

La valutazione delle start-up

di Francesco Ballarin (*) e Alex Zanin (**)

La valutazione delle imprese nella fase di start-up si caratterizza per una certa complessità in gran parte dovuto ad una serie di fattori quali la facilità di insuccesso dell'iniziativa, la scarsa affidabilità delle previsioni dovuta ad una mancanza di storicità delle performance aziendali, nonché dalle dinamiche e capacità imprenditoriali dei founders. Il presente articolo vuole fornire una disamina dei metodi valutativi con particolare riguardo alla loro rappresentatività e affidabilità durante le varie fasi di vita delle start-up.

Premessa

L'immissione di liquidità nel mercato dei capitali da parte delle banche centrali e dai fondi di investimento, nonché la necessità di espandersi verso nuovi mercati tecnologici da parte delle imprese tradizionali, spinge sempre più gli investitori verso strategie di investimento in innovazione e nuovi mercati per il tramite di *start-up*. Sebbene un investimento in tali imprese possa avere degli effetti talvolta poco rilevanti nel bilancio, la verifica della tenuta del valore da parte del *management* può dimostrarsi molto articolata e complessa oltre che di difficile dimostrabilità. Si pone quindi una tematica latente nel verificare se, effettivamente, il valore iscritto delle partecipazioni nel bilancio sia corretto o se, invece, celi una perdita durevole di valore da recepire tempestivamente nel bilancio.

La rilevazione iniziale di un investimento in una start-up

L'investimento in una *start-up* può avvenire generalmente in due modi: attraverso l'acquisto di nuovo capitale sociale (*Equity*) oppure tramite un "finanziamento" a fondo perduto con la possibilità di convertirlo in *Equity* in un successivo momento tramite un aumento di capitale sociale. In entrambe le modalità, la società investitrice, iscriverà l'investimento partecipativo tra le immobilizzazioni finanziarie utilizzando il metodo del costo (1). Questa rilevazione contabile verrà effettuata sia nel momento di nascita e nelle fasi iniziali della *start-up* in oggetto, chiamate *Pre-Seed* e *Seed*, sia nelle fasi successive di aumento di capitale ovvero quelle fasi tecnicamente chiamate *Round* (*Round A, B* ecc.).

Indipendentemente dal fatto che l'attività sia detenuta in base a delle logiche imprenditoriali e commerciali o, piuttosto, per ottenere un futuro *Capital Gain* dalla vendita della partecipazione, durante i primi anni di attività della *start-up* risulta molto complesso ed oneroso stimare il valore recuperabile della partecipazione in essere.

Nel caso in cui tale partecipazione sia iscritta nell'attivo immobilizzato della società il metodo del costo previsto dall'OIC 21 (2) - Partecipazioni, deve eseguire un'analisi volta alla dimostrabilità del fatto che non sussistano delle perdite di valore durevoli (3).

Lo stesso principio definisce al paragrafo 31 che la perdita durevole di valore è determinata confrontato il valore iscritto in bilancio con il valore recuperabile attraverso l'analisi dei benefici futuri attesi. Nei paragrafi successivi del principio OIC 21 vengono tratte ulteriori situazioni relative a situazioni interne alla società, al mercato di riferimento, al mancato esercizio di una opzione call per l'aumento del capitale sociale; viene inoltre previsto che, quando la partecipata è al primo anno di attività o in fase iniziale e consegue perdite consistenti, non debba necessariamente essere svalutata a patto che dall'esercizio successivo si possano trarre delle conclusioni di una

Note:

(*) Partner - BDO Italia S.p.A.

(**) Manager - BDO Italia S.p.A.

(1) In alternativa tra le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni a seconda di quanto previsto dall'OIC 21 - Partecipazioni, par. 10.

(2) Si veda OIC 21 - Partecipazioni, par. 21.

(3) Si veda OIC 21 - Partecipazioni, par. 27.

generale ripresa o mantenimento dei piani aziendali (4).

Tuttavia, quando si applica il principio contabile di riferimento ad una *start-up* il metodo scelto per la valutazione del valore risulta spesso difficile da identificare.

