

- il ciclo di vita dei prodotti;
- le tecnologie attuali e prospettive di cui l'azienda può, e ragionevolmente potrà, disporre;
- la durata residua degli impianti;
- prestabiliti limiti di carattere giuridico/commerciale.

Alla luce delle raccomandazioni della dottrina e degli esempi forniti dalla pratica, si osserva come l'arco temporale di riferimento, nell'ipotesi della durata limitata, generalmente oscilla tra i tre e i sette anni.

La scelta del tasso di attualizzazione

Con riferimento alle molteplici configurazioni dei flussi, sorge per il valutatore, di volta in volta, la necessità di determinare altrettante configurazioni dei tassi di attualizzazione.

Il principio generale della coerenza impone, in prima istanza, che il tasso sia omogeneo e compatibile con i flussi da attualizzare, e ciò non solo nel senso degli elementi da considerare, quali l'inflazione o le imposte, ma anche nel senso dell'approccio utilizzato nella valutazione (*equity side o asset side*).

Qualora la valutazione venga effettuata in un'ottica *equity side*, tra le metodologie principalmente adottate per la determinazione del tasso i la più nota e utilizzata in pratica è quella del Capital Asset Pricing Model (CAPM) che riconduce il tasso di rendimento del capitale proprio, K_E a un valore che tiene conto;

- della remunerazione per il "puro investimento di capitale"
- di un premio per il rischio peculiare per l'investimento oggetto di osservazione.

Quanto al primo elemento, generalmente e nella consapevolezza dell'inesistenza di investimenti privi di rischio, si fa riferimento al rendimento dei titoli di Stato Italiani o, come sempre più spesso si preferisce negli ultimi anni, ai Bund Tedeschi. Il rendimento dovrà essere assunto al lordo o al netto dell'imposizione fiscale o dell'effetto inflattivo, coerentemente con i flussi da scontare, e la durata dei titoli stessi, cui sarà associato un differente rendimento, dovrà essere compatibile con l'arco temporale di riferimento assunto a base della valorizzazione.

Un'ampia parte degli studiosi e dei professionisti del settore sono inoltre dell'opinione che ai fini della stima di K_E sia opportuno tenere conto anche dei rischi "idiosincratici" (*SCP*), ovvero dei rischi non diversificabili che caratterizzano ciascuna impresa.

Oltre al rischio "Paese", che può già essere implicito nella determinazione del tasso *risk free* e del premio per il rischio azionario, i principali fattori di rischio specifici dei quali è opportuno tenere conto ai fini dell'aggiustamento del costo del capitale possono essere infatti ricondotti alla dimensione, alla struttura finanziaria, alla leva operativa, alla fase di vita dell'*asset* oggetto di valutazione. Numerosi sono gli approcci proposti per la stima di tali specifici fattori; tuttavia ciascuno di essi presenta limiti non indifferenti. Nell'attesa che venga definito un approccio condiviso e di comune accettazione, il parametro *SCP* viene quindi spesso rimesso al giudizio professionale del valutatore.

Approcciandosi alla valutazione secondo un'ottica *asset side*, la coerente configurazione del tasso di



Alberto Tulli Notaio

Shavendra Ramteke

attualizzazione è quella che lo riconduce al Costo Medio Ponderato del Capitale, o $WACC^3$.

La rappresentazione matematica del WACC si fonda sulla seguente equazione

$$9) \quad WACC = \text{Costo Medio dei Mezzi di Terzi} + \text{Rendimento Medio del Capitale}$$

Proprio

Da cui

$$10) \quad WACC = \frac{D}{D+E} \cdot K_D \cdot (1-t) + \frac{E}{D+E} \cdot K_E$$

ove

D = (Debt) Mezzi di Terzi

E = (Equity) Mezzi Propri

K_D = Costo Medio dell'Indebitamento, ossia oneri finanziari attesi

$K_D \cdot (1-t)$ = Costo Medio dell'Indebitamento al netto del cosiddetto "scudo fiscale", considerata la deducibilità degli oneri finanziari attesi

K_E = Rendimento Medio del Capitale Proprio

La variabile K_E tosto specificata può ulteriormente scomporsi nel seguente modo

$$11) \quad K_E = r + s$$

ove

r = rendimento atteso da investimenti privi di rischio

s = rendimento aggiuntivo

Le ragioni dell'esistenza del fattore addizionale sono logicamente fondate nel fatto che l'investimento in un'attività rischiosa deve promettere (ancorché non garantire) un premio aggiuntivo che sarà tanto più elevato quanto rischioso è l'investimento prodromico allo stesso.

La determinazione del fattore è a sua volta fondata su tre variabili:

r = rendimento atteso da investimenti privi di rischio

r_m = rendimento attendibile dall'investimento in imprese similari quotate

β = fattore beta indicativo della misura della volatilità di un investimento azionario, ossia indicatore della sensibilità dell'investimento prescelto alle variazioni del mercato.

Da quanto esposto si ricava pertanto che

$$12) \quad s = \beta \cdot (r_m - r)$$

ossia il premio di rischio per l'investimento di capitale proprio nell'impresa analizzata è commisurabile al maggior rendimento offerto da analoghi investimenti borsistici rispetto all'investimento in capitale privo

³ Weighted Average Cost of Capital



di rischio, con un grado di volatilità misurato dal fattore β .

La 10) diventerà allora

$$13) \quad WACC = \frac{D}{D+E} \cdot K_D \cdot (1-t) + \frac{E}{D+E} \cdot [r + \beta \cdot (r_m - r)]$$

I metodi misti

I metodi misti si pongono a livello intermedio tra i metodi patrimoniali e quelli fondati sui flussi, cercando di contemperare in un unico approccio l'oggettività delle stime patrimoniali alle inevitabili considerazioni circa le aspettative future in termini reddituali e finanziari.

