con i sistemi tradizionali. Il modello di *business* ideato da JUSP genera ricavi ricorrenti grazie ai canoni previsti nei propri servizi standard ed a quelli ad Alto Valore aggiunto utilizzabili da tutta la clientela; JUSP ha infatti sviluppato un'innovativa piattaforma tecnologica MAP (Marketing Analytics Platform) che consente di offrire nuovi servizi a valore aggiunto semplici e veloci (es. SMS e-mail couponing e promozioni, software di cassa, analytics premium, servizi di e-commerce etc.). Tali servizi sostengono e facilitano il business dei Clienti nel breve termine e contribuiranno a generare una parte rilevante dei ricavi per JUSP nel medio termine. Il Management Team di JUSP dispone di competenze manageriali caratterizzate da un ampio e comprovato know-how di settore e di mercato. In particolare, il Management Team di Jusp può contare sulla proficua commistione tra Managers esperti - con un background nel mondo della finanza e dei pagamenti (che hanno ricoperto posizioni di rilievo in aziende leader quali McKinsey, BancoPosta, Banca Intesa e BNL-BNP Paribas, Setefi, KPMG e Société Generale), con significative esperienze in Start Up nel mondo TLC (Megabeam attuale Linkem), attività di Business Development e gestione diretta di attività Retail nell'elettronica di consumo e Largo Consumo (Lottomatica, Eldo, Procter & Gamble) - ed il giovane fondatore (CTO dell'Azienda) "mago" del software e generatore, insieme al suo Team di sviluppatori, di costante innovazione.



BRANDON FERRARI

your digital bridge

Brandon Ferrari S.r.l. – La società ha sede a Milano. E' un distributore B2B online, specializzato nelle categorie Fashion, Home & Living e Design. L'azienda si configura come distributore rispetto a numerosi *retailer* digitali in diverse aree geografiche (principalmente Europa), con un portfolio di più di 60 brand, italiani ed esteri, di cui Brandon è distributore esclusivo per il mercato online, su piattaforma di terzi. Il suo *brand portfolio* è in continua evoluzione e in costante crescita e ciò ha comportato negli ultimi anni l'implementazione e sviluppo della piattaforma tecnologica (chiamata Brenda) alla base del suo processo di vendita. Il servizio che Brandon offre ai suoi clienti e il processo di gestione alla sua base adottano una piattaforma tecnologica caratterizzata dall'estrema facilità di utilizzo e tale da credere di poter far evolvere il mercato wholesale, rendendo l'intero processo più semplice e veloce. La principale innovazione di Brenda risiede nel fatto che essa consente il passaggio da un canale di distribuzione analogico ad uno totalmente digitale con numerosi e differenti soggetti coinvolti: fornitori, brand, prodotti, clienti, mercati in diverse aree geografiche. La completa digitalizzazione del processo di acquisto *wholesale on-line* rappresenta per Brandon Ferrari un'innovazione di prodotto verso i propri clienti. La nuova piattaforma consente a brand e retailer di incrementare i volumi di fatturato, ridurre i costi, migliorare la loro brand awareness e analizzare le prestazioni attraverso l'analisi dei dati. Dal punto di vista architetturale la piattaforma è basata su due moduli fondamentali, un modulo di back office, ad uso esclusivo di Brandon Ferrari per la gestione del suo processo di distribuzione ed un modulo di front end verso il cliente. Sulla base di specifiche ed evolute regole (definite e implementate proprio nel corso del progetto), la piattaforma è capace di gestire in maniera dinamica (con vantaggi in termini di flessibilità ed efficienza, oltre che di qualità del servizio offerto) cataloghi differenti verso clienti finali differenti, sulla base delle specifiche esigenze di digital retailers e/o brand (clienti di Brandon Ferrari e fruitori della piattaforma).



DeRev S.r.l. – La società ha sede sia a Milano che a Napoli. DeRev è la principale piattaforma italiana di crowdfunding per finanziare progetti creativi e innovativi rivolti alla comunità. DeRev ha costituito un network di relazioni operative a livello nazionale e internazionale e dialoga quotidianamente con soggetti istituzionali, brand, partiti politici, associazioni di categoria, operatori culturali, università e incubatori di impresa per contribuire a diffondere la cultura e la pratica del crowdfunding e della social innovation con una particolare attenzione ai settori di arte e cultura, start up e tech, politica e democrazia partecipativa,



del Sed P. Antelli Notar

Spencer Brown

attivismo e no profit. La startup è composta da un team di giovani talenti impegnati quotidianamente a inventare strategie, prodotti e servizi innovativi. Oggi DeRev è un'azienda leader nel mercato del crowdfunding, della democrazia partecipativa e della comunicazione virale sui social media. Nel 2012 DeRev ha chiuso una delle più rilevanti operazioni di early stage siglate in Italia, ricevendo un investimento da 1,25 milioni di Euro da Vertis Venture e da Withfounders. Con oltre 5 milioni di utenti italiani iscritti alle proprie pagine sui social network, le campagne di crowdfunding su DeRev hanno raccolto oltre 1,3 milioni di Euro e oltre 15.000 persone hanno usato la piattaforma per contribuire a progetti culturali, benefici, politici e imprenditoriali. DeRev ha costruito un network di relazioni a livello nazionale e internazionale con istituzioni, partiti politici, aziende italiane e multinazionali, operatori culturali, organizzazioni no profit, università e incubatori. A giugno 2013 il Parlamento Europeo e Microsoft hanno incluso DeRev tra i Digital Democracy Leaders.



ChefDovunque S.r.l. – La società ha sede a Matera (Mt) - Chef Dovunque è una linea di Kit contenente gli ingredienti esattamente dosati ed esclusivamente bio/made in Italy, per preparare 2-3 porzioni di primi piatti tipici della cucina regionale italiana. Il prodotto si conserva per 18-24 mesi ed ha un Brevetto industriale. Chef Dovunque intende creare un nuovo segmento di

mercato che intercetta ed agglomera alcuni trend in solido sviluppo, vale a dire l'interesse a gustare i piatti tipici della tradizione italiana cimentandosi a cucinarli personalmente, in connessione con il forte successo dei cooking show, lo sviluppo del mercato di piatti già pronti sia freschi che surgelati/conservati e la crescente diffusione del Bio sia per i suoi aspetti di maggior salubrità che per la ricerca di un gusto più genuino ed autentico. L'attività di Chef Dovunque consiste nella ricerca delle ricette tipiche e dei relativi ingredienti, nell'acquisto e confezionamento degli stessi (oggi da fornitori terzi), nell'assemblaggio finale del Kit (che attualmente è terzariizzato), nell'advertising, e nella promozione e commercializzazione del prodotto in Italia sia nei canali tradizionali (Supermercati, negozi specializzati) che in eCommerce. Il prodotto è stato lanciato con 6 ricette di pasta: Spaghetti cacio e pepe; Fettuccine al tartufo umbro; Mezzi paccheri allo scarpariello; Penne all'arrabbiata; Spaghetti aglio, olio e peperoncino; Spaghetti pomodoro e basilico. In quanto prodotto assolutamente innovativo, Chef Dovunque non ha un diretto Mercato di riferimento. Dai test realizzati, la source of business va individuata nella somma dei mercati dei primi piatti *ready to eat*





(sia freschi che surgelati/conservati) e della pasta alimentare che è la base di tutte le ricette nei Kit, Chef Dovunque non ha Competitors diretti. Nei mercati di riferimento ci sono poche grandi aziende italiane e multinazionali che tutte insieme sommano non più del 50-70% dei relativi segmenti. Esiste poi un numero molto rilevante di piccole aziende specializzate con presenza non capillare. Ciò offre quindi spazio a prodotti innovativi ed unici nei propri segmenti di mercato.