Metodi valutativi nelle varie fasi della start-up

Se al momento della rilevazione iniziale, la partecipazione in una *start-up* in fase di *Pre-Seed* o *Seed* viene iscritta in bilancio al costo, il problema della valutazione e del relativo mantenimento del valore della stessa sorge negli anni successivi prima del *Round A* e nei momenti seguenti.

Il *management* dovrà quindi verificare che il valore iscritto in bilancio non abbia subito una perdita di valore durevole. In queste fasi transitorie le logiche di valutazione *Pre-Money* (5) possono alterare la reale percezione dei benefici economici futuri.

Per la valutazione della *start-up* generalmente il *management* ha a disposizione tre categorie di metodologie:

- i metodi basati sui flussi finanziari futuri;
- la comparazione con i valori di mercato e dei relativi multipli;
- i metodi qualitativi.

L'utilizzo dei metodi finanziari presuppone una certa attendibilità dei valori utilizzati per la costruzione dei flussi. I due metodi più largamente utilizzati sono:

- il *Discounted Cash Flow Method* (DCF), ovvero la stima dei flussi di cassa futuri; e
- il *Venture Capital Method* basato sul *Return on investment* (ROI) alla *exit*, ovvero un metodo fortemente incentrato a logiche di *Capital Gain*.

Entrambi i metodi riflettono ipotesi di costi e ricavi della *start-up* basati su assunzioni talvolta di difficile dimostrabilità. Pertanto, il compito del *management* di valutare la congruità delle assunzioni del *business plan* analizzato e la sua coerenza ai fini del mantenimento del valore della partecipazione o di un suo eventuale recupero, può risultare talvolta inefficace a causa dell'incertezza del mercato o *business* in cui opera la *start-up* stessa. Infatti, la mancanza di dati storici, le incertezze dei mercati in cui opera, il lancio di nuovi prodotti altamente tecnologici ed i modelli di *business* innovativi possono causare una considerevole

aleatorietà delle assunzioni su cui si basano i ricavi, i costi ed i flussi di cassa previsti.

Giacché il *management* deve predisporre un documento ragionevole e congruo a fini di supportare la valorizzazione in bilancio della propria partecipazione, risulta evidente come entrambe le metodologie, se applicate in questo contesto, potrebbero risultare poco appropriate.

Il *Discounted Cash Flow Method*, in ambito di valutazione finanziaria viene prevalentemente utilizzato quando l'azienda è già avviata in un mercato od in un contesto definito con prodotti già esistenti e testati, trova quindi una maggiore efficacia dopo un *Round B*.

Il *Venture Capital Method* viene generalmente calcolato sul rapporto tra *Exit Value* (o *Terminal Value*) ed il ROI atteso basato su determinati parametri del mercato di riferimento, questo metodo è tipicamente utilizzato nelle fasi di *Seed* e, quindi, nel momento della prima entrata di nuovi soci nell'*Equity* della *start-up*. In questa fase, come già descritto precedentemente l'investitore si iscriverà il costo dell'operazione nel proprio bilancio.

Risulta pertanto evidente come nelle fasi che vanno dal *Seed* al *Round B*, tali metodi non siano pienamente adatti a supportare il valore iscritto a bilancio.

Per quanto riguarda i metodi di comparazione di mercato, risulta largamente utilizzato il *Multiples Approach* (metodo dei multipli), il quale si basa sul confronto di valutazioni recenti di *start-up* operanti in *business* similari. Tuttavia, tale metodo è volto più a dare dei parametri di conforto (in dottrina è considerato un metodo di verifica della valutazione operata con altre metodologie) per una eventuale negoziazione e non può essere utilizzato come dimostrazione principale dei flussi futuri di cassa o della capacità di ripristino delle perdite iniziali. Risulta pertanto un metodo non sufficiente per le finalità di verifica di impairment da parte del *management*.

Infine si evidenzia che il *management* potrebbe valutare il proprio investimento con dei metodi qualitativi, tra i quali i tre più comunemente noti tra gli incubatori di *start-up* sono:

Note:

(4) Si veda OIC 21 - Partecipazioni, par. 39.