Il più semplice dei metodi (*metodo del valore medio*) in esame assegna eguale peso alla componente reddituale ed a quella patrimoniale nella stima del valore corrente, giungendo alla seguente espressione:

$$14) \quad W_0 = \frac{1}{2} \left(K' + \frac{R}{i} \right)$$

ove:

K' è il valore del patrimonio netto rettificato

R è il reddito medio prospettico

i è il tasso di attualizzazione.

Dalla 14) si trae la seguente

$$15) \quad W_0 = K' + \frac{1}{2} \left(\frac{R}{i} - K' \right)$$

ove l'espressione $(R/i - K')$ rappresenta il valore dell'avviamento positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*).

Una evoluzione della precedente formula 16) è quella del cosiddetto *metodo anglosassone* o *metodo della durata limitata dell'avviamento*, la cui funzione è la seguente

$$16) \quad W_0 = K' + (R - K' \cdot i') \cdot a_n \cdot \tau_i$$

in cui W_0 è determinato dal valore del capitale netto rettificato, a cui viene sommato il valore attuale del "surplus" reddituale rispetto a $K' \cdot i'$, attesa per un periodo finito di tempo n .

Evidenti sono le analogie concettuali di tali approcci con le metodologie separatamente analizzate nei paragrafi precedenti, cui si rinvia. Due considerazioni appaiono però importanti, al fine di una migliore comprensione dei modelli ora in esame e delle questioni che inevitabilmente comportano scelte di carattere soggettivo inevitabili per il valutatore:

- quanto al patrimonio netto rettificato K' ragioni di coerenza impongono che, se nella stima dello stesso sono state calcolate, ad esempio, rivalutazioni dei beni ammortizzabili, nella determinazione del parametro reddituale si consideri il maggior ammortamento conseguente alla rivalutazione. Similmente, se lo stesso viene assunto nell'accezione di cui al metodo patrimoniale complesso, anche



i valori dei beni immateriali non contabilizzati devono essere assoggettati ad ammortamento, se ed in quanto deperiscono col passare del tempo;

- quanto al tasso di remunerazione del capitale i' ragioni di ordine logico impongono che lo stesso non sia ammissibile di valore superiore al tasso di attualizzazione del sovrareddito i , dal momento che ciò che deve essere congruamente remunerato è l'intero valore economico dell'investimento (W_0) e non solo un suo elemento, quale è κ' . Peraltro si può razionalmente ipotizzare che il tasso di sconto del sovrareddito possa essere maggiore del tasso di congrua remunerazione, dal momento in cui il sovrareddito presenta un livello di rischio superiore a quello che caratterizza il reddito ritenuto congruo.

Tra i metodi di valutazione mista rientra anche il modello dell'Economic Value Added (E.V.A.), approccio che ha ottenuto ampia notorietà nell'ambito della valutazione dell'operato del *management*, ed in particolare nella capacità ed efficacia delle politiche gestionali adottate nel creare valore in capo agli investitori.

L'assunzione di base è che la performance aziendale debba essere tale da produrre redditi attesi superiori rispetto al costo medio ponderato delle risorse resesi necessarie per ottenerli. In termini formulistici, dato un capitale investito CI , nell'arco temporale limitato di un anno:

$$17) \quad EVA = NOPAT - (wacc \cdot CI)$$

E' di tutta evidenza quindi che:

- se $NOPAT > (wacc \cdot CI)$ allora è stato "creato valore";
- viceversa, se $NOPAT < (wacc \cdot CI)$, ciò implica che è stato "distrutto valore".

A livello aggregato, il valore generato atteso è una grandezza (denominata Market Value Added, o MVA), pari al valore attuale di tutti gli EVA attesi. E quindi:

$$18) \quad MVA = \sum_{i=1}^n EVA_i + TV_{EVA}$$

o, in ipotesi di rendita perpetua con $n = \infty$:

$$19) \quad MVA = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{EVA_i}{(1 + wacc)^i}$$

Considerato che l'approccio, secondo la schematizzazione precedentemente proposta, è da intendersi *asset side* (in quanto il NOPAT non recepisce gli effetti reddituali conseguenti la configurazione assunta dalle fonti di finanziamento), allora la valutazione del capitale economico sarà in tal caso:

$$20) \quad W_0 = CI + MVA - PFN$$

Gli altri metodi di valutazione

Mantenendosi nell'ambito aziendalistico, una serie di metodi, alcuni oggetto di ampie ricerche ed applicazioni, altri che soffrono ancora di sommarie approssimazioni, affrontano il problema da un angolo

visuale completamente diverso rispetto ai metodi tradizionali dei valori flusso e dei valori *stock*. Essi non si basano infatti su formule valutative razionalmente costruite, ma deducono il valore direttamente da osservazioni di mercato, basandosi su prezzi fatti nelle negoziazioni borsistiche e rappresentano in tal senso una più ampia interpretazione dei metodi diretti.

La tecnica di calcolo consiste in questo: assunto per un campione di società i cui prezzi sono noti (P) una variabile esplicativa (X), che si giudica strettamente legata al suo valore, si ipotizza che la relazione così stabilita valga anche per la società α da valutare, per la quale è nota la grandezza della variabile di riferimento. In formule:

$$21) \quad \frac{P}{X} = \frac{P_{\alpha}}{X_{\alpha}}$$

da cui

$$22) \quad P_{\alpha} = X_{\alpha} \cdot \frac{P}{X}$$

ove

$\frac{P}{X}$ è il moltiplicatore assunto a base della valutazione.

Il metodo dei multipli di mercato

Il riferimento al mercato, ed in particolare l'osservazione di realtà comparabili, può costituire una base valutativa preziosa. Ovviamente anche in tale approccio dovrà essere rispettato il pre-requisito della razionalità, che si intende soddisfatto se il valutatore fonda l'osservazione empirica su basi coerenti a quelle utilizzate per la costruzione del modello quantitativo principale e per realtà simili a quella oggetto di valutazione.