Digital Events S.r.l. - La società ha sede a Milano. Smappo è una piattaforma di event management per privati, aziende, enti e associazioni.

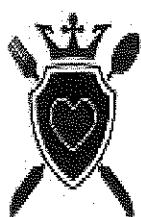
Grazie alla modalità selfservice, ogni utente può creare e condividere un evento all'interno del proprio network e gestire tutte le fasi del pre-evento, dall'invio degli inviti alle conferme di partecipazione tramite form facilmente personalizzabili online, fino alla vendita del proprio ticket di ingresso e all'automatismo del pagamento e dell'incasso. Grazie alle caratteristiche di geolocalizzazione di tutta la piattaforma, Smappo offre geostatistiche sull'andamento delle registrazioni e vendita di ticket del proprio evento. Recentemente aggiornata, la piattaforma permette anche la creazione di community verticali per la creazione di social calendar, creando così una piattaforma tecnologica all'avanguardia per il self provisioning nel mercato degli eventi. Plannify è il motore di ricerca degli eventi, manifestazioni e spettacoli con funzionalità social: è possibile trovare ogni iniziativa sul territorio, organizzare la propria agenda, condividere le proprie scelte e invitare gli amici. Plannify si rivolge a tutti coloro che vogliono cercare e partecipare ad ogni tipologia di evento, ma è anche una piattaforma business per chi li organizza, che dà la possibilità di promuovere la propria iniziativa e di rivolgersi direttamente al pubblico interessato. Grazie alla sua piattaforma tecnologica, Plannify ad oggi propone oltre 300.000 attività al mese, ed è in grado di suggerire giorno per giorno gli eventi più vicini agli utenti a seconda del luogo ove si trovano e dei loro gusti, hobby e passioni.



Plannify permette di acquistare direttamente i biglietti online di concerti, mostre, spettacoli, tramite partnership esclusive con società di biglietteria e intrattenimento live, locali pubblici e agenzie di promozione. Smappo e Plannify danno vita al principale event network italiano: l'integrazione tecnologica consente di creare un'unica piattaforma per organizzare e gestire un evento in modalità self service con l'emissione dei biglietti, verifica degli accessi, profilazione dei partecipanti e per promuovere gli eventi, grazie a un network che raggiunge 15 milioni di impression al mese.

Alfredo P. Attali Notaro

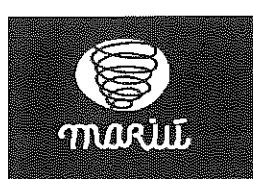
Giuseppe Bonifazi



FOODATION

Foodation S.r.l. – La società ha sede a Milano. Foodation è un costruttore seriale di format di fast casual dining. Parte dal mercato, dall'idea e dal prodotto e guida la catena attraverso le fasi più delicate di seed, early stage fino a portarle ad essere catene mature per essere replicabili su larga scala e per il secondary market. Foodation vuole creare un modello di ristorazione informale "ITALIAN FAST COOL" applicabile ad infiniti prodotti e capace di generare catene di successo con un alto livello di profittabilità, gestite attraverso una attenta Business Intelligence. La mission è quindi dare vita ad un'azienda retail multibrand capace di creare valore da zero costruendo catene di ristorazione Made in Italy sviluppate sia sul mercato Italia che all'estero che utilizzano elementi propri dell'italianità come fattori distintivi e che, attraverso un'attenta organizzazione aziendale, business intelligence, controllo di gestione, marketing e comunicazione, diventino catene di successo autonome con diffusione internazionale e ebitda intorno al 20%.

Attualmente i format in portafoglio di Foodation sono i seguenti:

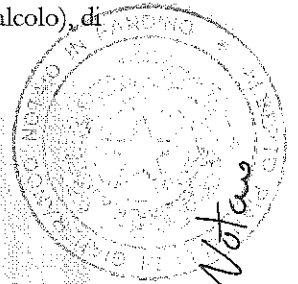


In circa due anni dal suo avvio Foodation ha aperto 5 negozi diretti e 4 in franchising (in 3 città diverse), ha vinto premio migliore pizzeria d'Italia, ha creato 3 nuovi format ormai conosciuti ed affermati sul mercato con 50 nuovi posti di lavoro.



THRON S.r.l. – La società ha sede a Piazzola sul Brenta (Pd) - La convergenza delle piattaforme di gestione dei contenuti digitali con strumenti di marketing per supportare un'esperienza omnichannel, rappresenta il punto debole del mercato. Le aziende hanno bisogno di gestire più efficacemente i contenuti e coinvolgere i consumatori in ogni punto di contatto delle esperienze del cliente. La soluzione di Digital Asset Management di nuova generazione, quale è Thron, consente ai brand di capire i loro utenti e fornire la comunicazione di contenuti mirati in tempo reale, per aumentare in modo significativo l'impegno, l'interazione e l'efficacia. Thron è la prossima generazione Digital Asset Management nato per centralizzare il contenuto e conoscere il proprio pubblico: raccoglie tutte le risorse aziendali e fornisce tramite plug & integrazione, la conoscenza del proprio pubblico con intelligenza attraverso contenuti all'avanguardia e tecnologia collaudata. Le aziende hanno infatti bisogno di gestire più efficacemente i contenuti e coinvolgere i consumatori in ogni punto di contatto nella esperienza del

cliente. Thron è pertanto la nuova generazione di DAM. Thron prevede di centralizzare con un'unica soluzione tutte le risorse digitali (immagini, video, testo, audio, streaming, documenti, fogli di calcolo), di integrarsi con i sistemi esterni grazie a connettori nativi e plug-in per soluzioni diverse, a bassissimo impatto sui clienti, API interattivi per lo sviluppo agile di una distribuzione controllata che incorpora il sistema di erogazione (internet e LAN), disciplina tutti gli aspetti della distribuzione dei contenuti con elenco di controllo di accesso, gestione delle identità, riconoscimento delle applicazioni. Dotato di un motore a tre strati (semantica, comportamentali e profetica) Thron è in grado di fornire la migliore delle risorse digitali per ogni specifica esigenza.



