

# La valutazione delle Fintech

*Fintech, business models and valuation metrics*

**Roberto Moro Visconti**, Università Cattolica, Milano

## Keywords

Fintech, modelli di business, metriche di valutazione

## Jel codes

G2, G32

**Le società Fintech operano nel settore della fornitura di prodotti e servizi finanziari attraverso tecnologie informatiche avanzate. I servizi spaziano dalle transazioni e pagamenti all'intermediazione finanziaria, fino alla gestione del rischio finanziario e alle valute elettroniche, ai prodotti assicurativi (InsurTech) o regolamentari (RegTech), talora utilizzando blockchain per la validazione dei dati. Le metriche di valutazione seguono criteri standard, basati sui flussi di cassa scontati o i comparabili di mercato, da adattare agli specifici modelli di business e alle milestones della società (start-up early stage; società già consolidata, ecc.).**

*Fintech companies supply products and services through advanced It technologies. Services concern transactions, payments or financial intermediation, including the management of financial risk and cryptocurrencies or InsurTech and RegTech products, sometimes using blockchains to validate data. Valuation metrics follow standard criteria, based on discounted cash flows or market comparables, to be adapted to the specific business models and to the milestones of the firm (early stage start-up; consolidated company, etc.).*

## I. Introduzione

Lo sviluppo della tecnologia digitale (Piobbici, Rajola e Frigerio, 2019) ha fortemente disintermediato il rapporto tra gli istituti di credito e i clienti. Questi ultimi si affidano sempre meno al rapporto diretto con gli operatori in favore di strumenti digitali in grado di offrire profili di riservatezza e di attenzione nel trattamento dei dati sensibili sempre più avanzati. La tendenza in atto impatta anche sulla valenza strategica degli sportelli bancari, che si stanno riducendo per numero e dimensioni, mettendo in discussione modelli di business consolidati e metriche di valutazione delle banche, basate anche sul numero degli sportelli.

Il proliferare di web banks ovvero di banche tradizionali con comparti digitali si inserisce in questo trend. Il Fintech sta rivoluzionando il modo in cui l'industria finanziaria si interfaccia con la clientela (Amodio e Silva, 2018; Argentati,

2018; Comana 2017; Alemanni, 2019; Economist, 2015; Deutsche Bank Research, 2014; Mazzotti e Caminiti, 2017; Wilson, 2017).

L'accesso consultivo e dispositivo alle principali operazioni bancarie tramite home banking è ormai pratica consolidata dell'ultimo ventennio; a tale modalità operativa se ne affiancano altre, con un crescente grado di sofisticazione.

L'ingresso di start-up tecnologiche nel business sta modificando profondamente la struttura del mercato, richiedendo una risposta strategica da parte di attori consolidati (Incumbent) spesso caratterizzati da una rigidità organizzativa e tecnologica e da elevati profili di costo (Philippon, 2016). Utilizzando frequentemente i nuovi servizi informatici, il cliente induce le istituzioni finanziarie Incumbent ad allineare il proprio modello di offerta ai nuovi trend fondati su applicativi e tecnologie come smartphones e social media.

Questa rivoluzione digitale è rappresentata dal fenomeno Fintech (Financial Technology), che apre nuove opportunità e crea nuove modalità di accesso al credito (Fintech Weekly, 2019), anche per le Pmi (Regione Lombardia, 2018). Il Fintech diventa così un'ulteriore leva alla crescita della competitività, soprattutto se opportunamente integrato con le politiche regionali e nazionali.

Secondo l'*Action Plan on Fintech* emanato dalla Commissione Europea nel 2018, la parola Fintech descrive infatti l'impatto delle nuove tecnologie (ad esempio, software) sul settore dei servizi finanziari, comprendendo una varietà di prodotti, applicazioni e modelli di business volti a trasformare radicalmente il modo tradizionale di fornire servizi bancari e finanziari.

L'ecosistema del Fintech si è sviluppato, a partire dalla crisi finanziaria del 2008, con l'obiettivo di colmare spazi di mercato lasciati scoperti dall'industria finanziaria tradizionale e in parte dalle normative vigenti, introducendo standard di customer experience superiori rispetto a quelli offerti dalle banche tradizionali.

Dal momento che i prodotti Fintech impattano sull'attività creditizia, emergono, anche indirettamente, problematiche di vigilanza bancaria (Barbagallo, 2019; Perrazzelli, 2019; Rossi e Rocca, 2019).

## 2. I modelli di business

La disamina dei modelli di business (Muhovic, 2019) è propedeutica all'individuazione dei metodi e parametri più adatti per la valutazione di società Fintech (Novak e Schifrin, 2019).

L'attività delle Fintech è focalizzata sull'erogazione di uno specifico servizio per il quale potrebbero trovarsi in una posizione di concorrenza rispetto ai player tradizionali nel mondo finanziario, bancario e assicurativo.

Le start-up tecnologiche rientrano pertanto nel gruppo di società operanti nel segmento Fintech, fornendo innovazioni disruptive, ovvero servizi e prodotti finanziari con tecnologie Ict in grado di riformulare i modelli di business, facendo massiccio ricorso a software e algoritmi innovativi,

catene del valore imperniata su piattaforme informatiche interattive, intelligenza artificiale e big data.

I servizi finanziari, basati sulla veicolazione di informazioni su piattaforme digitali, si prestano ad attività innovative che riguardano il trattamento dei dati e la loro interpretazione in tempo reale con tecnologie descrittive, prescrittive e predittive sempre più automatizzate.

Esempi sono le tecnologie che rientrano sotto le categorie Insurtech e Regtech.

In particolare, l'Insurtech (Insurance Technology) comprende le applicazioni di tecnologie Fintech in ambito assicurativo, con riferimento a tutti i servizi nel brokeraggio, nella sottoscrizione di prodotti e gestione dei rischi. Lo scopo dell'Insurtech è fondamentalmente quello di aumentare l'efficienza e l'efficacia del settore assicurativo, fornendo quanti più vantaggi possibili per gli utenti. Rispetto al passato, l'aumento delle quantità di dati esistenti e la facilità di accesso a essi grazie alle nuove tecnologie hanno permesso alle compagnie di assicurazioni di avere a disposizione un ventaglio di dati personali più ampio per poter calcolare il premio<sup>1</sup>.

