

LA RIVISTA DEI DIRETTORI AMMINISTRATIVI E FINANZIARI

Anno 22 - n. 1  
Gennaio 2025

Trimestrale  
Copia omaggio

# ANDAF

*magazine*

**NUOVE CHIAVI  
PER APRIRE  
LA PORTA  
DEL FUTURO**

**2025**

ISSN 2281 - 468X

© PomyWang

Poste Italiane S.p.a. - Spedizione in abbonamento postale - 70% Roma AUTC/RM/26/2004

**INCORPORARE  
IL VALORE ESG  
NELLA  
VALUTAZIONE  
DEL CAPITALE  
ECONOMICO  
DELLE AZIENDE**

**INTERVISTA  
A ROBERTO BATTISTON  
IL RASTRELLO  
E IL CIELO STELLATO**

“STARTUP FINANCE”

di Alberto Dell’Acqua e John Shehata

Il testo “*Startup Finance*. Strumenti finanziari, metodi di valutazione, aspetti legali” affronta in modo organico il tema del finanziamento delle società in fase di avvio e sviluppo analizzandone in modo particolare i profili finanziari e legali.

Il libro, scritto da Alberto Dell’Acqua, professore associato di finanza aziendale alla Università delle Camere di Commercio *Mercatorum*, e da John Shehata, avvocato d’af-

fari specializzato in *private equity* e *venture capital*, si pone come testo in grado di colmare una lacuna presente nell’ambito della letteratura dedicata alla gestione e alla finanza d’impresa. Fino alla data di pubblicazione del testo qui recensito, nel panorama editoriale italiano non esisteva infatti un volume che trattasse i temi della finanza aziendale vista nella prospettiva delle cc.dd. *startup*. Molti erano i testi dedica-

ti al finanziamento delle aziende neonate e in fase di crescita, ma nell’ottica dei fornitori di capitale di sviluppo – cd. *development capital* – come i *business angel*, i *venture capitalist* e il settore del *private equity*.

Dell’Acqua e Shehata ribaltano la prospettiva, focalizzandosi sulle esigenze delle *startup*, esaminandone i fabbisogni intertemporali e gli strumenti finanziari disponibili, nella logica di comporre scelte che possano temperare la copertura finanziaria con il contenimento degli effetti diluitivi.

Il libro si apre con una prima parte di inquadramento del settore del finanziamento all’innovazione e una rassegna introduttiva degli operatori attivi al suo interno, inclusa una breve trattazione del ciclo finanziario delle *startup* e del ruolo dell’*open innovation*.

Nel primo capitolo gli autori propongono una rivisitazione del modello della *Life Cycle Theory*, aggiornando le fasi di sviluppo dell’impresa attraverso la moderna segmentazione impiegata nelle prassi del *venture capital* internazionale.

Sono pertanto descritte le fasi *Seed*, *Series A*, *Series B* e *Series C*, che denotano l’approccio pragmatico – rivolto a una maggiore micro-segmentazione delle classi di rischio – più seguito dagli investitori in questi ultimi anni. La descrizione dei vari segmenti di investimento è accompagnata dal riposizionamento dei diversi attori della finanza dell’innovazione all’interno dei medesimi, illustrando in modo dettagliato il ruolo dei *business angel*, degli incubatori, del *crowdfunding* e dei fondi istituzionali di *venture capital*.

Il secondo capitolo si focalizza sugli specifici strumenti finanziari disponibili a livello nazionale e internazionale a supporto delle aziende in fase di avvio e di primo sviluppo, con un’analisi ampia che prende in considerazione gli strumenti di raccolta di capitale azionario tramite *private placement* e quotazione sui mercati borsistici, strumenti di debito e ibri-

di come quelli finanziari partecipativi, convertibili e *semi-equity*, e infine la finanza agevolata.

Il terzo capitolo rappresenta uno degli elementi centrali del lavoro di ricerca e studio svolto dai due autori. Raccoglie ed esamina infatti i principali metodi di valutazione delle *startup* affermatasi nella prassi internazionale, sia di natura più tradizionale come il *3-Stage DCF* e il *Venture Capital Method*, sia innovativi come il *Risk-Adjusted Net Present Value* e la *Decision Tree Analysis*.