La funzione del valore in questione è una rappresentazione della già proposta formula 19) è estremamente semplice e può essere così rappresentata:

$$23) \quad W = G \cdot M$$

ove

W è il valore ricercato

M è il coefficiente moltiplicativo del mercato

G è la grandezza di riferimento utilizzata nella stima

La cautela e la prudenza nell'applicazione di tale modello sta nella corretta scelta della grandezza di riferimento G utilizzata e nell'oculata scelta del campione delle aziende comparabili. E' ovvio che G deve rappresentare "la" variabile che in termini quantitativi e qualitativi impatti realmente sul valore e che la scelta di tale grandezza sia utilizzata nel mercato in cui l'azienda opera. La variabile deve altresì avere una relazione lineare di crescita con il valore che l'azienda può sviluppare. Nella pratica spesso si osserva una

Al Sen Patelli Notaro

Flavio Bonfatti

crescita di W rispetto a G non sempre proporzionale nel senso che oltre certi livelli si vengono ovviamente a generare sinergie ed economie di scala che, a fronte della crescita numerica del valore della grandezza scelta, fanno registrare aumenti del valore W più che proporzionali. Una particolare attenzione va riservata anche alla scelta del campione di società comparabili prese come riferimento, in termini di aspettative di crescita e del grado di rischio operativo e finanziario connesso al “business”.

Tutte queste attenzioni costituiscono per il soggetto valutatore l'elemento di maggiore scientificità della stima, in un approccio metodologico che, di per se stesso, è essenzialmente operativo ed estremamente rapido e pratico.

Nell'ambito applicativo, il valutatore ha l'opportunità di scegliere il campione delle aziende comparabili in base a due metodi:

- metodo delle società comparabili in base ai prezzi di borsa;
- metodo delle negoziazioni comparabili in base a recenti acquisizioni.

Entrambe le metodologie appaiono a prima vista accettabili.

La prima metodologia tuttavia appare più significativa in quanto valorizza maggiormente l'ipotesi della normale gestione e funzionamento della società, dal momento che si basa su valori certi e correnti di bilancio. La seconda può infatti risentire dei meccanismi e delle dinamiche negoziali che emergono nelle operazioni di *deal* e che scontano nella prassi ovvi premi di maggioranza o minoranza, o stime su possibili sinergie.

La scelta del “driver di valore” non deve essere frutto di mero arbitrio, ma il risultato di un'analisi della struttura delle aziende comparabili e del grado di significatività della grandezza in esame nella determinazione del valore dell'*asset*.

Il metodo delle “rules of thumb”

Altro metodo diretto, osteggiato dalla dottrina, ma particolarmente diffuso specialmente in sede di valutazione di imprese di dimensione particolarmente ridotta, è quello fondato sulla cosiddetta *Rules of Thumb*, di chiara impostazione empirica, consistente in uno strumento di formazione del valore ispirato ai prezzi praticati sul mercato, basato su di una opinione collettiva diffusa in un settore specifico o in altri simili.

Su base statistica, vengono quindi offerte formulazioni che parametrano il valore dell'*asset* ad elementi oggettivi, consentendo un immediato, statisticamente accettabile, risultato.

Nella loro generale semplicità tali strumenti si presentano particolarmente utili ai fini di controllo e verifica delle soluzioni ottenute con l'applicazione dei metodi classici.



La valutazione della partecipazione in Withfounders

Considerazioni preliminari

Va preliminarmente precisato che in una società come Withfounders, un seed accelerator costituito sotto forma di holding pura di partecipazioni, i risultati economici sono scarsamente significativi, mentre assumono fondamentale significato gli investimenti. Purtuttavia l'implementazione e lo sviluppo del modello di business richiede:

- le risorse finanziarie per il seed delle partecipazioni (tipicamente startup);
- il dialogo continuo e la capacità di coinvolgere i potenziali co-investitori, avendo la disponibilità delle risorse finanziarie per intervenire direttamente, anche parzialmente, nella fase di co-seed ove i tempi e i modi previsti dai co-investitori non risultassero adeguati;
- il dialogo continuo e la capacità di coinvolgere i Venture Capitalist per finanziare lo sviluppo delle iniziative con potenziale di crescita del valore in un periodo più lungo;
- il dialogo continuo e la capacità di coinvolgere gli operatori finanziari e industriali del settore per realizzare le exit programmate.

Inoltre lo scrivente ha ulteriormente considerato:

- che le partecipazioni detenute da Withfounders sono tutte di minoranza e talvolta costituiscono una frazione estremamente ridotta del capitale sociale;
- che il trasferimento di tali partecipazioni è spesso soggetto a specifici patti para sociali che ne limitano, almeno in linea teorica, la circolazione;
- che le partecipazioni in portafoglio di Withfounders, che costituiscono di fatto il valore economico di quest'ultima, operano in mercati molto diversi e si trovano in stadi di sviluppo non omogenei fra di loro;
- che si tratta essenzialmente di startup il cui valore è prospettico;
- l'oggettiva difficoltà insita nell'individuazione di metodi di valutazione tecnicamente validi e riconosciuti tali per la determinazione del valore.

In tale contesto la scrivente ha ritenuto opportuno, al fine di dare adeguata valenza oggettiva ai risultati ottenuti nel presente documento, condividere l'approccio adottato, le banche dati utilizzate ed in generale la complessiva applicazione della tecnica valutativa con l'esperienza maturata nel settore di questo tipo di valutazioni da uno specialista, leader in Italia nella finanza straordinaria per le PMI, tra i primi Nominated Advisor (NOMAD), Equity Partner di Borsa Italiana e associato AIFI. La condivisione tra la scrivente e lo specialista ha riguardato tutti gli aspetti di valutazione qui illustrati, sia qualitativi (quali a titolo esemplificativo e non esaustivo la scelta del metodo, le analisi di rischio, la determinazione dei tassi, la definizione dei campioni, ecc.), sia quantitativi, rappresentati nella conseguente applicazione delle formule matematico-finanziarie.