Il termine Regtech (Regulatory technology) si riferisce invece alla gestione dei processi regolatori (Macchiavello, 2019) all'interno del settore finanziario sempre attraverso la tecnologia. Le funzioni principali di Regtech (Economuyop, 2016; Deloitte Italia, 2018) includono il monitoraggio normativo, il reporting e la conformità. Del settore Regtech fanno parte le aziende (di nicchia) che utilizzano la tecnologia del cloud computing attraverso il Software-as-a-Service (SaaS) come soluzione per rispettare le normative in modo più efficiente e meno costoso. Il Regtech mira ad aiutare le imprese non solo a essere in regola con le diverse normative, ma anche a comprendere meglio come le norme possano essere utilizzate per migliorare le prestazioni dell'organizzazione stessa, trasformando in questo modo un obbligo, spesso considerato come limite, in opportunità.

Il Regtech offre un'opportunità per introdurre nuove capacità progettate per poter sfruttare la grande quantità di dati esistenti al fine di produrre dati normativi e di repor-

<sup>1</sup> I dispositivi collegati a Internet che raccolgono dati personali vengono attualmente sfruttati per costruire un quadro più completo di un individuo, e fissare di conseguenza un premio più preciso. Ad esempio, a una persona che richiede un'assicurazione può essere chiesto oggi di installare nella propria auto un dispositivo telematico in grado di misurare il numero di frenate brusche, eventuali accelerazioni o svolte improvvise. Questi dati vengono raccolti per un certo periodo di tempo e poi valutati per determinare il premio specifico da inserire nel contratto di assicurazione.

ting in modo efficiente in termini di costi e in modo flessibile e tempestivo, senza dover necessariamente sostituire o aggiornare il sistema legacy (ereditato)<sup>2</sup>.

In senso più ampio, le principali aree di attività del Fintech possono essere così riassunte (Sibilio et al., 2019):

- tecnologie finanziarie applicate alle blockchain (Moro Visconti, 2019a) e la distributed ledger technology basata su archivi di dati, i cui records sono pubblici su una rete di computer e senza la necessità di un registro centrale;
- pagamenti, ovvero tutti i servizi offerti da Big Tech digitali (Frost et al., 2019) o altre società specializzate, relativi all'innovazione nei pagamenti fra imprese o privati, al fine di renderli più efficienti, più veloci, più sicuri e meno costosi (Mobile payment, virtual Pos, carte di credito);
- le criptovalute e il denaro digitale, fra le maggiori applicazioni della tecnologia blockchain;
- i prestiti peer to peer (P2P). I nuovi modelli di prestiti peer to peer (Lee, 2017) insieme ai prestiti peer-to-business (P2B) per le aziende permettono agli investitori di ottenere rendimenti migliori di quelli offerti sui mercati di debito, trasferendo il denaro di questi ultimi a mutuatari pre-approvati e controllati;
- smart contract (spesso utilizzando la blockchain), programmi che eseguono automaticamente contratti tra acquirenti e venditori;
- open banking, appoggiato alla blockchain applicazioni che creano un servizio tramite una rete connessa di istituzioni finanziarie e fornitori di terze parti;
- big data & analytics, fanno parte di questo settore tutte le iniziative che utilizzano modelli avanzati e sofisticati (come l'intelligenza artificiale) per la gestione di grandi masse di dati per fornire previsioni (ad esempio sul rischio di insolvenza), o supportare il marketing finanziario, comprendere il comportamento dei clienti, simulare l'esito di investimenti finanziari;
- security & privacy, che concerne la sicurezza informatica, tramite lo stoccaggio decentralizzato di dati, e sistemi antifrode;
- applicazioni in campo assicurativo (Battista, 2019) (insurtech), con riferimento a tutti i servizi nel brokeraggio, sot-

toscrizione di prodotti, gestione dei rischi (Ricciardi, 2019);

- crowd-investing, di cui fanno parte le piattaforme che organizzano la raccolta di risorse finanziarie su Internet, attraverso campagne di crowdfunding, finalizzate all'investimento o al finanziamento di iniziative imprenditoriali.

I modelli di business possono concernere anche beni e servizi da offrire a istituzioni di microfinanza, in aderenza ai loro modelli di business, articolati in microcredito, microdepositi, microassicurazioni e microconsulenza. Vi può essere quindi ampio spazio per servizi di «MicroFinTech» (Moro Visconti, 2019b), sulla scia del successo del Mobile banking in molti paesi emergenti (Potnis e Gala, 2019).

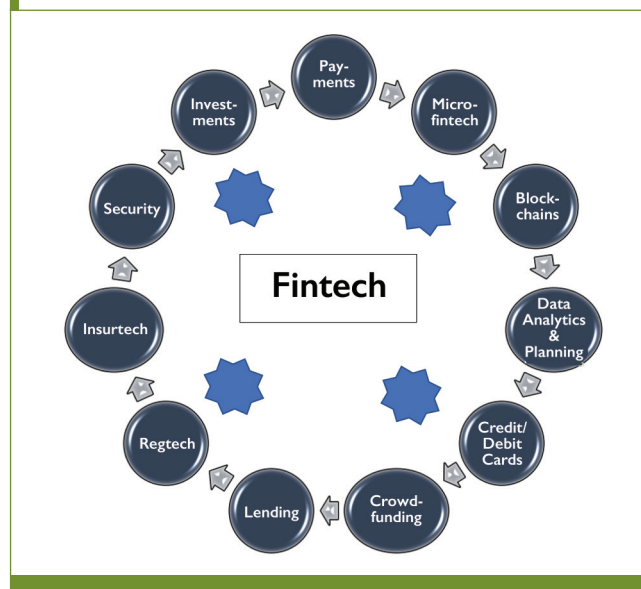
In un'ottica complementare, rilevano anche le attività di PropTech (Property Technology) applicate al mercato immobiliare (figura 1, tavola 1).