Oltre a una efficace rivisitazione sistematica delle predette metodologie, il pregio di questo lavoro risiede negli approfondimenti delle articolazioni dei vari metodi nelle diverse fasi del ciclo di vita delle *startup* e nella costante esemplificazione applicativa, al fine di rendere le tecniche di valutazione concretamente impiegabili nella pratica. Sono infatti presentate diverse casistiche di imprese innovative, da società che sviluppano prototipi di elicotteri d’avanguardia ad aziende del settore *biotech* e *pharma*, con metodologie che vengono adeguate ai *round* di finanziamento multipli, agli effetti diluitivi e all’integrazione di sofisticate analisi di *sensitivity*.

Nella parte conclusiva del lavoro, gli autori affrontano l’importante tema degli aspetti legali del finanziamento all’innovazione. Un argomento complementare quanto fondamentale per poter disegnare in modo efficace contratti finanziari che rispondano alle esigenze delle *startup* in termini di risorse finanziarie stabili e adatte a lunghi cicli di investimento combinate a effetti diluitivi non eccessivi, coniugandole a quelle dei finanziatori, che necessitano di appropriate garanzie per la protezione del loro capitale e la gestione della fase di disinvestimento.

Nel testo sono quindi esaminate le principali fasi del tipico processo di investimento in *startup* in termini di strutturazione dell’accordo di investimento, cd. *deal structuring*, e di protezione degli investitori. In merito a quest’ultimo aspetto, sono considerate le clausole più ricorrenti dei contratti finanziari con gli investitori di capitale di rischio, quali la clausola di anti-diluzione e la *liquidation preference*. In ultimo, sono presi in esame anche i meccanismi di incentivazione e remunerazione della forza lavoro più ricorrenti del comparto delle *startup*, quali i piani di *stock option* e il *work-for-equity*. Al fine di rendere ancor più efficace la presentazione delle tematiche di ordine legale, è fornita in appendice una descrizione delle principali clausole contrattuali nell’ambito degli investimenti e della gestione delle *startup*, corredata da utili esempi di scrittura delle medesime.

Ricco di casi aziendali e di applicazioni mutuata dalla prassi professionale, rigoroso nei riferimenti ma molto agile nell’impostazione e nello stile di scrittura, “*Startup Finance*” si rivela uno strumento di grande utilità sia per i manager delle *startup* che per gli investitori di nuove iniziative imprenditoriali e, più in generale, per i professionisti coinvolti nello *startup financing*.



di **Patrizia Riva**

Il volume redatto dalla Professoressa Patrizia Riva, Associata di Economia Aziendale nell'Università del Piemonte Orientale e componente del Comitato Tecnico ANDAF *Financial Reporting Standards*, approfondisce le molteplici dimensioni del governo di impresa. È rivolto, pertanto, sia agli imprenditori che ai manager e ai professionisti in quanto si fonda su una dettagliata panoramica dei ruoli di *Corporate Governance* per poi articolarsi in numerose tematiche che presentano un importante coinvolgimento di queste figure in termini sia di responsabilità sia – spesso e al contempo – di opportunità.

Le materie affrontate sono state oggetto di continua evoluzione, anche dal punto di vista normativo e di *best practice*. L'autrice ha quindi avuto cura di allineare scrupolosamente alla propria trattazione degli argomenti le novità portate, ad esempio, dal Codice della Crisi e dell'Impresa, dalla *Corporate Sustainability Reporting Directive*, ma anche da documenti di riferimento istituzionali quali il Codice di *Corporate Governance* di Borsa Italiana, gli studi di SIDREA sugli adeguati assetti, e gli studi di OIBR sulle informazioni non finanziarie.

La prima parte del libro evidenzia, combinando aspetti di dottrina e risvolti empirici, la rilevanza dell'istituzione di adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili.

In particolare, si sofferma sugli assetti organizzativi di *governance*, e in questo ambito identifica e definisce i ruoli di governo dell'impresa approfondendo i principi che consentono di conseguire la loro adeguata istituzione e il loro efficace funzionamento.