Alberto Piantelli

Giovanna Piantelli



I risultati all'esito di tale confronto sono di seguito illustrati.

Il metodo di valutazione adottato

La valutazione delle quote di partecipazione di Withfounders si basa, come già indicato, sulla valutazione del suo portafoglio di partecipazioni/investimenti.

Ciò posto, il calcolo del valore dell'equity del portafoglio è stato effettuato prendendo come base documentale i business plan delle diverse società facenti parte dello stesso, così come forniteci. La metodologia seguita è stata quella dei multipli. Gli stessi sono stati desunti dalla ricerca effettuata dalla società Petsky Prunier Investment Banker (Novembre 2016 – M&A and Investment Summary), liberamente consultabile sul sito (<http://petskyprunier.com/monthly-transaction-summaries/?year=2016>).

Applicazione della tecnica valutativa

I multipli desunti dalla ricerca sono stati "lavorati" al fine del calcolare diversi parametri valutativi utili ai fini del calcolo del valore dell'equity di ogni singola società e, quindi, dell'intero portafoglio. In particolare sono state calcolate per ogni settore le seguenti medie:

- la media aritmetica semplice (MEAN) dei due ratios utilizzati per il calcolo: EV/Sales e EV/Ebitda;
- la mediana degli stessi ratios, ovvero il valore che occupa la posizione centrale nella serie ordinata dei dati (o, anche, che viene preceduta e seguita dallo stesso numero di osservazioni nella serie ordinata dei dati);
- la media pesata (ADJ.W.AVG) per la capitalizzazione dei due ratios. Questo in quanto normalmente il titolo maggiormente rappresentativo del settore (quello maggiore per capitalizzazione) tende ad essere "market driven" economico, patrimoniale e finanziario dell'intero settore e, quindi, ad avere ratios maggiormente significativi della rischiosità media del settore stesso;
- la media troncata o robusta (Robust AVG). E' una misura statistica usata ogni qual volta si vuole avere delle informazioni sulla forma di una distribuzione del ratio, ovvero sulla sua simmetria o asimmetria. Quando si vuole sintetizzare una distribuzione molto asimmetrica con una misura di tendenza centrale, bisogna tenere conto del fatto che la media aritmetica semplice, la misura di sintesi più comunemente utilizzata è una misura non robusta. Ciò significa che la media è un indicatore sensibile ai valori estremi della distribuzione, e verrà quindi "attratta" da essi. In questo caso, quindi, la media sarà influenzata dai valori che si trovano sulla "coda" (destra o sinistra) della distribuzione, quindi risulterà una sintesi poco efficace della massa di dati "più tipici". Quando si vuole utilizzare una misura di sintesi che descriva adeguatamente i dati più tipici, conviene allora utilizzarne una meno sensibile ai valori anomali. La più nota è la mediana, che come già visto è il valore che occupa la posizione centrale nella serie ordinata dei dati (o, anche, che viene preceduta e seguita dallo stesso numero di osservazioni nella serie ordinata dei dati). Un'altra possibilità è costituita dalla cosiddetta media troncata. Questa è la media

della distribuzione troncata ad una soglia fissata, di solito, al 5-10%, e non è altro se non la media calcolata sul 95-90% delle osservazioni che occupano i valori centrali della distribuzione. Di fatto, nel calcolo della media, si trascura una parte residuale della distribuzione, dove i valori sono più estremi. Nel caso di specie è stata utilizzata la media troncata al 10%; in altre parole una media calcolata sul 90% delle osservazioni che occupano i valori centrali della distribuzione;

- la media aritmetica semplice dell'EV/Sales per le società di ciascun settore che presentano un EV/Sales superiore al 15% (High Growth);
- la media aritmetica semplice dell'EV/Ebitda delle società di ciascun settore che presentano un tasso di crescita dell'Ebitda superiore al 15% (High Growth).

Per il calcolo dell'equity value di ogni singolo titolo del portafoglio, è stata utilizzata la media aritmetica semplice, ponderata, troncata o high growth, a seconda della progressione delle stime di fatturato e di Ebitda.

Tabella 1 – EV/SALES medi di settore (Dati al 30 novembre 2016)

Segment	REVENUE MULTIPLES - EV/SALES				
	MEAN	MEDIAN	ADJ. W. AVG.	ROBUST AVG.	HIGH GROWTH
Digital Media/Commerce	3,5x	2,1x	6,7x	3,1x	4,5x
Digital Advertising	2,5x	1,5x	8,0x	2,3x	3,6x
Marketing Technology	3,3x	3,1x	4,0x	3,2x	4,6x
Agency/Consulting	1,1x	1,2x	1,6x	1,1x	1,2x
Marketing Services	1,6x	1,5x	3,0x	1,6x	0,8x
TV Broadcasting	3,0x	3,2x	3,0x	3,0x	n.a.
Cable & Satellite	3,1x	3,0x	3,8x	2,9x	3,2x
OOH & Specialty Media	3,5x	2,5x	3,9x	3,5x	0,0x
IT Consulting/System Integrator	2,4x	1,5x	3,5x	2,4x	2,2x
Business Process Outsourcing	1,2x	0,8x	2,2x	1,1x	1,8x

Tabella 2 – EV/EBITDA medi di settore (Dati al 30 novembre 2016)