### 3. Metodi di valutazione

Un aspetto fondamentale, accanto all'analisi del modello di business (strumentale anche alla selezione dei comparabili più

Figura 1

#### Principali tipologie di Fintech



<sup>2</sup> Esempi di applicazione del Regtech sono strumenti come i Tableau, i quali permettono la visualizzazione di dati per aiutare a identificare le tendenze e – dal punto di vista normativo – per aiutare a riconoscere gli outliers (casi anomali), fino ad arrivare al singolo livello di transazione del cliente.

Tavola 1

**Tipologie di Fintech e modelli di business**

Tipologia	Modello di business
<b>Blockchain</b>	Archivi di dati, i cui records sono pubblici su una rete di computer e senza la necessità di un registro centrale. Principali applicazioni: cryptocurrencies; banking and payments; cyber security; supply chain management; forecasting; networking & IoT; insurance; private transport & ride sharing; cloud storage; charity; voting; healthcare; crowdfunding
<b>Sistemi di pagamento</b>	Credit cards; mobile payments tramite apps; virtual Pos; online wallet
<b>Prestiti P2P</b>	Prestito personale di denaro da un individuo all'altro, senza intermediari tradizionali come società finanziarie e banche. Gli investitori possono ottenere rendimenti migliori di quelli offerti sui mercati di debito, trasferendo il denaro di questi ultimi a mutuatari pre-approvati e controllati
<b>Open Banking</b>	Nuovo modello di banca appoggiato alla blockchain e ad applicazioni che creano un servizio tramite una rete connessa di istituzioni finanziarie e fornitori di terze parti Le neobanks o challenger banks, che di solito collaborano con aziende Fintech, sono completamente digitali, non hanno delle filiali fisiche dove i clienti possono recarsi e offrono i loro servizi solo attraverso smartphone
<b>Big Data &amp; Analytics</b>	Modelli avanzati e sofisticati (artificial intelligence) per la gestione di grandi masse di dati (big data) utilizzati per fornire previsioni, o supportare il marketing finanziario, comprendere il comportamento dei clienti, simulare l'esito di investimenti finanziari
<b>Insurtech</b>	Applicazioni di tecnologie Fintech in ambito assicurativo, con riferimento ai servizi nel brokeraggio, nella sottoscrizione di prodotti e gestione dei rischi. Valutazioni di dati sia quantitativi sia qualitativi per il calcolo del premio
<b>Regtech</b>	Gestione di processi regolamentari (monitoraggio, reporting, compliance, ecc.) in ambito finanziario attraverso la tecnologia. Le società RegTech utilizzano il cloud computing e il Software as a Service (SaaS) per fornire consulenza in ambito regolamentare

significativi) e agli aspetti di natura giuridica (Alpa, 2019; Paracampo, 2019), è rappresentato anche dal posizionamento della società da valutare lungo il ciclo di vita che ne caratterizza lo sviluppo. La novità merceologica del tipo di attività fa sì che molte società target si posizionino in una fase evolutiva iniziale (start-up), anche se non mancano esempi (tendenzialmente destinati a crescere, col maturare del settore) di società più consolidate. Ciò incide sulla stima dei parametri e, in particolare, sul livello di rischio che deve essere associato a società spesso prive di storia e con incerte prospettive, in quanto fondate su ipotesi di business non consolidate.

Considerato che la valutazione è soggetta a una notevole incertezza, soprattutto in presenza di modelli di business innovativi (non ancora consolidati e privi di storia), possono essere utilmente utilizzate – in negoziazioni che altrimenti faticerebbero ad avere esito positivo – metriche di valutazione conservative, associate a earn-out premiali in caso di verifica di milestones prefissate.

Pur operando le Fintech nel settore finanziario-bancario, le

metodologie di valutazione tradizionalmente utilizzate tendenzialmente differiscono da quelle normalmente impiegate per le banche<sup>3</sup> (metodi patrimoniali con valorizzazione della raccolta; metodi finanziari basati sul Dividend Discount Model rettificato per Excess Capital; multipli, ecc.). Ciò anche per effetto dei diversi schemi di bilancio delle Fintech e della loro natura di società tecnologiche di servizi, estranee alla tipica attività (regolamentata) di intermediazione bancaria.

**Finalità della valutazione.** La necessità di valutare le società Fintech è cresciuta negli ultimi anni, anche in seguito al proliferare di operatori che superano la fase di start-up e cercano di consolidarsi anche aprendo il capitale a fondi di private equity o venture capital, ovvero interagendo direttamente con operatori bancari e finanziari. Il fatto che le start-up hanno una storia limitata, dipendono dalla crescita attesa e sono particolarmente esposte al fallimento rende complicata la loro valutazione con i metodi tradizionali, che devono incorporare un adeguato livello di rischio.

<sup>3</sup> Si veda Bagna (2012).

Il valore di un'azienda<sup>4</sup> scaturisce essenzialmente da un insieme di fattori, tra cui rilevano in particolare:

- il patrimonio netto, ossia l'insieme dei mezzi conferiti dai soci per finanziare l'attività d'impresa;
- la capacità reddituale, cioè l'attitudine a produrre flussi di reddito positivi;
- la capacità finanziaria.

In condizioni ideali, il «valore» soggettivamente ricercato deve tendere a coincidere con un «prezzo» oggettivamente determinato in fase negoziale.

Per valore si intende il risultato dell'applicazione di uno o più criteri valutativi, scelti in relazione alla tipologia dell'operazione societaria che ha richiesto la stima, all'identità dei soggetti interessati e all'attività dell'azienda da valutare. Esso prescinde dalla forza contrattuale delle parti e da altri fattori soggettivi. Il prezzo è il punto di incontro delle attese e delle utilità formulate dalla domanda e dall'offerta interessate alla negoziazione dell'azienda.

Una Fintech può essere valutata, tra l'altro:

1. in vista di scambi:

- compra/vendite di partecipazioni (si valuta l'azienda sottostante), di aziende o di rami d'azienda;
- operazioni di finanza straordinaria (relative all'azienda/ramo d'azienda), quali fusioni, scissioni, conferimenti, cessioni, trasformazioni, ecc.;

2. in vista di variazioni di capitale:

- emissione di azioni (con esclusione del diritto d'opzione; con sovrapprezzo, ecc.);
- emissione di obbligazioni convertibili o warrant;
- operazioni straordinarie (cessioni, trasformazioni, fusioni, conferimenti, scissioni, ecc.);

3. in vista di acquisti di beni dei soci fondatori;

4. in vista della costituzione di garanzie;

5. per giudizi arbitrali o simili;

6. per la quotazione in Borsa;

7. per fini conoscitivi «interni»;

8. per la valutazione del recesso del socio.