Dopo un capitolo introduttivo sui modelli economico aziendali, il volume approfondisce i ruoli del Consiglio di Amministrazione, e in questo alveo le potenzialità degli Amministratori e dei Comitati endoconsiliari; evidenzia l'estrema importanza dei ruoli di Collegio Sindacale e Revisore Legale distinguendone i rispettivi compiti e responsabilità; illustra le specifiche attività a cui sono deputate figure aziendali quali l'*Internal Auditor*, il Direttore amministrativo e finanziario, l'Organismo di Vigilanza, l'*Investor Relator*.

Questi attori configurano e formano una parte integrante di un ambiente aziendale connotato da dinamiche ed equilibri di fondamentale importanza per l'ordinaria prosecuzione dell'impresa. In questo senso, il lavoro in esame pone l'accento su tematiche di indubbio interesse e assoluta attualità, quali le potenziali sovrapposizioni tra le aree oggetto di controllo, le tendenze europee e internazionali in materia di *Corporate Governance*, l'adeguatezza degli assetti per l'*early warning* e il *turnaround*, la *diversity* anche generazionale.

L'analisi dei temi trattati attinge, oltre che dagli indispensabili riferimenti normativi, dai più aggiornati principi di *best practice*. Il volume evidenzia fortemente la necessità e l'opportunità

di declinare tali principi a seconda delle dimensioni e delle caratteristiche delle aziende, in conformità con il principio di proporzionalità, intraprendendo un percorso graduale verso la *compliance* che sia comunicato anche agli *stakeholder*.

La seconda parte del libro approfondisce i temi di sostenibilità e rendicontazione non finanziaria, tenendo conto degli indirizzi emanati in materia, soprattutto a livello europeo. Di particolare attualità risultano gli approfondimenti sui principi e sull'evoluzione della Direttiva UE sulla *Corporate Social Responsibility* (CSRD), in corso di recepimento da parte degli Stati europei.

In un contesto in cui assumono sempre più rilevanza ed estensione le tematiche ESG (*Environmental, Social, Governance*), il lavoro conferisce il giusto risalto all'informativa aziendale sulla sostenibilità – nel suo sviluppo dalla Dichiarazione Non Finanziaria introdotta dal D.Lgs. 254/2016 alla Rendicontazione di Sostenibilità definita dalla CSRD – destinata a coinvolgere una platea sempre più ampia di aziende di diverse dimensioni, e a strumenti quali il bilancio di sostenibilità e l'*integrated reporting*. Poiché le informazioni sulla sostenibilità sono tipicamente di carattere non finanziario, la seconda parte del libro richiama i più diffusi principi e standard – tra cui gli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS) di recentissima emanazione – a cui occorre fare riferimento per la corretta applicazione della disciplina sulla sostenibilità e che, affiancandosi alle informazioni di tipo contabile e finanziario, presentano importanti risvolti operativi anche nell'ottica della previsione dell'andamento aziendale e di prevenzione delle crisi.

Nella seconda parte della pubblicazione sono frequenti i richiami e i collegamenti ai temi della prima parte, laddove vengono evidenziati il ruolo e i compiti degli attori della *governance* aziendale in funzione dell'applicazione, della valorizzazione e dell'interpretazione della disciplina ESG nelle varie realtà imprenditoriali. Importante valore aggiunto del volume è costituito dai casi aziendali.

I casi trattati nella prima parte esemplificano con grande impatto le potenzialità e il valore di assetti adeguati alle aspirazioni, alle prospettive e alle peculiarità delle organizzazioni. Le società protagoniste, ovvero Maire, Piquadro, Marr, Fondamenta e Azimut Benetti, rappresentano realtà che nei rispettivi percorsi di crescita e sviluppo hanno saputo porre appropriata attenzione alla cura e all'adeguamento dell'assetto di *Corporate Governance*, traendone benefici sistemici.

Nella seconda parte, i casi raccontano come le imprese Maire, Alfa, Fonderie di Montorso, Lavazza e alcuni comuni italiani siano stati in grado di recepire il potenziale della rendicontazione non finanziaria, adottando approcci e strumenti che hanno consentito di implementare meccanismi virtuosi utili tanto per una efficace comunicazione verso l'esterno quanto per un monitoraggio oggettivo dei processi aziendali interni.