MARTHA's COTTAGE S.r.l. - La società ha sede a Siracusa (Sr). Martha's Cottage è l'e-commerce n°1 in Italia (top 3 in EU) per la vendita di prodotti e accessori per il matrimonio moderno. Attualmente sono celebrati circa 1.000 matrimoni al mese con prodotti Martha's Cottage, attraverso la spedizione di circa 1.200 pacchi di materiale Martha's Cottage al mese; la società ha un

database di oltre 20.000 futuri sposi ed ha partnership con Privalia (Vante-privee), Matrimonio.it, Top10 wedding planners ed Influencer. Nel corso del 2016 Martha's Cottage ha dato una nuova 'veste' al sito MarthasCottage con un'interfaccia e user experience ottimizzata. Con funzionalità in Italiano, Inglese, Francese, Spagnolo e Tedesco. È stato rilasciato il Martha's Cottage DELUXE per aggredire più in profondità la spesa per il matrimonio introducendo una linea di prodotti Premium/Deluxe ed è stato rafforzato l'accordo con Privalia con cui è stato chiuso un accordo commerciale che vede Martha's Cottage su Privalia una volta al mese su Italia e Spagna e con Brandon Ferrari che permette, tra l'altro, di garantire visibilità in Europa. È stato inoltre aperto un nuovo canale di business, la "lista partners". Si tratta di una pagina dedicata (a pagamento) per i partners che girano intorno al mondo del matrimonio: wedding planner, location, fotografi, abiti da sposa, gioielli, animazione etc.



CHORAFARMA

Chorafarma S.r.l. - La società ha sede a Milano. La Mission di Chorafarma è costruire modelli di sanità dove esiste il bisogno, avvicinando la sanità alle persone, facendosi carico del percorso di cura attraverso la progettazione, l'organizzazione e

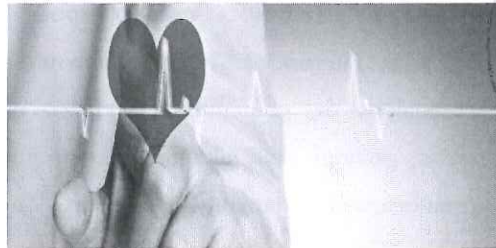
Alfredo Pontelli Notary

Giovanna Ferrara

l'erogazione di servizi sanitari innovativi e di eccellenza. Chorafarma si propone come partner alle farmacie, in particolare a quelle ubicate in territori fuori dai centri urbani, non presidiati da strutture sanitarie adeguate, alle Assicurazioni che hanno interesse a garantire ed erogare un primo livello di risposta ed intervento, alle Società con siti produttivi o direzionali in luoghi difficili da raggiungere, a realtà con necessità di mobilità (si pensi alle navi da crociera).

I principali drivers per lo sviluppo del business sono: attività di comunicazione, effetto "Passaparola", accordi con i "Gruppi di Farmacie" (Admenta/Lloyds Farmacia e Alliance Boots) e accordi con distributori del farmaco (Unifarm, Uniarma, CEF, Unico ecc.).

Attualmente Chorafarma ha contrattualizzato n. 8 accordi di apertura di un proprio corner all'interno di n. 8 farmacie e due di questi corner sono già stati aperti. Chorafarma dispone di un pacchetto di servizi unico in Europa e di una infrastruttura tecnologica all'avanguardia con refertazione telematica.



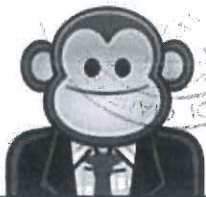
Spotonway™

SPOTONWAY S.r.l. – La società ha sede a Roma.

Spotonway è il Programma Fedeltà Digitale Universale per le PMI basato sulla tecnologia QR Code caratterizzata dalla facilità di utilizzo sia per il commerciante (utente) sia per i propri clienti. Con Spotonway è il commerciante a decidere e a costruire il

proprio programma di fedeltà offrendo premi unici ai clienti che rappresentano il proprio business. Spotonway crea un legame digitale con i clienti e aiuta a conoscerli meglio e assiste i commercianti nella realizzazione di campagne e programmi di marketing targettizzate per aumentare la fidelizzazione e far crescere il business nel lungo periodo. Entrare a far parte del programma fedeltà Spotonway, significa dotarsi di tutti gli strumenti necessari all'acquisizione e alla cura dei clienti. L'app Spotonway consente di essere presente negli smartphone dei clienti che possono accumulare punti, riscattare premi e localizzare l'attività. Ad ogni acquisto presso il commerciante convenzionato il cliente accumula punti con cui riscatta premi prestabiliti. Al commerciante viene fornito un mini iPad dal quale può accedere ad un cruscotto con cui controllare l'efficacia del programma e capire il comportamento dei clienti in modo da implementare soluzioni di marketing ad hoc. In un anno di attività Spotonway è presente in 5 città, è stato adottato da circa 1.000 negozianti e circa 70.000 utenti hanno fatto acquisti per Euro 400 migliaia riscattando oltre 18.000 premi.





MonkeyParking

con le chiavi in mano se stanno per liberare qualche posto. La nostra app mette in contatto le persone". Il sistema funziona sulla base di un'asta e gli utenti devono perciò fornire le coordinate bancarie per dare e ricevere il danaro. Se si raggiunge un accordo, l'utilizzatore che sta liberando un posto fornirà la posizione e i dettagli a colui che lo ha "comprato". La transazione economica avviene effettivamente quando "l'acquirente" ha parcheggiato.

ROSE & MARY

■ ROSE & MARY P.L.C. – Società di diritto inglese con sede in UK.. Prepara cibo Gourmet on Demand, senza glutine e senza zucchero e lo consegna a domicilio, attualmente esclusivamente in alcune zone di Londra. Offre un menu articolato di cibi che possono essere veramente definiti come sani secondo le più avanzate tendenze. Offre menu differenti ogni settimana e dopo pochi mesi ha una media di 30 ordini al giorno con punte di 90 ad un costo medio di 30 sterline. Gli ordini vengono gestiti via APP tramite un processo semplificato garantito da un algoritmo proprietario. Una volta che l'ordine viene ricevuto, si riconosce dall'applicazione lo chef e si comunica quando iniziare a preparare il piatto, sulla base di una serie di variabili tra cui il numero di ordini già in coda, il tempo di preparazione di ciascun ordine e la posizione di colui che eseguirà la consegna in quel momento specifico. Il tempo di consegna minimo è di 25 minuti ma il pasto ha la massima freschezza ed il prezzo complessivo è molto competitivo. Per Rose, è tutta una questione di utilizzo dei migliori ingredienti con bilanciamento dei sapori e cucina sofisticata un tocco leggero. La sua missione nella vita è quello di dimostrare che il cibo sano può essere veramente delizioso. Per Mary è tutta questione di trovare il mix ottimale fra grassi sani, proteine e fibre di verdure.