I principali metodi di valutazione delle aziende comunemente utilizzati dalla prassi sono:

a) il metodo patrimoniale, semplice e complesso;

b) il metodo reddituale;

c) il metodo misto patrimoniale-reddituale;

d) il metodo finanziario;

e) i metodi di mercato e la valutazione tramite multipli.

Le recenti tendenze valutative portano a privilegiare i metodi<sup>5</sup> d) ed e): il metodo finanziario basato sulla stima dei flussi di cassa operativi scontati al costo del capitale medio ponderato (Wacc) e il metodo di mercato fondato su moltiplicatori del Mol (Ebitda) di società comparabili. In entrambi i casi, si perviene alla stima dell'enterprise value (valore dell'azienda, comprensivo dei debiti) che va poi sommato algebricamente alla posizione finanziaria netta<sup>6</sup> per pervenire all'equity value<sup>7</sup>.

Ci si concentrerà prevalentemente su questi due metodi nei sottoparagrafi successivi.

L'utilizzo degli altri metodi (patrimoniale, reddituale, misto patrimoniale/reddituale) non è da escludere a priori (anche come metodo di controllo) ma deve essere preceduto da un'attenta verifica di fattibilità. Il metodo patrimoniale è usato con minore frequenza nel caso di specie e può trovare applicazione ove si voglia stimare il costo di riproduzione o rimpiazzo (quanto costerebbe, in termini di costo-opportunità, riprodurre una Fintech simile a quella oggetto di valutazione?) ovvero quando la componente patrimoniale contabile di partenza (book value of equity) sia associata alla stima del plusvalore dei beni immateriali (con la variante «complessa» del metodo patrimoniale), al fine di pervenire alla stima del market value of equity. I limiti di applicabilità del metodo patrimoniale si riverberano sul metodo misto patrimoniale-reddituale.

In ambito patrimoniale, vanno pertanto individuate le attività, anche non contabilizzate (avviamento, R&S, ecc.) suscettibili di generare un plusvalore, mentre la valutazione reddituale postula la predisposizione di business plan pluriennali per stimare il valore medio-prospettico di flussi reddituali. Tale stima sconta fattori di incertezza simili a quelli previsti per le previsioni finanziarie<sup>8</sup>, peraltro caratterizzate da una più elevata fungibilità del parametro obiettivo (i flussi di cassa, rispetto ai flussi reddituali).

**Il metodo finanziario.** Il metodo finanziario si basa sul

<sup>4</sup> Intesa come «complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa» ex art. 2555 c.c. Nella pratica, oggetto di stima può essere l'intera azienda ovvero un suo ramo.

<sup>5</sup> <https://www.toptal.com/finance/valuation/how-to-value-a-company>; [https://mercercapital.com/assets/Mercer-Capital\\_How-to-Value-an-Early-Stage-Fintech-20181.pdf](https://mercercapital.com/assets/Mercer-Capital_How-to-Value-an-Early-Stage-Fintech-20181.pdf)

<sup>6</sup> Si veda la definizione contenuta nella delibera Consob n. 6064293 del 28 luglio 2006 <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c6064293.pdf/c4b3ad96-6333-440c-bfc5-c548eb9b4498>.

<sup>7</sup> Il concetto di equity ricomprende, in senso lato, anche passività assimilabili a poste di patrimonio netto (obbligazioni convertibili; finanziamenti soci postergati, ecc.).

<sup>8</sup> Considerando che il rendiconto finanziario prospettico è costruito attraverso l'interazione di variazioni di stato patrimoniale attese con proiezioni economiche.

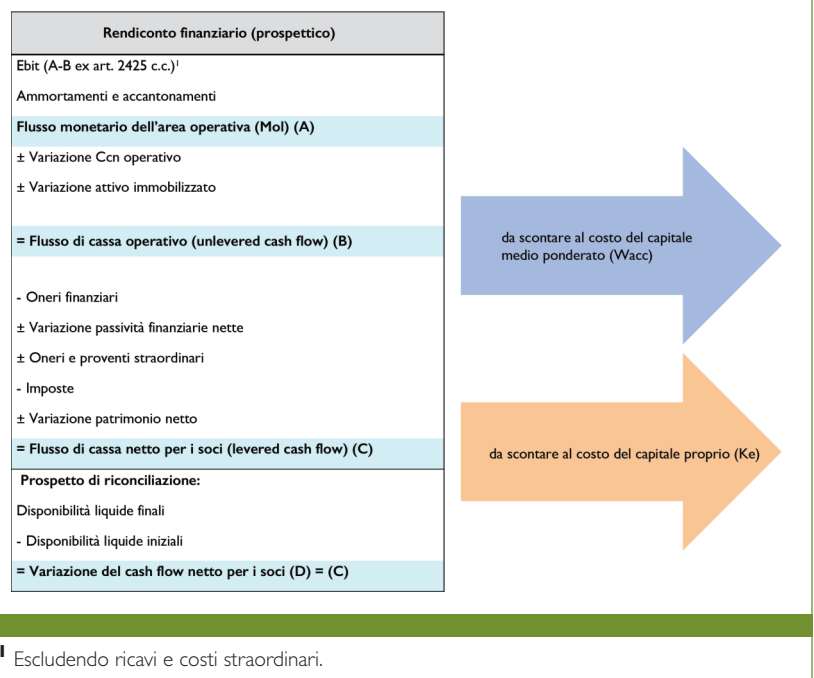
principio per cui il valore di mercato d'azienda è pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che essa è reputata in grado di generare. La determinazione dell'entità di tali flussi è di primaria importanza nell'applicazione del metodo e così pure la coerenza dei tassi di attualizzazione adottati.

La dottrina (soprattutto anglosassone) ritiene che il metodo finanziario sia la soluzione «ideale» della stima del valore di mercato (da qui il fortunato slogan «cash is king») per periodi limitati; non è infatti possibile effettuare stime attendibili dei flussi di cassa per periodi più lunghi e tale difficoltà cresce in presenza di start-up.