Segment	EBITDA MULTIPLES - EV/EBITDA				
	MEAN	MEDIAN	ADJ. W. AVG.	ROBUST AVG.	HIGH GROWTH
Digital Media/Commerce	16,7x	12,3x	17,7x	14,8x	21,1x
Digital Advertising	28,2x	14,5x	22,3x	17,0x	18,9x
Marketing Technology	32,3x	18,9x	21,1x	28,1x	29,0x
Agency/Consulting	9,2x	9,2x	10,6x	9,2x	10,8x
Marketing Services	11,2x	9,1x	14,1x	11,2x	6,2x
TV Broadcasting	11,1x	10,5x	10,6x	11,1x	0,0x
Cable & Satellite	10,5x	9,6x	11,6x	10,2x	11,8x
OOH & Specialty Media	25,0x	10,9x	17,0x	25,0x	nm
IT Consulting/System Integrator	14,0x	12,0x	17,8x	14,0x	30,1x
Business Process Outsourcing	13,5x	9,1x	14,3x	10,2x	14,4x

Qualora il business plan della società, così come fornitoci, presenti le stime per gli esercizi 2016 – 2020 e l'Ebitda del 2016-2018 risulti negativo, i risultati sono stati ponderati nel modo seguente: per il 2016

coefficiente 0,1, per il 2017-2019 coefficiente 0,2, per il 2020 coefficiente 0,3.

Qualora il business plan della società così come fornitoci presenti le stime per gli esercizi 2016 – 2019 e l'Ebitda del 2016-2018 risulti negativo, i risultati sono stati ponderati nel modo seguente: per il 2016-2018 coefficiente 0,2, per il 2019 coefficiente 0,4.

Qualora il business plan della società così come fornitoci presenti le stime per gli esercizi 2016 – 2018 – indipendentemente dall'Ebitda, i risultati sono stati ponderati nel modo seguente: per il 2016 coefficiente 0,2, per il 2017-2018 coefficiente 0,4.

Per quanto riguarda invece le società che presentano già a partire dal 2016 un Ebitda positivo, è stato calcolato l'equity value attraverso la media aritmetica semplice.

Al fine di calcolare il tasso di sconto (K_e) da applicare ai diversi valori di equity sono stati inoltre calcolato gli altri parametri:

- **il beta**, effettuando la regressione lineare semplice (utilizzando il metodo dei minimi quadrati) tra la crescita (growth) dell'Ebitda e l'EV/Sales, nell'ipotesi che a maggior tasso di crescita della redditività lorda corrisponda un maggior ratio. Da un punto di vista economico la relazione è dimostrata dal fatto che, a parità di tutte le altre condizioni, un maggiore tasso di crescita dell'Ebitda è maggiormente "apprezzato" dagli investitori che sono disposti a pagare in termini di multipli la società che cresce di più rispetto ad una analoga società il cui tasso di crescita è relativamente minore o addirittura negativo. La significatività della regressione lineare è misurata dal coefficiente di correlazione di Bravais-Pearson (r) che assume valore 1 (o 100% se misurata da R^2) se esiste una correlazione perfetta tra le due variabili e 0 (zero) quando la correlazione è nulla. I risultati dell'analisi di regressione sono beta e alfa. Nel nostro caso, mentre il coefficiente beta misura l'attitudine del parametro EV/Sales a variare in funzione della crescita dell'Ebitda (rischio sistematico), il coefficiente alfa esprime l'attitudine dell'EV/Sales a variare indipendentemente dalla crescita dell'Ebitda (rischio specifico) per ragioni anche esogene all'andamento della redditività della società. Il beta delle start-up (sia che si tratti di fase seed, di round A, oppure di exit), non è il beta unlevered medio di un campione di società operanti nello stesso settore produttivo. La ragione risiede nel fatto che lo status di società non quotata e quindi senza una storia economica e finanziaria, rende la stessa maggiormente rischiosa sia rispetto al proprio settore sia rispetto al mercato. Per calcolare il beta di una società in fase di start-up che tenga conto della maggiore rischiosità (e quindi del maggiore rendimento richiesto dagli investitori) occorre quindi applicare un correttivo al beta (beta adjusted). Tale correttivo si esplica nella seguente formula: Beta adjusted = Beta medio settore / coefficiente di correlazione (vedi A. Damodaran in "Valuing Young Start-up and Growth Companies Estimation Issue and Valuing Challenges", maggio 2009).

Al fine di calcolare il beta medio del portafoglio, è stata calcolata la media ponderata per il peso che il valore di ogni titolo rappresenta nel portafoglio stesso. Il beta medio è stato usato per il calcolo del tasso di sconto (K_e) che consente di attualizzare i valori futuri (dal 2016 al 2020, laddove presenti nei business



plan) calcolati attraverso la metodologia dei multipli di ogni singola società. Per il settore "Marketing & Services", il beta risultante dalla regressione lineare risulta negativo. Per il solo settore Marketing & Services, è stato quindi usato il beta così come risultante dalla regressione lineare, pari a -0,42x. L'applicazione della formula del beta adjusted, avrebbe amplificato la correlazione negativa tra le due variabili utilizzate, andando a inficiare – e quindi rendere non significativo - il calcolo della rischiosità media dell'intero portafoglio.

Trattandosi di un portafoglio di partecipazioni, il beta medio del portafoglio è stato calcolato, come si diceva, quale media ponderata per il peso che il valore dei singoli titoli rivestono rispetto al totale.

Tale valore medio, pari a 2,36x, è stato utilizzato per il calcolo del Ke.