MISSION & MARKET LLC – Fondo comune di investimento di diritto statunitense con sede in U.S.A.. Mission & Market è un fondo di Venture Capital internazionale che investe early-stage. Ha un portafoglio di partecipazioni piuttosto articolato e dinamico. Nel

Alberici Pirelli Nota

Spadantomfort



dettaglio:



Transcriptic

Un laboratorio robotico per le scienze della vita



Enlitic

Una società dedicata a rivoluzionare l'assistenza sanitaria diagnostica



Seed

Online Business Banking



Notable Labs

Servizio di test di farmaci personalizzati per pazienti oncologici



Direct Match

Il primo All Trading per titoli del Tesoro USA



ThinAir

Il futuro della sicurezza dei dati



Eaze

Marijuana medica



Atomwise

Reti Neurali per scoprire nuovi farmaci.



Clara Foods

Creazione di primo bianco d'uovo senza il mondo animale.



Padlet

Il modo più semplice per creare e collaborare nel mondo



Wheelys Café

Catena di caffetterie in bicicletta



Cymmetria

Cambiare l'asimmetria della sicurezza informatica



Cofactor Genomics

Utilizzando RNA per diagnosticare la malattia



Aspiration

Investire. Con una coscienza.



Iguaz.io

Data Services Architecture

Il mercato Italiano di riferimento

¹Nel corso del 2015 sono state registrate sul mercato italiano del private equity e venture capital 342 nuove operazioni, distribuite su 272 società, per un controvalore pari a 4.620 milioni di Euro, corrispondente ad un incremento del 31% rispetto all'anno precedente, quando le risorse complessivamente investite erano state pari a 3.528 milioni di Euro. Il numero di operazioni, invece, rispetto al 2014 ha visto una crescita del 10%. Con riferimento alla tipologia di operazioni realizzate, nel 2015 i buy out hanno continuato a rappresentare il comparto del mercato verso il quale è confluita la maggior parte delle risorse (3.255 milioni di Euro), seguiti dal segmento del replacement (894 milioni di Euro), caratterizzato da alcune operazioni che rientrano nella strategia di spin-off di un primario operatore bancario, e dall'expansion (333 milioni di Euro). In termini di numero, con 122 investimenti realizzati, l'early stage si è posizionato ancora una volta al primo posto, seguito dal buy out (101 operazioni), mentre le operazioni di expansion sono state 81. Per quel che riguarda l'attività svolta dalle diverse categorie di investitori monitorati, gli operatori internazionali hanno assorbito il 66% del mercato in termini di ammontare investito nel corso del 2015, pari a 3.059 milioni di Euro, seguiti dalle SGR (878 milioni, pari al 19%) che, come gli scorsi anni, rappresentano la categoria di operatori che ha realizzato il maggior numero di investimenti (120, pari al 35% del mercato), seguite dai soggetti di emanazione pubblica/regionale (70, pari al 20%). A livello generale, nel 2015 il taglio medio dell'ammontare investito per singola operazione si è attestato a 13,5 milioni di Euro, in crescita rispetto al 2014 (11,3 milioni di Euro). Il dato normalizzato, cioè al netto dei large e mega deal realizzati nel corso dell'anno, è stato pari

¹ Fonte: AIFI – Il mercato Italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt nel 2015



Al Sen. Pintelli, Nota

Giuseppe L. P. P.

a 7,4 milioni di Euro, anch'esso in aumento rispetto ai 7,0 milioni del 2014. Considerando le società oggetto di investimento, nel 2015 va segnalata la presenza di 3 operazioni con equity versato compreso tra 150 e 300 milioni di Euro (large deal) e di altre 3 di ammontare superiore ai 300 milioni di Euro (mega deal). Complessivamente, i large e mega deal hanno attratto risorse per 2.231 milioni di Euro, pari al 48% dell'ammontare complessivamente

investito nell'anno. Passando ad analizzare l'evoluzione che ha interessato i singoli segmenti di mercato, il comparto dell'early stage (seed e start up) ha mostrato una crescita sia in termini di numero di operazioni, passate da 106 nel 2014 a 122 nel 2015, con un incremento del 15%, sia dell'ammontare investito, passato da 43 milioni di Euro nel 2014 a 74 milioni nel 2015 (+74%). Nel 2015, la maggior parte delle operazioni di avvio è stata realizzata da operatori focalizzati sul comparto dell'early stage, che hanno effettuato il 37% degli investimenti in questo comparto, seguiti dalle SGR generaliste (26%). In ultimo, sempre sul fronte dell'offerta, si rileva un livello di concentrazione del comparto inferiore rispetto all'anno precedente sia in termini di numero (ai primi cinque operatori è riconducibile il 48% dei 122 investimenti rilevati, contro il 65% del 2014) sia in termini di ammontare (ai primi cinque operatori è riconducibile il 55% dell'ammontare investito in questo segmento, rispetto al 75% del 2014). Nel corso del 2015, nel segmento dell'expansion sono stati investiti 333 milioni di Euro, distribuiti su 81 operazioni. Rispetto all'anno precedente, i dati risultano in calo del 20% in termini di numero e del 72% in termini di ammontare, che nel 2014 era stato influenzato da alcune operazioni di dimensioni significative, realizzate sia dal Fondo Strategico Italiano, sia da primari operatori bancari. Nel dettaglio, dall'analisi della tipologia di investitori attivi nel segmento, emerge come le SGR generaliste siano gli investitori che hanno realizzato il maggior numero di investimenti (35%), seguite dagli operatori regionali/pubblci (33%) e dalle investment company (22%). In ultimo, si segnala che ai primi 15 operatori è riconducibile il 77% del numero di operazioni effettuate nel segmento dell'expansion (contro il 64% del 2014) e l'86% dell'ammontare investito (90% nel 2014). Il segmento del turnaround anche nel 2015 ha mantenuto un ruolo di nicchia, con la realizzazione di 4 investimenti, contro gli 8 dell'anno precedente, mentre l'ammontare è passato da 97 a 64 milioni di Euro. Le risorse investite nel comparto del replacement sono state pari a 894 milioni di Euro, in forte crescita rispetto al 2014 (28 milioni investiti), grazie soprattutto ad alcune operazioni che rientrano nella strategia di spin-off di un primario operatore bancario. In termini di numero, si sono osservati 34 investimenti, contro i 5 dell'anno precedente. Infine, il segmento dei buy out ha attratto il 70% dei capitali complessivamente investiti nel corso del 2015, pari a 3.255 milioni di Euro, con una crescita del 49% rispetto ai 2.181 milioni del 2014. Nel dettaglio, le operazioni sono state 101 (91 nel 2014), con un incremento dell'11%. È importante sottolineare che gli investimenti realizzati con un impegno di risorse, per singolo operatore coinvolto, inferiore ai 15 milioni di Euro, hanno rappresentato il 66% del numero totale (contro il 62% del 2014), mentre è diminuito il peso delle operazioni di ammontare compreso tra 15 e 150 milioni di Euro (28%, contro il 34% dell'anno