Tale metodo assume rilievo pratico se si valuta il singolo investimento o le aziende con alti flussi monetari (società di leasing, commercio al dettaglio, servizi al pubblico e autostradali, trading finanziario, società veicolo nel project financing, ecc.). Tale fattispecie può applicarsi solo alle Fintech più affermate, con modelli di business di successo e basati su una stabilità dei ricavi attesi. I flussi di cassa operativi (unlevered) e netti per i soci (levered) si determinano confrontando gli ultimi due stati patrimoniali (per disporre delle variazioni di capitale circolante netto [Ccn] operativo, attività immobilizzate, passività finanziarie, e patrimonio netto) con il conto economico dell'ultimo anno, come evidenziabile nella figura 2, che riporta lo schema contabile del rendiconto finanziario<sup>9</sup>.

L'attualizzazione dei flussi di cassa derivanti dalla gestione operativa (che non sono influenzati dalla leva finanziaria e dal servizio del debito) avviene al costo medio ponderato del capitale (Wacc)<sup>10</sup>. Questa configurazione di flussi offre una valutazione dell'azienda nel suo complesso, indipendente dalla sua struttura finanziaria. Al valore dell'azienda (enterprise value) deve essere sottratto il valore dell'indebitamento per pervenire, residualmente e dopo aver considerato il servizio del debito, al valore ottenuto attraverso i flussi di cassa netti per i soci (equity value).

Figura 2

**Rendiconto finanziario e collegamento con il costo del capitale**

L'attualizzazione dei flussi di cassa netti avviene invece al costo del capitale proprio (Ke)<sup>11</sup>.

Una volta determinato il valore attuale dei flussi di cassa, il calcolo del valore economico  $W$  dell'azienda che si intende valutare può corrispondere:

a) all'unlevered cash flow method:

$$W = \sum \frac{Cf_0}{Wacc} + Vr - D$$

b) al levered cash flow method:

$$W = \sum \frac{Cf_n}{K_e} + Vr$$

dove:

- $\sum Cf_0 / Wacc$  = valore attuale dei flussi di cassa operativi;
- $\sum Cf_n / K_e$  = valore attuale dei flussi di cassa netti;
- $Vr$  = valore attuale del valore residuo (terminal value);
- $D$  = posizione finanziaria netta (liquidità + crediti finanziari - debiti finanziari).

$$Wacc = k_e \frac{E}{D+E} + k_i (1-t) \frac{D}{D+E}$$

Dove:

- $K_e$  = costo del capitale proprio;
- $K_i$  = costo del capitale di terzi (al netto del risparmio fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi passivi ai fini Ires, essendo attualmente  $t = 27,5\%$ );
- $E$  = equity (patrimonio netto);
- $D$  = debiti finanziari.

<sup>9</sup> Vi sono numerose altre modalità alternative di redazione del rendiconto finanziario. Si veda anzitutto il principio contabile Oic 10 o lo Ias 7 o lo Sfas 95. La formulazione qui proposta è diversa (tranne che nella determinazione del flusso di cassa netto per i soci), in quanto evidenzia parametri chiave come l'Ebitda e il Flusso di Cassa Operativo.

<sup>10</sup> Il costo medio ponderato del capitale o Wacc (Weighted Average Cost of Capital) rappresenta il rendimento medio richiesto dai soggetti che intendono finanziare l'impresa (azionisti e terzi finanziatori). In formule, si ha:

La differenza tra le due metodologie è data quindi dalla diversa accezione di flussi di cassa associati al debito e ai rimborsi di capitale.

Il valore residuo, se oggetto di apprezzamento, è il risultato dell'attualizzazione del valore attribuito al capitale dell'impresa funzionante al momento  $n$  (prima del quale i flussi di cassa erano stimati analiticamente). È spesso una componente rilevante del valore globale  $W$  e tende a zero se l'orizzonte temporale della capitalizzazione è infinito ( $Vr/\infty = 0$ ). Il terminal value ( $Tv$ ) corrisponde in formule a:

$$Tv = [F_m / (i - g)] \cdot (1 + i)^{-(n+1)}$$

Ove:

- $F_m$  = flusso medio che la società prevede di ottenere nel periodo di pianificazione esplicita (in genere si utilizza il flusso puntuale relativo all'ultimo anno di previsione esplicita);
- $i$  = tasso di attualizzazione dei flussi;
- $g$  = tasso di crescita atteso nel periodo successivo a quello di pianificazione esplicita;
- $n$  = numero di anni di pianificazione esplicita.

Qualora si decida di optare per un orizzonte di capitalizzazione perpetuo, la formula del valore terminale corrisponde a:

$$Tv = [F_m \cdot (1 + g)] / (i - g)$$

La capitalizzazione perpetua comporta il vantaggio di assorbire nella stima il Terminal Value (che tende a zero) ma deve essere coerente con modelli di business replicabili su un arco temporale particolarmente esteso, ipotesi non agevolmente configurabile per società caratterizzate da un business model in divenire e soggetto a (forte) discontinuità.

**I metodi empirici basati sui moltiplicatori di mercato**<sup>12</sup>. Talora vengono utilizzate le negoziazioni confrontabili (comparables) di imprese appartenenti allo stesso settore merceologico, con caratteristiche simili (relativamente ai flussi di cassa, le vendite, i costi, ecc.).

In pratica l'esame dei prezzi utilizzati in negoziazioni di aziende dello stesso settore porta a quantificare parametri medi:

- price/Ebit;
- price/cash-flow;
- price/book-value;
- price/earnings;
- price/dividend.

L'attrattività del metodo dei multipli deriva dalla facilità di utilizzo: i multipli possono essere impiegati per ottenere stime veloci ancorché approssimative («quick but dirt») del valore dell'impresa e sono particolarmente utili quando esiste un ampio numero di aziende confrontabili quotate nei mercati finanziari e il mercato stabilisce per esse, mediamente, prezzi corretti.