(5) Valutazione dell'offerta prima di un aumento di capitale con altri finanziatori. Una volta raccolti i capitali la quota societaria di appartenenza sarà calcolata sul *Post-Money*.

- il *Risk Factor Summation Method*;
- il *Scorecard Method*; e
- il *Berkus Method*.

Il primo è un metodo piuttosto complesso in quanto confronta le principali 12 caratteristiche delle *start-up* e le rapporta alle aspettative dei diversi *player* dell'investimento come, ad esempio, i rischi che vertono sulla gestione, la fase del *business*, l'ambiente politico o burocratico, la *supply chain*, le strategie di vendita e di *marketing*, i finanziamenti in essere e futuri, i concorrenti, la tecnologia adottata, la reputazione ottenuta, eventuali contenziosi, la situazione internazionale e *l'exit*. Sebbene sia un metodo molto valido in fase di valutazione in un contesto di un *Round A* o *Round B*, questo metodo risulta molto complesso e non sempre realizzabile, pertanto ai fini di dimostrare una perdita durevole o, viceversa, la sua assenza, tale metodo risulta piuttosto oneroso e di difficile applicazione.

Il metodo *Scorecard* confronta l'analisi di altre *start-up* simili già finanziate ed in stage successivi ai fini di creare una media di settore. Si attribuisce un coefficiente per ciascuna delle voci principali attraverso un'analisi interna. Tale coefficiente a sua volta deve essere ponderato.

Di seguito si riporta la ponderazione massima dei diversi fattori (6):

- forza del *team* di gestione - peso massimo 30%;
- dimensione del mercato - peso massimo 25%;
- prodotto e tecnologia - peso massimo 15%;
- contesto competitivo - peso massimo 10%;
- *marketing* e canali di vendita - peso massimo 10%;
- necessità di nuova finanza - peso massimo 5%;
- altro - peso massimo 5%.

Questo metodo è spesso utilizzato dai *Business Angel* (7) ed è riconosciuto dalle diverse associazioni internazionali che ne propongono una loro versione "base" o forniscono i dati per la stima gli elementi sopra descritti. Tuttavia, il *management* di un'azienda potrebbe avere delle difficoltà nel reperire i *benchmark* iniziali, pertanto, ai fini della verifica del valore iscritto a bilancio di un investimento in una *start-up*, tale approccio potrebbe risultare anch'esso di difficile ed onerosa applicazione.

Infine, il terzo metodo di valutazione menzionato è il *Berkus Method*, il quale prende il nome

dal proprio ideatore (8). Quest'ultima analisi si basa sulla stima di un valore in un *range* predefinito (da 0 a 10 milioni di euro) sulla base delle caratteristiche qualitative di cinque macro-aree presenti in una *start-up*. Il modello restituirà l'indicazione di un valore *Pre-Money*. Le cinque macro-aree identificate sono:

- *investment risk*;
- *marketing risk*;
- *business risk*;
- *development risk*; ed
- *execution risk*.

In una versione riadatta del modello, a tali macro-aree viene attribuito un valore massimo di 500 mila dollari (come rappresentato in Tavola 1) (9). Questo metodo è molto diffuso e le informazioni base della *start-up* di riferimento non sono di difficile recuperabilità. Inoltre tale semplicità applicativa ha portato molte associazioni nazionali ed internazionali di analisti finanziari a pubblicare il proprio adattamento del modello, mettendo a disposizione i dati ottenuti dalle ricerche.

Per quanto concerne il mercato italiano, tale metodo è stato riadatto dai principali acceleratori italiani, creando una ridefinizione a punteggi come riportato di seguito (10):

- Sezione A - Valutazione del *team*:
 - *team* con un solo fondatore e alla prima esperienza (1);
 - *team* ben assortito (*tech+webdesign+prodotto/marketing*) senza precedenti esperienze imprenditoriali (2);
 - *team* ben assortito con buone esperienze precedenti (4);
 - *team* di veterani del digitale con aziende e *exit* di successo alle spalle (7);
 - *top team*, precedente IPO piuttosto che trade sale da 50+ milioni di euro (10).
- Sezione B - Prodotto:
 - solo un'idea (1);

Note:

(6) Fonte: "The Scorecard Pre-Money Valuation Method For Pre-Revenue Startups Explained", in *Start US - Magazine*.