precedente). I large e mega deal, infine, hanno rappresentato il 6% del numero di investimenti realizzati, contro il 4% del 2014. Analizzando più nel dettaglio le caratteristiche dell'offerta (**Grafico 27**), le SGR generaliste, con una quota del 53%, risultano essere la categoria che ha realizzato il maggior numero di operazioni, seguite dagli operatori internazionali (29%) e dai soggetti regionali/ pubblici (11%). Nel complesso, nel corso del 2015 si è assistito a una diminuzione della concentrazione del segmento in termini di numero di investimenti (ai primi 15 operatori è riconducibile una quota del 55%, rispetto al 59% del 2014) e a un aumento in termini di ammontare (ai primi 15 operatori è riconducibile una quota dell'83%, rispetto all'81% del 2014). Sotto il profilo della ripartizione delle operazioni tra initial e follow on, si segnala che gli investimenti a favore di aziende già partecipate dallo stesso operatore o da altri investitori nel capitale di rischio hanno rappresentato la maggioranza in termini di numero (63%), mentre in termini di ammontare hanno prevalso gli initial (58%). Dalla distribuzione geografica degli investimenti emerge come, in linea con i dati registrati l'anno precedente, il 96% degli investimenti effettuati nel corso del 2015 ha avuto ad oggetto imprese localizzate nel nostro Paese, per una corrispondente quota percentuale sul totale dell'ammontare investito pari a circa il 97%. Se si considera la sola attività posta in essere in Italia, il 74% del numero di operazioni ha riguardato aziende localizzate nel Nord del Paese (72% nel 2014), seguito dal Centro con il 17% (18% l'anno precedente), mentre le regioni del Sud e Isole hanno pesato per il 9% (10% nel 2014). In termini di ammontare, invece, il Nord ha attratto il 94% delle risorse complessivamente investite in Italia, seguito dalle regioni del Centro con il 5%, mentre rimane ancora ridotta la quota di risorse destinate al Sud Italia (1%). Come da tradizione, a livello regionale, si conferma il primato della Lombardia, dove è stato realizzato il 39% del numero totale di operazioni portate a termine in Italia nel corso del 2015, seguita da Veneto (11%) e Emilia Romagna (10%). Anche in termini di ammontare si è osservato questo posizionamento, con la Lombardia al primo posto, con il 72% delle risorse complessivamente investite, seguita da Veneto (9%) e Emilia Romagna (6%). Si segnala che le Regioni in cui non state rilevate operazioni di private equity e venture capital nel corso del 2015 sono quattro, ovvero Calabria, Molise, Puglia e Valle d'Aosta. L'analisi della distribuzione settoriale delle società oggetto di investimento evidenzia come, nel 2015, il settore manifatturiero abbia rappresentato il principale target di investimento in termini di numero di operazioni, con una quota dell'11%, seguito dei servizi non finanziari (10%) e dal comparto dei beni e servizi industriali (poco meno del 10%). In termini di ammontare, la maggior parte delle risorse investite nell'anno è confluita verso il settore dei servizi finanziari (33% del totale), caratterizzato da alcune operazioni di dimensioni significative, seguito dal lusso (10%) e dal comparto dei trasporti e della logistica (9%). Per quel che riguarda le imprese attive nei settori ad alta tecnologia, il numero di operazioni realizzate a favore di aziende definite dagli stessi operatori "high tech" è passato da 125 nel 2014 a 121 nel 2015, mentre l'incidenza sul numero totale di operazioni è scesa dal 40% al 35%. In termini di ammontare, le risorse investite in aziende high tech hanno rappresentato il 12% del volume complessivo (544 milioni di Euro), in calo rispetto al 23%

Alles in Pirelli Notaro

Chaberto notaro

dell'anno precedente. Nel dettaglio, i sottocomparti in cui si evidenzia il maggior numero di operazioni sono quelli del medicale, dei computer, dei servizi (non finanziari e finanziari) e delle biotecnologie che, in termini di numero, hanno rappresentato il 69% degli investimenti in imprese high tech effettuati nel corso del 2015. È significativo precisare che il 65% delle operazioni high tech rilevate ha interessato imprese in fase di avvio, caratterizzate da un taglio medio di investimento notevolmente inferiore rispetto agli altri segmenti del mercato. Relativamente alla distribuzione del numero di investimenti per dimensione delle aziende target, i dati del 2015 mostrano una concentrazione delle operazioni su imprese di taglio medio-piccolo (81% del numero totale, 78% nel 2014), caratterizzate da un numero di dipendenti inferiore alle 250 unità. Queste aziende hanno attratto risorse per un ammontare complessivo pari a 1.558 milioni di Euro (34% del totale, 28% nel 2014), mentre il resto del mercato, con un peso del 19% in termini di numero di investimenti, ha assorbito il 66% delle risorse totali (3.062 milioni di Euro). Anche la distribuzione degli investimenti per classi di fatturato delle aziende target evidenzia come le aziende di piccola e media dimensione (con un fatturato inferiore ai 50 milioni di Euro), pur avendo attratto risorse per circa il 20% del totale, rappresentino, anche per il 2015, il principale target verso cui sono indirizzati gli investimenti di private equity e venture capital in Italia, con una quota del 77% sul numero complessivo di operazioni.

I metodi di valutazione

Come precisa la dottrina il capitale di impresa costituisce un'entità astratta che si presta, per propria natura, ad essere valutata e quantificata diversamente in relazione alle proprie diverse configurazioni ed ai molteplici e spesso contrastanti interessi coinvolti: la stima del capitale economico non può fondarsi esclusivamente su dati obiettivi ed automaticamente determinabili, rendendo necessario il ricorso a stime, ipotesi e congetture.

E il compito dell'esperto è proprio quello di giungere ad una valutazione che, seppur dotata di un certo grado di soggettività, risponda ai seguenti postulati:

- razionalità e coerenza, per il quale il metodo adottato deve essere concettualmente fondato, valido e dotato di consistenza tecnica;
- obiettività; in quanto il metodo deve essere concretamente applicabile nel caso di specie, ovvero sia, per quanto possibile, fondato su dati certi;
- neutralità; per cui il metodo prescelto prescinda dalle caratteristiche e dagli interessi dei vari *stakeholders* coinvolti, anche indirettamente, nella negoziazione. La dottrina economico-aziendale e la prassi professionale hanno elaborato nel corso degli anni diverse metodologie valutative, che sono man mano andate evolvendosi e moltiplicandosi.