Tabella 3 – Beta medio, regressione Ebitda Margin – EV/Sales

Ebitda Growth - EV/Sales				
Società	Valore pro-quota	Peso percentuale	Beta adjusted	Beta ponderato
Jusp SPA	0,00	0,00%	11,50	0,00
Brandon Ferrari	1688,09	41,29%	-0,42	-0,17
Derev	13,89	0,34%	13,53	0,05
Chefdovunque	404,43	9,89%	13,53	1,34
Digital Events	30,10	0,74%	13,53	0,10
Foodation	723,89	17,71%	-0,42	-0,07
Thron	46,76	1,14%	-0,42	0,00
Marthat's Cottage	189,49	4,64%	13,53	0,63
Chorafarma	695,26	17,01%	-0,42	-0,07
Spotonway	57,33	1,40%	11,50	0,16
Monkey Parking	67,46	1,65%	-0,42	-0,01
Rose & Mary	122,83	3,00%	13,53	0,41
Mission & Market	48,74	1,19%	1,00	0,01
Beta medio del portafoglio				2,36

Il beta calcolato assume significatività unicamente per il portafoglio considerato e ai fini del calcolo del valore complessivo dello stesso e non già di ogni singolo titolo;

- **il premio per il rischio**, pari al 9,23% per l'Italia, così come calcolato dal Prof. A. Damodaran (luglio 2016), liberamente scaricabile dal sito seguente: (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html) e tenendo conto di quanto espresso dal paper "La stima dei parametri di rischio" dello stesso Prof. A. Damodaran);

- **il tasso risk free**, pari a 0,885, quale media aritmetica semplice dell'indice generale "Rendistato" pubblicato dalla Banca d'Italia nel proprio sito (media dei rendimenti da gennaio a novembre 2016).

Per il calcolo del Ke è stata utilizzata la nota formula $Ke = Risk\ Free + Beta * Risk\ Premium$, dalla quale ne deriva un valore pari al 19,81%.

Con questi dati ne deriva una valutazione lorda complessiva di competenza del portafoglio di Euro 4.088 migliaia, come esposta nella tabella che segue.

Tabella 4 – Il calcolo del valore del portafoglio (Ke 22,67%)

Società Controllate	Quota %	Categoria	Segmento	VALUTAZIONE (100%)	VALUTAZIONE (pro-quota)	Metodo Valutativo
Dati in (€ '000)	detenuta					
Jusp SPA	2,25%	ROUND A	Marketing Technologies	0	0,0	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 19-20 - High Growth
Brandon Ferrari	8,46%	EXIT	Marketing Services	19954	1688,1	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 19-20 - High Growth
Derev	4,17%	EXIT	Digital Media/Commerce	333	13,9	Exit
Chefdovunque	4,15%	ROUND A	Digital Media/Commerce	9745	404,4	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18-19-20 - High Growth
Digital Events	1,07%	ROUND A	Digital Media/Commerce	2813	30,1	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17 - High Growth
Foodation	6,93%	ROUND A	Marketing Services	10446	723,9	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 - Weighted Average
Thron	1,77%	ROUND A	Marketing Services	2642	46,8	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 - Robust Average
Marthat's Cottage	3,93%	ROUND A	Digital Media/Commerce	4822	189,5	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 - 19 - Robust Average
Chorafarma	5,00%	ROUND A	Marketing Services	13905	695,3	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 - Robust Average
Spotonway	3,03%	ROUND A	Marketing Technologies	1892	57,3	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 - 19 - High Growth
Monkey Parking	3,75%	ROUND A	Marketing Services	0	67,5	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18-19 - High Growth
Rose & Mary	3,18%	ROUND A	Digital Media/Commerce	3862	122,8	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 - High Growth
Mission & Market		EXIT	Venture Capital	0	48,7	Exit
Valore pro-quota del portafoglio					4088,3	

Il tasso di sconto richiesto dagli investitori è, per sua natura, soggettivo. Tanto più il risk free è contenuto, tanto più il tasso di sconto dipende dal beta e dal risk premium (che agisce da amplificatore del beta). Essendo quest'ultimo fissato al 9,23%, il beta diventa un dato cruciale per il calcolo del Ke. Un aumento del beta amplifica il rischio (e quindi il rendimento) complessivo richiesto dagli investitori.

Allo scopo di meglio cogliere la maggiore variabilità insita in un portafoglio costituito unicamente da start-up, si è ritenuto corretto calcolare un beta (che chiamiamo beta 2) funzione di variabili diverse rispetto al calcolo precedente. Tali variabili sono: l'EV/Ebitda e l'EV/Sales. Le ipotesi economico-finanziarie sottostanti sono analoghe a quelle già viste per la regressione lineare precedente. Anche in questo caso il beta 2 è stato corretto per tenere conto della maggiore rischiosità di un portafoglio costituito unicamente da start-up, applicando la formula già vista in precedenza.

Il Beta 2 adjusted del settore Marketing Technology risulta pari a 125,68x a causa scarsa significatività della regressione lineare, segnalata dal parametro R (uguale a 0,05x). Si ricorda che la regressione lineare assume significato per R uguali o superiori a 0,85x. Si è quindi utilizzato il beta non adjusted ai fini del calcolo del beta medio di portafoglio.

Il beta medio del portafoglio così calcolato risulta pari a 4,20x.

Tabella 5 – Beta 2 medio, regressione EV/Ebitda – EV/Sales

Società	EV/Ebitda - EV/Sales			
	Valore pro-quota	Peso percentuale	Beta adjusted	Beta ponderato
Jusp SPA	0,00	0,00%	5,66	0,00
Brandon Ferrari	1079,06	38,41%	4,26	1,64
Derev	13,89	0,49%	4,12	0,02
Chefdovunque	256,49	9,13%	4,12	0,38
Digital Events	26,81	0,95%	4,12	0,04
Foodation	626,75	22,31%	4,26	0,95
Thron	38,92	1,39%	4,26	0,06
Marthat's Cottage	130,15	4,63%	4,12	0,19
Chorafarma	387,04	13,78%	4,26	0,59
Spotonway	38,76	1,38%	5,66	0,08
Monkey Parking	67,46	2,40%	4,26	0,10
Rose & Mary	95,17	3,39%	4,12	0,14
Mission & Market	48,74	1,73%	1,00	0,02

Beta medio del portafoglio

4,19

Per il calcolo del Ke è stata utilizzata la formula vista in precedenza con gli stessi parametri di risk free (0,885%) e risk premium (9,23%), utilizzati precedentemente, arrivando a determinare un Ke del 39,65%.