Proprio a motivo della semplicità del calcolo, tali indicatori sono facilmente manipolabili e suscettibili di utilizzi impropri, specie se si riferiscono ad aziende non del tutto simili. Dato infatti che non esistono aziende identiche in termini di rischio imprenditoriale e saggio di crescita, l'assunzione dei multipli per l'elaborazione della valutazione può comportare fuorvianti forzature.

La tendenziale maturazione del settore porterà progressivamente a una maggiore disponibilità di comparabili.

Il ricorso ai multipli può essere attuato mediante:

- A. uso dei fondamentali;
- B. uso dei dati comparabili:
  - B.1 approccio delle società comparabili;
  - B.2 approccio delle transazioni comparabili.

Il primo approccio collega i multipli ai fondamentali dell'azienda in corso di valutazione: crescita di utili e flussi di cassa, rapporto di distribuzione dei dividendi e rischio. Esso è equivalente all'uso dei modelli basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa.

In pratica, si tratta di stimare il prezzo più probabile per un'azienda non quotata (come tipicamente è una Fintech), prendendo come riferimento alcune società quotate, operanti nello stesso settore e giudicate omogenee. Due aziende possono definirsi omogenee quando presentano, a parità di rischio, analoghe caratteristiche e aspettative da parte degli investitori di rendimenti analoghi a quelli dell'azienda da valutare.

La formula è la seguente:

**11** Il costo del capitale proprio ( $K_e$ ) rappresenta il tasso di rendimento minimo che una società deve offrire ai propri azionisti al fine di remunerare i fondi da questi ricevuti, e in formule corrisponde, utilizzando il Capital Asset Pricing Model a:

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Ove:

- $r_f$  = risk free: rendimento dei titoli privi di rischio (titoli di Stato);
- $\beta$  = coefficiente di rischiosità non diversificabile (sensibilità del titolo rispetto al mercato);

•  $(r_m - r_f) = Mrp = \text{Market Risk Premium}$ : premio (extra-rendimento) per il rischio di mercato ( $r_m$ ), rispetto al tasso privo di rischio ( $r_f$ ).

**12** Un esempio di valutazione con i multipli di mercato è contenuto in <https://www.infrontanalytics.com/fe-IT/40562ED/FinTech-Group-AG/valore-di-mercato>.

$$W = p \cdot m + / - Pfn$$

Dove:

- $W$  = valore di mercato;
- $p$  = parametro reddituale;
- $m$  = moltiplicatore;
- $Pfn$  = posizione finanziaria netta.

Tra i criteri empirici trova ampia diffusione il metodo del moltiplicatore dell'Ebitda (Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)<sup>13</sup>, cui va sommata algebricamente la posizione finanziaria netta, al fine di passare dalla stima dell'enterprise value (valore complessivo dell'azienda) a quella residuale dell'equity value (valore del patrimonio netto). La formulazione è la seguente:

$$W = Ebitda_{\text{medio prospettico}} \cdot Enterprise Value / Ebitda_{\text{di settore}} = Enterprise value dell'azienda$$

La formazione di un mercato secondario agevola la disponibilità di dati sulle transazioni comparabili che possono essere utilizzati come benchmark per la valutazione.

Si noti come il metodo di mercato basato sull'Ebitda medio prospettico sia ricollegabile – a livello di metriche di formulazione – con il metodo finanziario imperniato sui flussi di cassa operativi scontati. Ciò in quanto – come evidenziato nella figura 2 – il flusso di cassa operativo è stimato partendo dall'Ebitda.

**Valutazione delle start-up.** Nella valutazione (embrionale) di una Fintech, assumono rilievo i flussi di cassa tipici della start-up; nei primi anni di vita, la maggioranza delle imprese genera flussi finanziari tendenzialmente negativi (ma anche Mozart fino a quattro anni non ha iniziato a comporre musica, ecc.), derivanti dal fatto che il sostenimento di rilevanti costi di start-up e la conseguente uscita di cassa sono anticipati rispetto al conseguimento di ricavi e al relativo incasso.

Esistono alcune caratteristiche che nelle start-up fortemente imperniate su un insieme di value drivers intangibili (talora fino al punto da trasformarle in imprese «virtuali») risultano peculiari o quanto meno accentuate rispetto ad altre più tradizionali tipologie di imprese:

- i ricavi operativi monetari tendono a essere modesti o ad-

dirittura inesistenti anche per un lungo arco di tempo (soprattutto se gli investimenti sono molto elevati e raggiungono una soglia di economicità solo nel medio o lungo termine);

- i costi operativi monetari tendono a essere elevati, nonostante il ricorso all'outsourcing (che si limita a renderli più elastici), e anche a causa dei canoni leasing<sup>14</sup>;
- il basso livello di indebitamento comporta una sostanziale coincidenza tra l'Ebitda e la perdita di esercizio, tipica delle fasi di start-up e destinata a protrarsi anche per diversi anni;
- la maggior propensione da parte degli stakeholder (amministratori, manager, dipendenti, ecc.) a essere pagati mediante stock options comprime i costi operativi monetari e accresce di fatto – con una diluizione temporale – il capitale di rischio;
- la presenza di costi fissi rilevanti (e tendenzialmente crescenti, all'aumentare delle barriere all'ingresso) per le start-up si accompagna a costi variabili normalmente assai più limitati di quelli delle imprese tradizionali: l'effetto zavorra sui flussi di cassa si può quindi trasformare (una volta raggiunto il break-even tra ricavi e costi operativi) in un volano che genera un'elevata liquidità, ribaltando la leva operativa;
- le imposte (operative e non) tendono a essere molto ridotte o nulle, in presenza di un reddito imponibile negativo (che genera anzi una parziale riportabilità fiscale delle perdite negli esercizi successivi);
- il flusso monetario dell'area operativa è conseguentemente negativo, per importi anche rilevanti;
- i crediti commerciali seguono la dinamica dei ricavi operativi e quindi sono modesti o inesistenti;
- i fornitori seguono il trend dei costi operativi;
- il capitale circolante netto operativo tende a essere negativo e rappresenta quindi una fonte di finanziamento;
- la variazione dell'attivo immobilizzato tende a essere positiva e rilevante per i nuovi investimenti (espressi in termini di capital expenditure o capex), che influenzano anche l'entità degli ammortamenti;
- il flusso di cassa operativo è di norma negativo e viene finanziato dal circolante e dal capitale di rischio;

<sup>13</sup> Noto in italiano come Margine Operativo Lordo (Mol) e corrispondente alla differenza tra ricavi e costi operativi monetari (= reddito operativo + ammortamenti e accantonamenti).