Indipendentemente dalla natura dell'*asset* che ci si propone di valutare, sia esso un'azienda, una partecipazione, o in generale un qualsiasi investimento. I diversi approcci proposti dalla tecnica possono

distinguersi, in primo luogo, in base al principio ispiratore degli stessi, ossia al concetto base cui parametrare il valore dell'*asset* oggetto di osservazione, giungendo alla seguente classificazione:

1. Valori *Stock*
 - Valori patrimoniali semplici
 - Valori patrimoniali complessi
2. Valori Flusso
 - Metodi finanziari
 - Metodi reddituali
3. Sintesi di valori-flusso e di valori-*stock*
 - Metodi misti
4. Valori dedotti dal mercato o dall'esperienza
 - Metodo delle società comparabili
 - Metodo delle acquisizioni comparabili
 - Prezzi di *Break-up*
 - Grandezze orientative dedotte dall'esperienza.

Ognuno di tali concetti base si ispira a diversi criteri di stima, ed ogni criterio, in sede applicativa, trova espressione in una pluralità di metodi di calcolo.

Trasversalmente, gli approcci così classificati sono soliti essere distinti, in sede di prima impostazione del problema, in *diretti* ed *indiretti*.

Si definiscono *diretti* quei metodi che fanno riferimento, per l'individuazione del valore dell'*asset*, agli effettivi prezzi praticati dal mercato per *assets* simili ("comparison approach"); sono *indiretti*, invece, quei metodi che, a causa delle inadeguatezze manifestate dai dati di mercato o dell'assenza di dati comparabili, impostano su diverse fondamenta il processo di stima, facendo in particolare riferimento a stime o grandezze stock, flusso o miste.

Quanto ai metodi di valutazione della prima specie appare evidente che un approccio fondato sull'osservazione di un qualsiasi mercato, quale quello borsistico, di per sé non perfetto, o sul confronto con realtà simili, si scontra in modo lampante con le caratteristiche di unicità della realtà da valutare oltretutto con la peculiarità dell'investimento per cui il problema valutativo si pone. Tale singolarità appare estremamente evidente nel caso in cui l'oggetto di valutazione sia un'impresa, per la quale i metodi indiretti restano dunque i tipici procedimenti di stima.

Utile appare pertanto procedere ad un'analisi di tali metodi, ricordando che i diversi approcci non si presentano in posizione di alternatività, ma consistono in una serie di strumenti, fra loro complementari, posti a disposizione dalla tecnica, da vagliare, confrontare e soppesare al fine di giungere ad una valutazione rispondente ai generali postulati di coerenza, razionalità, obiettività e neutralità.



Giovanni P. Stelli

Giovanni P. Stelli

In estrema sintesi: la valutazione di un'azienda non è mai un'applicazione meccanica di criteri e di formule.

I metodi fondati sui valori stock

Il metodo patrimoniale è basato sul principio dell'espressione a valori correnti dei singoli componenti attivi e passivi attinenti l'*asset* oggetto di valutazione.

Nell'accezione aziendale, con specifico riferimento ai componenti attivi, il processo valutativo può fare riferimento solamente ai beni materiali ed agli oneri ad utilità pluriennale che risultano dalla situazione contabile della società o, viceversa, tenere anche conto di quei beni immateriali spesso non contabilizzati, tra i quali si possono ricomprendere i marchi, i brevetti, il *know-how*, l'immagine aziendale, nonché il fattore "risorse umane" di cui l'azienda dispone.

Questi due differenti approcci valutativi caratterizzano, rispettivamente, il metodo patrimoniale semplice ed il metodo patrimoniale complesso.

Il metodo patrimoniale semplice

La valutazione di un'azienda con il metodo patrimoniale semplice richiede un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi in base a criteri di valutazione che, per la maggior parte, differiscono da quelli normalmente utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio di una società in funzionamento.

Il metodo conduce alla determinazione del cosiddetto "capitale (o patrimonio) netto rettificato". In simboli:

$$1) \quad W_0 = K' = A - P$$

Dove

- W_0 è il valore del capitale odierno;
- K' è il valore del patrimonio netto rettificato;
- A è il valore delle attività espresso a valori correnti;
- P è il valore delle passività, espresso a valori correnti.

Il processo di rettifica del capitale netto contabile si articola attraverso le seguenti fasi:

- individuazione degli elementi attivi e passivi del capitale dell'impresa da valutare;
- revisione contabile delle poste attive e passive;
- calcolo delle rettifiche da apportare al patrimonio netto contabile
- stima finale del patrimonio netto rettificato.

Il momento fondamentale della stima del capitale economico secondo il metodo patrimoniale semplice è la riespressione a valori correnti degli elementi attivi e passivi di patrimonio. In particolare, si è soliti utilizzare due criteri distinti:



- il criterio del valore del presunto realizzo, per i beni destinabili direttamente allo scambio (materie prime, semilavorati, prodotti finiti, lavori in corso di esecuzione, partecipazioni, titoli, ...) e per gli elementi del patrimonio che rappresentano valori derivati da scambi precedentemente effettuati, quali i crediti;
- il criterio del valore di sostituzione, che basa la valutazione di taluni elementi del capitale sui costi che si dovrebbero sostenere per porre a disposizione dell'azienda beni analoghi, cioè nella stessa condizione in cui si trovano all'atto della valorizzazione, per gli elementi a cosiddetto realizzo indiretto, quali le immobilizzazioni materiali ed immateriali.

In particolare per le immobilizzazioni tecniche nella pratica si è soliti procedere alla valorizzazione delle stesse o rivalutando il costo storico mediante moltiplicatori, o sulla base del valore assicurato, eventualmente riadattato per tener conto di eventuali clausole previste nel contratto di assicurazione non rispondenti alla realtà dei beni oggetto di stima (ad esempio per i contratti con clausola di garanzia valore a rinnovo).

Per la ponderazione dei rischi particolare importanza assume l'analisi qualitativa e quantitativa dei conti d'ordine. A conclusione di tale procedimento investigativo, l'esperto dovrebbe accertare che i conti stessi non denotino passività potenziali meritevoli di essere menzionate "al di sopra della linea".

Il metodo in esame trova generalmente utilizzo per le imprese di gestione immobiliare e per le holding di partecipazione

Il metodo patrimoniale complesso

Nella valutazione con il metodo patrimoniale complesso, oltre ad adottare i criteri sopra esposti con riferimento al metodo cosiddetto semplice, si procede alla valorizzazione dei beni immateriali non contabilizzati.