Ne risulta, in questo secondo caso, una valutazione lorda del portafoglio pro-quota di Euro 2.809 migliaia

Tabella 6 – Il calcolo del valore del portafoglio (Ke 39,65%)

Società Controllate	Quota %	Categoria	Segmento	VALUTAZIONE (100%)	VALUTAZIONE (pro-quota)	Metodo Valutativo
Dati in (€ '000)	detenuta			€/000		
Jusp SPA	2,25%	ROUND A	Marketing Technologies	0	0,0	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 19-20 - High Growth
Brandon Ferrari	8,46%	EXIT	Marketing Services	12755	1079,1	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 19-20 - High Growth
Derev	4,17%	EXIT	Digital Media/Commerce	333	13,9	Exit
Chefdovunque	4,15%	ROUND A	Digital Media/Commerce	6181	256,5	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18-19-20 - High Growth
Digital Events	1,07%	ROUND A	Digital Media/Commerce	2506	26,8	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17 - High Growth
Foodation	6,93%	ROUND A	Marketing Services	9044	626,7	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 -19 - Weighted Average
Thron	1,77%	ROUND A	Marketing Services	2199	38,9	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 - Robust Average
Marthat's Cottage	3,93%	ROUND A	Digital Media/Commerce	3312	130,1	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 -19 - Robust Average
Chorafarma	5,00%	ROUND A	Marketing Services	7741	387,0	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 - Robust Average
Spotonway	3,03%	ROUND A	Marketing Technologies	1279	38,8	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 -19 - High Growth
Monkey Parking	3,75%	ROUND A	Marketing Services	3432	67,5	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18-19 - High Growth
Rose & Mary	3,18%	ROUND A	Digital Media/Commerce	2993	95,2	Media EV/Sales e EV/Ebitda 16-17-18 - High Growth
Mission & Market		EXIT	Venture Capital	0	48,7	Exit

Valore pro-quota del portafoglio

2809,2

La ratio di un investimento in un portafoglio basato unicamente su società start-up, per di più non quotate, presuppone che l'investitore sia disposto a sopportare un rischio mediamente più elevato rispetto ad un investimento azionario in titoli quotati e con una storia economico-finanziari alle spalle, e che per questo voglia essere remunerato con un rendimento superiore e commisurato al maggior rischio sopportato. Il rendimento complessivo (IRR) del portafoglio, misurabile ex post, tra il momento dell'acquisto e quello della vendita può essere interpretato quale "avviamento" (goodwill) che deriva dall'aver investito proprio in quelle start-up (e non in altre) che sono state in grado di generare - in un certo lasso di tempo - un IRR positivo e misurabile.

Per quanto riguarda il portafoglio oggetto di valutazione, è stato calcolato il rendimento ex post

(considerato appunto quale avviamento) basandosi sulle informazioni forniteci.

L'IRR medio risultate dal calcolo (24,49%) è al netto dell'investimento alternativo realizzabile al tasso risk free, in ciascuno degli anni considerati e pari alla media annuale dei rendimenti mensili indice per ciascun anno dal 2012 al 2016, indicato dalla Banca d'Italia (Rendistato – Eurosystem).

Nel 2012 è stato eseguito un investimento di 100.000 euro per la partecipazione nella società Formabilio e alla stessa, nel 2014, è stato erogato un finanziamento di 80.000 euro. Attualmente la società si trova assoggettata a procedura concorsuale e, pertanto, costituisce un write-off e non un exit. Conseguentemente la stessa non è stata considerata nel calcolo dell'IRR e quindi dell'avviamento.

Da punto di vista teorico tale approccio è confortato dal fatto che nella dottrina economico-aziendale non esiste una definizione univocamente accettata del termine avviamento positivo o negativo (good-will o bad-will). Una delle formulazioni più condivisibili è quella dell'Onida, il quale definisce l'avviamento come un complesso di condizioni immateriali (es. ubicazione, organizzazione, qualità tecniche e morali del personale, esperienza accumulata, tradizione produttiva, clientela, prestigio, ecc.), a fronte delle quali è possibile attribuire al capitale economico un valore superiore al patrimonio netto contabile.

Tabella 7 – Il calcolo del rendimento del portafoglio (avviamento)

Società	2012	2013	2014	2015	2016	IRR
DeRev	-11				11	0%
Jobtome		-50	98			96%
Totale	-11	-50	98		11	
Tasso medio - Rendistato Banca d'Italia	4,63%	3,36%	2,08%	1,19%	0,89%	
IRR medio	24,49%					
Tasso medio 5 anni	2,43%					
Tasso medio 3 anni	1,38%					

N.B.: I dati del 2016 sono relativi al periodo gennaio – novembre.

Come si evince dalla tabella sopra esposta, è stato attribuito alla partecipazione in Jusp valore nullo a causa della forte volatilità che caratterizza il calcolo dell'equity value ad essa relativo al variare del Ke; ovvero da Euro 14,2 milioni a Euro 0,8 milioni. Segnale, questo, di una rischiosità complessiva difficilmente catturabile da un modello di valutazione che ne rende il risultato finale privo di significato economico e finanziario.



Al fine di calcolare il valore complessivo del portafoglio, sono state inoltre effettuate due ipotesi:

- 1) per le società in fase ROUND A, così come indicateci, abbiamo supposto un exit nei prossimi 5 anni e quindi scontato (calcolandone il valore attuale netto) il totale del valore di dette società al tasso medio dal 2012 al 2016 (0,887). Ovviamente nell'ipotesi che l'exit avvenga nell'arco di tempo considerato;
- 2) per le società in fase di EXIT, così come indicateci, abbiamo supposto un exit nei prossimi 3 anni e quindi scontato (calcolandone il valore attuale netto), il totale di dette società al tasso medio dal 2014 al 2016 (0,960). Ovviamente nell'ipotesi che l'exit avvenga nell'arco di tempo considerato.