<sup>14</sup> Il ricorso al leasing è particolarmente frequente e consente di diluire l'esborso finanziario per gli investimenti; l'impatto del leasing rispetto all'acquisto dei macchinari è tendenzialmente neutrale nel medio-lungo termine sui flussi di cassa operativi, in quanto ai maggiori costi operativi monetari si contrappongono minori esborsi per l'acquisto di immobilizzazioni.

- i debiti finanziari sono trascurabili, essendo molto elevato il profilo di rischio; alla loro entità si associano le (limitate) uscite di cassa per gli oneri finanziari;
- i flussi di cassa residuali (netti) sono di pertinenza dei soci: essendo tali flussi di norma negativi, ai soci toccherà mettere spesso mano al portafoglio<sup>15</sup>, finché non si raggiunge il break even finanziario.

Nella valutazione delle start-up rileva anche il Venture Capital Method applicato da venture capitalist, che hanno un orizzonte di exit dall'investimento da 3 a 7 anni.

Gli elementi di scalabilità insiti in modelli di business digitali (Moro Visconti, 2019c) ne amplificano la marginalità economica e finanziaria, con un impatto (positivo) tendenzialmente rilevante sulle metriche di valutazione. La scalabilità rileva anche a livello geografico, in presenza di soluzioni tecnologiche che possono essere applicate anche a diversi paesi; si noti come la regolamentazione finanziaria possa costituire, in questo ambito, un fattore di segmentazione che ostacola la scalabilità geografica oltre i confini nazionali o comunitari.

E la scalabilità rappresenta, nella valutazione, un'arma a doppio taglio: da un lato essa accresce il valore potenziale di una Fintech, ma dall'altro incrementa le minacce competitive e il livello di concorrenza. Il valore potenziale e la scalabilità possono essere incorporati in opzioni reali (di espansione, contrazione, ecc.) che rendono più flessibili i flussi di cassa attesi.

#### 4. La distruzione di valore: perché le Fintech possono fallire

I fallimenti delle start-up sono così comuni da non poter non essere presi in considerazione nella valutazione, ad esempio del rischio incorporato nel fattore di sconto dei flussi di cassa.

Il modello «Hype-Cycle» di Gartner<sup>16</sup>, pur nella sua impostazione grossolana, rappresenta le cinque fasi del ciclo di vita di un'applicazione tecnologica.

Tra le ragioni che possono comportare il default di una start-up Fintech, rilevano anzitutto le seguenti<sup>17</sup>:

- sottocapitalizzazione (talora anche successivamente alla fase iniziale, quando la società attraversa la «valle della morte», avendo bruciato il capitale iniziale senza riuscire a attrarre nuovi sottoscrittori);
- scelta di un Venture Capitalist non specializzato;
- sottostima delle problematiche di compliance;
- confusione della Fintech con altre start-up tecnologiche (che hanno profili di attrattività per i consumatori ben diversi)<sup>18</sup>;
- competizione basata esclusivamente sui costi, senza considerare che le banche tradizionali hanno economie di scala e rendite di posizione rilevanti;
- eccesso di confidenza e aspettative esagerate sugli sviluppi del settore; la spinta innovativa diventa, col passare del tempo, marginalmente più difficile da sostenere e le invenzioni non sempre possono essere tutelate a livello brevettuale. Le barriere competitive all'ingresso sono spesso limitate;
- sottostima della tempistica dei tempi di vendita necessari a collocare i prodotti a istituzioni bancarie non sempre reattive nel recepimento di novità;
- mancanza di una strategia commerciale; gli inventori di prodotti Fintech, dotati di competenze informatiche, non sempre sono preparati sotto il profilo commerciale;
- insufficiente conoscenza del mercato finanziario. Le start-up che perseguono strategie B2C spesso sovrastimano la volontà dei consumatori di cambiare le proprie attitudini e di pagare per nuovi prodotti o servizi.

#### Bibliografia

- Alemanni B.** (2019), «Fintech nudging: una spinta al benessere finanziario», in *Economia & Management*, Fasc. 3, pp. 78-83.
- Alpa G.** (2019), «Fintech: un laboratorio per i giuristi», in *Contratto e Impresa*, 35, 2, pp. 377-385.
- Amodio G., Silva R.** (2018), «L'ecosistema Banche Fintech: nuovi scenari e opportunità, tra sprint e maratone», in *Bancaria*, n. 4, pp. 79-88.
- Argentati A.** (2018), «Le banche nel nuovo scenario competitivo. Fintech, il paradigma Open banking e la minaccia delle Big Tech companies», in  *Mercato Concorrenza e Regole*, vol. 20, fasc. 3, pp. 441-466.
- Arner D.W., Barberis J., Buckley R.P.** (2015-2016), *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?*, Heinonline, <https://hub.hku.hk/bitstream/10722/221450/1/Content.pdf>.

<sup>15</sup> Ipotizzando una difficoltà a ricorrere all'indebitamento bancario tradizionale, stanti le incerte previsioni sui flussi di cassa e la tendenziale assenza di assets collateralizzabili. Anche per questo motivo possono essere previsti investimenti da parte di intermediari specializzati come i fondi di venture capital o di private equity.

<sup>16</sup> [Http://www.gartner.com/technology/research/methodologies/hype-cycle.jsp](http://www.gartner.com/technology/research/methodologies/hype-cycle.jsp).

<sup>17</sup> <https://www.forbes.com/sites/ronshevlin/2019/07/29/why-fintech-startups-fail/#30c33e6a6440>.

<sup>18</sup> Non sono molti i consumatori che accettano di pagare un premio per un servizio in ambito finanziario, che quindi viene venduto tipicamente a livello di filiera B2B.