I principali elementi cui solitamente si fa riferimento sono il *know-how*, il portafoglio lavori, l'organizzazione umana, le licenze ed autorizzazioni, i marchi, i brevetti, le insegne ed i diritti di concessione.

Siffatto approccio si ispira alla teoria del *going concern value*, partendo dall'assunto che per creare un'azienda ex-novo sia necessario sostenere costi che, al contrario, non sono da sopportarsi nel caso di acquisizione di un'azienda già funzionante.

L'importanza di valutare gli *intangibles* nasce dalla considerazione, sin troppo evidente, che molto spesso gli stessi rappresentano i veri fautori del successo competitivo, o dell'eventuale insuccesso, di un'azienda. Per affrontare in modo razionale la stima del valore dei beni immateriali, si deve quindi preliminarmente individuare se essi possiedono le seguenti caratteristiche:

- il valore dei beni deve essere misurabile;
- i beni devono aver dato origine in passato a costi la cui utilità risulti, almeno in parte, differibile nel tempo;



Old Sam Pintelli

Giovanna Ferrara



- il bene immateriale deve essere trasferibile, cioè cedibile a terzi.

Particolare rilevanza assume il requisito della trasferibilità. Per poter essere oggetto di valorizzazione, il bene immateriale deve poter essere estraibile dall'azienda in cui si è formato e cedibile. Il requisito della trasferibilità si intende soddisfatto anche qualora il bene sia cedibile congiuntamente ad altri beni, materiali o immateriali.

La dottrina aziendale ha sviluppato criteri alternativi di stima dei beni immateriali: criteri analitici, fondati sull'esame e valutazione di serie storiche di dati, e criteri empirici, basati sull'osservazione e valutazione dei prezzi espressi dal mercato per transazioni aventi per oggetto analoghi beni.

L'area più critica, nell'applicazione del metodo patrimoniale complesso, è dunque l'individuazione e la relativa valorizzazione dei molteplici elementi immateriali non contabilizzati. Il principio di coerenza implica per il soggetto valutatore la necessità di tener conto di *tutti* gli elementi, con la sola esclusione di quelli la cui entità sia palesemente irrilevante, e di giungere ad una valutazione obbiettiva, oltreché prudentiale, degli stessi, con la particolare accortezza di evitare duplicazioni di valori.

La questione è di non scarso rilievo, in quanto, sovente, si corre il rischio di prendere in considerazione fattori la cui stessa espressione lessicale può risultare ambigua e il cui contenuto è difficilmente definibile in termini univoci: può allora accadere che la medesima "sostanza" venga celata sotto nomi diversi, col conseguente rischio che la relativa valorizzazione sia replicata nella stima del capitale economico.

I metodi fondati sui flussi

Con tale espressione si intendono quelle soluzioni valutative fondate sulla capacità dell'azienda valutata di generare flussi (finanziari o reddituali) futuri, riconducendo il valore del capitale economico alla attualizzazione, a determinati tassi, dei flussi stessi.

La migliore dottrina è solita definire queste metodologie "*universal*" in quanto applicabili per tutti i fini che riguardano le valutazioni di investimenti, ed in quanto capaci di valutazioni *assolute* legate a giudizi di congruità e di convenienza di ogni specie.

L'ampia applicabilità di siffatti criteri ne ha comportato un rapido sviluppo, rendendo le metodologie in questione particolarmente diffuse, soprattutto nell'assunzione reddituale, nella valutazione delle *performance* aziendali.

Nel momento in cui oggetto di valutazione è l'azienda, le formule base cui è riconducibile l'approccio in esame si distinguono in dipendenza del punto di vista assunto dal soggetto valutatore. Gli approcci possono essere ricondotti in un'ottica:

- equity – side, quindi dell'investitore, che stima il valore economico del patrimonio netto aziendale secondo la seguente formula

$$2) \quad W_0 = \sum_{s=1}^n d_s v^s + P_n \cdot v^n$$

Ove

W_0 è il valore del capitale odierno

d_s è il dividendo pagato dall'impresa nell'anno s

P_n è il prezzo più probabile ricavabile dalla cessione al tempo n

v^s, v^n sono i coefficienti di attualizzazione

- asset – side, ossia nell'ottica interna dell'impresa, con un processo di stima che comporta, in prima istanza, la determinazione del valore economico delle attività dell'azienda (detto anche Enterprise Value o *EV*), dalla quale, per poter giungere al valore economico del patrimonio netto aziendale, dovrà poi essere detratto il valore dell'indebitamento finanziario (Posizione Finanziaria Netta o *PFN*). In tal caso la formula adottata sarà la seguente

$$3) \quad W_0 = EV - PFN = \sum_{s=1}^n F_s v^s - PFN$$

dove

W_0 è il valore del capitale odierno

F_s è il flusso atteso per il periodo s (con s variabile da 1 a n), disponibile per la remunerazione tanto dell'investitore, quanto del debitore che ha apportato fonti finanziarie (capitale di credito);

v^s è il coefficiente di attualizzazione per il periodo s (con s variabile da 1 a n).

Differenti saranno evidentemente i flussi assunti a base del processo di calcolo: al netto dell'effetto finanziario legato alla modalità di finanziamento del capitale investito ("*levered*") nel primo caso, al lordo dello stesso ("*unlevered*") nel secondo.

Le diverse soluzioni applicative cui possono ricondursi tali metodologie discendono da una serie di assunzioni che il soggetto valutatore dovrà fare circa:

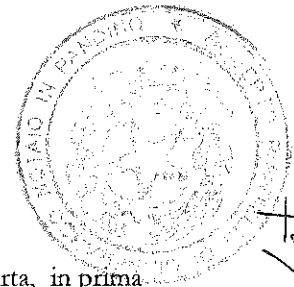
- la natura del flusso da prendere in esame;
- il modo in cui le proiezioni future vengono concepite e realizzate;
- la durata dell'arco temporale di riferimento;
- la metodologia di attualizzazione.

Il metodo finanziario

La valutazione con il metodo finanziario rispecchia la logica di un ipotetico investitore che, a fronte di un immediato esborso, si attende una serie di flussi di cassa futuri.

Il metodo finanziario identifica dunque il valore attuale con la sommatoria dei futuri flussi monetari che l'*asset* valutato sarà in grado di generare, attualizzati ad un tasso appropriato.