Alla somma algebrica dei due valore attuali netti (Round A + EXIT) è stato applicato l'avviamento (IRR medio del portafoglio) come sopra calcolato. Questo sia per un Ke del 24,14%, sia per un Ke del 39,65%, arrivando così a determinare un range di valutazione che, nel caso di start-up riteniamo meglio definisca la rischiosità (e quindi le attese di rendimento) soggettiva media degli investitori.

Tabella 8 – Il valore attuale del portafoglio (Ke 39,65%)

Calcolo valore del portafoglio	€/000
Valore Complessivo Pro-Quota	2809,2
Valore lordo società ROUND A	1667,5
Valore attuale netto società ROUND A	1478,9
Valore lordo società EXIT	1141,7
Valore attuale netto società EXIT	1095,7
Valore attuale netto complessivo	2574,6
Avviamento	630,5
Valore complessivo del portafoglio	3205,1

Tabella 9 – Il valore attuale del portafoglio (Ke 22,67 %)

Calcolo valore del portafoglio	€/000
Valore Complessivo Pro-Quota	4088,3
Valore lordo società ROUND A	2337,5
Valore attuale netto società ROUND A	2073,1
Valore lordo società EXIT	1750,7
Valore attuale netto società EXIT	1680,2
Valore attuale netto complessivo	3753,3
Avviamento	919,2
Valore complessivo del portafoglio	4672,5

Alla luce di quanto sopra esposto, il range di valutazione del portafoglio di start-up è compreso tra Euro 3.205 migliaia ed Euro 4.672 migliaia.

Conclusioni

Il calcolo del valore dell'equity del portafoglio di Withfounders è stato effettuato dalla scrivente prendendo come base documentale i business plan delle diverse società facenti parte dello stesso, così come forniti dalle stesse. La metodologia seguita è stata quella dei multipli dall'applicazione della quale, così come analiticamente esposto nei paragrafi che precedono del presente documento, emerge che il valore del portafoglio di Withfounders risulta così stimabile

- valore attuale del portafoglio (con Ke 39,65%) Euro 3.205 migliaia
- valore attuale del portafoglio (con Ke 22,67%) Euro 4.672 migliaia

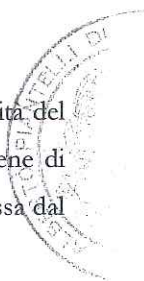
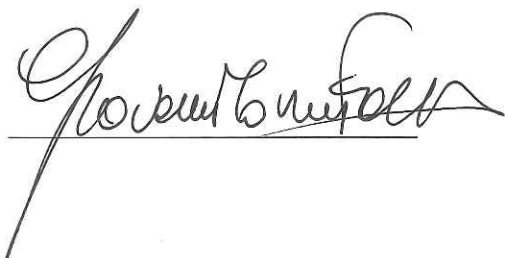
Tenuto conto dell'incertezza e della rischiosità insita nelle valutazioni di questo tipo e delle finalità del presente documento, nonché della composizione del portafoglio partecipativo, la scrivente ritiene di adottare quale espressione del valore del portafoglio di Withfounders S.r.l. quella espressa dal Ke 39,65%, pari a Euro 3.205 migliaia.

Dal che, in considerazione della circostanza che Withfounders S.r.l. è una holding pura di partecipazioni, in attuazione all'incarico ricevuto, la scrivente conclude che il valore di stima attribuibile all'interessenza di INNOGEST SGR S.P.A., Giulio Valiante, Carlo Giuseppe Frigato, Simone Ranucci Brandimarte e Marco De Palma corrispondente del 73,88% del Capitale Sociale di Withfounders S.r.l., possa ritenersi almeno pari ad Euro 2.368 migliaia.

Conformemente alla richiesta contenuta nella lettera di incarico, sulla scorta delle considerazioni già proposte, la scrivente conclude, altresì, che il valore di stima attribuibile alla quota di nominali Euro 61.980,51, pari al 35% del capitale sociale di Withfounders S.r.l., possa proporzionalmente essere attribuito un valore di almeno Euro 1.122 migliaia.

Crema, 14 gennaio 2017.

Dott.ssa Giovanna Maria Fossa



Al Sen Tintelli Nota

N. 1163 di Repertorio

VERBALE DI ASSEVERAZIONE

REPUBBLICA ITALIANA

14 gennaio 2017

L'anno duemiladiciassette, il giorno quattordici del mese di gennaio. —

In Crema, in Via A. Fino n. 27. —

Avanti a me Avv. ALBERTO PIANTELLI, Notaio in Pandino, iscritto presso il Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di Cremona e Crema, è personalmente comparsa la signora: —

FOSSA GIOVANNA MARIA, nato a Pizzighettone (CR) il giorno 1 dicembre 1967, residente in Pizzighettone (CR), Via Cremona n. 74, codice fiscale FSS GNN 67T41 G721R, con studio in Crema (CR), Via Carlo Urbino n. 9/11, iscritta all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Cremona al n. 411, e nel Registro dei Revisori legali dei conti al n. 119080, con data Decreto Ministeriale del 3 aprile 2000, in Gazzetta Ufficiale n. 32 del 21 aprile 2000. —

Detta comparente, della cui identità personale io Notaio sono certo, ha presentato la perizia di stima che precede, composta di 46 (quarantasei) pagine chiedendo di asseverarla con giuramento. —
Ammonita ai sensi di legge, la comparente presta quindi il giuramento di rito ripetendo la formula: "Giuro di avere bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di non aver avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità." —

Del presente verbale io Notaio **ho dato lettura alla comparente**, la quale lo approva e con me Notaio lo sottoscrive, alle ore 12.10



(olotici e minuti olivi).

Consta di un foglio, scritto, in parte, con sistema elettronico da
persona di mia fiducia sotto la mia direzione, e, in parte, completato a
mano da me Notaio, per una intera facciata e della seconda sin qui. —

Giovanni Piantelli

Alberto Piantelli Notaio