- Bagna E.** (2012), *La valutazione delle banche*, Egea, Milano.
- Barbagallo C.** (2019), «Fintech: ruolo dell'Autorità di vigilanza in un mercato che cambia», in *Bancaria*, n. 1, pp. 10-19.
- Battista A.** (2019), «Il mercato assicurativo italiano, fra regolamentazione e Fintech», in *Rivista Bancaria. Minerva Bancaria*, Vol. 75, Fasc. 4, pp. 95-102.
- Comana M.** (2017), «Fintech: teoria e pratica», in *Banche e Banchieri*, vol. 44, fasc. 4, pp. 538-549.
- Deloitte Italia** (2018), *The New Opportunity: Regtech. A New Context Brings New Challenges*, Finriskalert, <https://www.finriskalert.it/?p=5791>.
- Deutsche Bank Research** (2014), *Fintech - The Digital Revolution in The Financial Sector. Algorithm-Based Banking with The Human Touch*, [https://www.deutschebank.nl/nl/docs/Fintech-The\\_digital\\_revolution\\_in\\_the\\_financial\\_sector.pdf](https://www.deutschebank.nl/nl/docs/Fintech-The_digital_revolution_in_the_financial_sector.pdf).
- Economyup** (2016), *Che cos'è il Regtech, la tecnologia per trasformare le regole in vantaggi*, <https://www.economyup.it/Fintech/Che-Cos-E-Il-Regtech/>.
- Fintech Weekly** (2019), *Fintech Definition*, <https://www.fintechweekly.com/fintech-definition>.
- Frost J., Gambacorta L., Huang Y., Song Shin H., Zbinden P.** (2019), *Bigtech and the Changing Structure of Financial Intermediation*, BIS Working Papers No 779, Monetary and Economic Department, <https://www.bis.org/publ/work779.pdf>.
- Lee S.** (2017), *Evaluation of Mobile Application in User's Perspective: Case of P2P Lending Apps in Fintech Industry*, Ksii Transactions on Internet and Information Systems, Vol. 11, No. 2, February.
- Macchiavello E.** (2019), «La regolazione del Fintech tra innovazione, esigenze di tutela e level-playing field», in *Banca, Impresa e Società*, n. 3, pp. 497-534.
- Mazzotti E., Caminiti F.** (2017), *Where Fintech Lending Will Land, Accenture Research*, [https://www.accenture.com/\\_acnmedia/pdf-68/accenture-where-fintech-lending-will-land.pdf](https://www.accenture.com/_acnmedia/pdf-68/accenture-where-fintech-lending-will-land.pdf).
- Moro Visconti R.** (2019a), «La valutazione delle blockchain: Internet of Value, network digitali e smart transaction», in *Il Diritto Industriale*, n. 3.
- (2019b), *Microfintech: Outreaching Financial Inclusion With Cost-Cutting Innovation*, working paper, March, [https://www.researchgate.net/publication/331983003\\_Microfintech\\_Outreaching\\_Financial\\_Inclusion\\_With\\_Cost-Cutting\\_Innovation](https://www.researchgate.net/publication/331983003_Microfintech_Outreaching_Financial_Inclusion_With_Cost-Cutting_Innovation).
- (2019c), *Digital Scalability and Growth Options: Boosting Economic Marginality with Intangibles*, working paper, July, [https://www.researchgate.net/publication/334494275\\_Digital\\_Scalability\\_And\\_Growth\\_Options\\_Boosting\\_Economic\\_Marginality\\_With\\_Intangibles](https://www.researchgate.net/publication/334494275_Digital_Scalability_And_Growth_Options_Boosting_Economic_Marginality_With_Intangibles).
- Muhovic K.** (2019), *10 Innovative Fintech Business Models*, Board of Innovation, <https://www.boardofinnovation.com/blog/10-innovative-fintech-business-models/>.
- Novak J., Schifrin M.** (2019), *The Most Innovative Fintech Companies in 2019*, Forbes <https://www.forbes.com/fintech/2019/#772733dc2b4c>.
- Paracampo M.T.** (2019), «Fintech tra algoritmi, trasparenza e algo-governance», in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, Vol. 33, n. 2, Parte I, pp. 213-247.
- Perrazzelli A.** (2019), «Pagamenti e Fintech, il ruolo delle Autorità», in *Bancaria*, n. 10, pp. 2-5.
- Philippon T.** (2016), *The Fintech Opportunity*, Nber Working Paper No. 22476, <https://www.nber.org/papers/w22476>.
- Piobbici F., Rajola F., Frigerio C.** (2019), «Open Innovation Effectiveness in the Financial Services Sector», in N. Mehandjiev, B. Saadouni (eds.), *Enterprise Applications, Markets and Services in the Finance Industry*, FinanceCom 2018. Lecture Notes in Business Information Processing, vol 345. Springer, Cham.
- Putnis D., Gala B.** (2019) «Proposing “Mobile, Finance, and Information” Toolkit for Financial Inclusion of the Poor in Developing Countries», in N. Taylor, C. Christian-Lamb, M. Martin, B. Nardi (eds.), *Information in Contemporary Society*, iConference 2019, Lecture Notes in Computer Science, vol. 11420, Springer, Cham.
- Regione Lombardia** (2018), *Guida pratica dei servizi fintech per le Pmi lombarde*, <https://www.regione.lombardia.it/wps/portal/istituzionale/HP/DettaglioPubblicazione/servizi-e-informazioni/impreseservizi/accesso-al-credito/guida-pratica-fintech>.
- Ricciardi V.** (2019), «Insurtech Definition as Its Own Manifesto», chapter 1, in S. Christi, J. Barberis (a cura di), *The InsurTech Book: The Insurance Technology Handbook for Investors, Entrepreneurs and Fintech Visionaries*, Wiley, Nj.
- Rossi E., Rocca E.** (2019), «La regolamentazione attuale e prospettica del settore Fintech», in *Bancaria*, n. 4, pp. 42-51.
- Sibilio N.I., Boero M., Salerno L.** (2019), «Banche e Fintech: strategie e modelli di business», in *Bancaria*, n. 2, pp. 46-62.
- The Economist** (2015), *The Fintech Revolution: A Wave of Startups Is Changing Finance - For the Better*, May 9<sup>th</sup>, <https://www.economist.com/leaders/2015/05/09/the-fintech-revolution>.
- Wilson J.** (2017), *Creating Strategic Value through Financial Technology*, Wiley & Sons, Nj.