La formula cui si riconduce il metodo in esame è dunque un'evoluzione di quella indicata al precedente punto 2), che, nella versione attualmente più utilizzata (*Unlevered Discounted Cash Flow Analysis*) assume la



Al Sen. Pirelli Notaro

Spasentando

seguinte forma

$$4) \quad W_0 = I - D_a$$

in cui

W_0 è il valore del capitale odierno

D_a è il valore attuale dei debiti finanziari, nella pratica spesso ricondotto al valore nominale degli stessi

I è valore dell'investimento netto

con

$$5) \quad I = \sum_{i=1}^n CF_i \cdot v^i + V_f \cdot v^n$$

ove

CF_i flusso di cassa unlevered atteso per l'anno i

n numero di anni del periodo di previsione analitica dei flussi

v^i coefficiente di attualizzazione

V_f *Terminal Value* – valore finale, all'anno n , dell'investimento

Il metodo in esame, pur nella razionalità dell'impostazione teorica, comporta rilevanti problemi a livello di applicazione pratica: se, in forza di piani pluriennali, comparati ai risultati storici ottenuti, non particolarmente complessa può presentarsi la quantificazione dei previsti *livelli di redditività* per gli esercizi a venire, ben più difficoltoso risulta in sede di valutazione ricondurre le risultanze economiche di competenza ai corrispondenti flussi di cassa.

Il metodo reddituale

La valutazione con il metodo reddituale può essere considerata da un punto di vista metodologico come una semplificazione del metodo finanziario, e nasce proprio in risposta alla problematica tosto evidenziata.

I metodi reddituali identificano infatti il valore di un'*asset* (e quindi anche di un'azienda) con il valore attuale dei redditi normali attesi ipotizzando, di fatto, un'identità tra tali redditi ed i flussi monetari futuri. La validità pratica del metodo reddituale, nonostante le semplificazioni che presenta rispetto al metodo finanziario, può essere principalmente ricondotta alle seguenti considerazioni:

- nel lungo periodo i flussi monetari ed il reddito tendono ad equivalersi;
- il reddito che normalmente l'azienda è in grado di generare costituisce un dato di più agevole previsione rispetto alla stima dei futuri flussi monetari.

Le formulazioni matematiche applicabili al metodo in esame sono direttamente collegate alle formule precedentemente analizzate, la cui rappresentazione è però soggetta ad alcuni adattamenti originati dal diverso flusso in osservazione e del diverso arco temporale di riferimento preso a riferimento per la stima.



Nella prospettiva di rendita perpetua, la 1) diviene (in un'ottica equity side):

6)

$$W_0 = \bar{R}/i$$

in cui

$\bar{R}$ reddito medio atteso

i tasso di attualizzazione

Attendendosi invece una "vita limitata" dell'investimento, la formula 1) assume le seguenti rappresentazioni:

6.1)

$$W_0 = \bar{R} \cdot a_n$$

con

$\bar{R}$ reddito medio atteso

oppure

6.2)

$$W_0 = \sum_{i=1}^n R_i \cdot v^i$$

con

R_i reddito atteso per l'anno i -esimo, con i che va da 1 a n

La formula della vita limitata può altresì tener conto di un eventuale *Terminal Value* divenendo la seguente

7)

$$W_0 = \sum_{i=1}^n R_i \cdot v^i + V_f \cdot v^n$$

con

V_f valore atteso dell'investimento al tempo n .

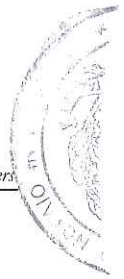
I flussi attesi

La previsione dei flussi attesi, tanto da un punto di vista finanziario quanto da quello reddituale, si fonda essenzialmente sull'analisi ed il confronto di quattro tipologie di dati:

- risultati storici;
- proiezione di risultati storici;
- risultati programmati futuri;
- risultati futuri sulla base di ipotesi possibili.

Il ricorso a risultati storici, pur avendo il vantaggio della semplicità di determinazione, presenta l'inconveniente di essere basato sull'idea che il futuro non presenti difformità rispetto al passato. Nasce in tal caso la necessità, per chi valuta, di procedere alla cosiddetta "normalizzazione" dei risultati storici. Con tale termine si intende un processo articolato, avente per obiettivo l'eliminazione, o l'imputazione, di componenti la cui presenza, o assenza, distorce la più attendibile o probabile misura del reddito atteso. La normalizzazione consiste in una serie di interventi principalmente diretti:

- all'eliminazione dei componenti straordinari di reddito;



- all'eliminazione dei componenti di reddito afferenti i capitali accessori;
- all'eliminazione dei componenti non inerenti la produzione di reddito;
- alla neutralizzazione delle politiche di bilancio, ivi comprese quelle fiscali;
- all'imputazione di componenti di reddito contabilmente non rilevate;
- alla rideterminazione delle imposte di competenza.

Di particolare rilievo e comune a tutti i predetti approcci, storici così come prospettici, è inoltre la necessità di eliminare gli eventuali effetti dell'inflazione, riconducendo i redditi normalizzati a valori monetari correnti, omogeneizzandoli a tal modo dal punto di vista del metro monetario.

La seconda modalità di previsione, non esente dalla necessità di normalizzazione, consiste nella proiezione dei risultati storici nel futuro, adeguandone la grandezza in funzione del prevedibile comportamento di alcune variabili quali, per esempio, la dimensione dell'attività, il livello dei prezzi-ricavo, il grado di produttività del lavoro, l'incidenza dei costi generali.

La terza modalità di previsione assume, quale significativa espressione dei flussi attesi, i risultati evidenziati nei piani e programmi aziendali definiti per periodi futuri.

La quarta modalità, infine, ipotizza nuove condizioni di gestione futura e ne valuta le probabili conseguenze in termini di redditi attesi.

L'arco temporale di riferimento

I metodi reddituali, così come quelli finanziari, presentano nell'esperienza vari possibili orizzonti temporali, il cui limite minimo è di pochi anni, ed il massimo è l'infinito. Come precisato dalla migliore dottrina in materia², *“contro la limitazione a pochi anni si pone l'argomento, generalmente valido, che l'impresa è un istituto atto a perdurare ... ed i cui orizzonti temporali ben poche volte possono essere delimitati. Certo, nei pochi casi in cui tale durata risulta determinata ci si può riferire ad essa; ma ciò non accade quasi mai. La regola è dunque l'indeterminatezza.”*

Tale considerazione non costituisce limite invalicabile, in forza di due considerazioni: da un punto di vista matematico il meccanismo dell'attualizzazione fa sì che i valori attesi incidano sul valore attuale in misura inversamente proporzionale all'ampiezza dell'arco temporale. Da un punto di vista tecnico, inoltre, considerato che la scelta dell'orizzonte di riferimento viene agganciata a condizioni di certezza e rischio dei flussi attesi, l'estendersi dell'arco temporale implicherebbe la scelta di tassi di attualizzazione più elevati, ciò comportando una minore incisività a livello di valore attuale.

Per definire l'estensione devono peraltro essere presi in considerazione i seguenti aspetti:

- le condizioni generali del settore in cui l'azienda opera;

² L. Guatri – “Trattato sulla valutazione delle aziende” – Egea