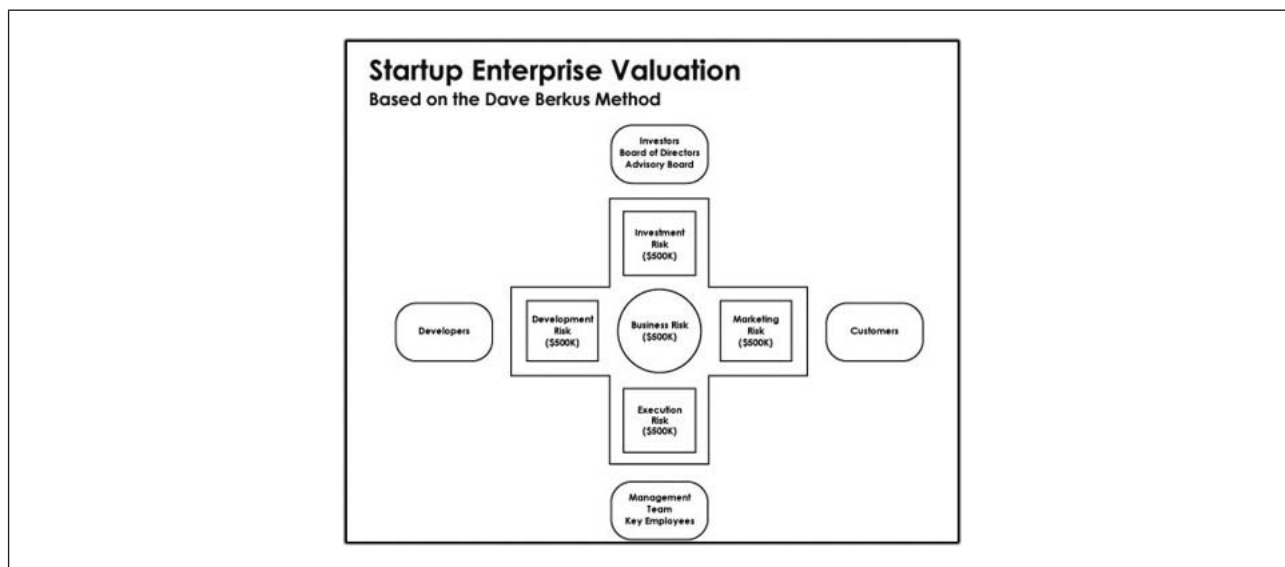
(7) Il *Business Angel* è un investitore privato il quale si differenzia da un fondo di investimenti, investe risorse proprie ed apporta alla *start-up* finanza e competenze personali oltre che contatti.

(8) Per ulteriori dettagli si rimanda al sito dell'autore: <https://berkonomics.com> ed a "The Berkus Method: Valuing an Early Stage Investment".

(9) Fonte: [Berkonomics.com](https://berkonomics.com)

(10) Per maggiori approfondimenti si rimanda al Quaderno AIAF n. 177.

Tavola 1 - Berkus Method per la valutazione delle start-up



- un'idea ben argomentata e con interviste sul campo che ne validano i principi (2);
- prototipo ben sviluppato in Beta e visibile *on line* (3);
- Beta *on line* da qualche mese e primi cicli di iterazione già compiuti (4);
- prodotto stabile e ben sviluppato (5).
- Sezione C - Trazione:
 - nessuna (0);
 - alpha privata con *waiting list* corposa e primi commenti positivi al servizio (2);
 - Beta pubblica con crescita stabile e costante (3);
 - Beta pubblica con crescita verticale (5);
 - crescita esponenziale (8).
- Sezione D - Revenue & Economics:
 - nessun ricavo (0);
 - primi ricavi senza particolare crescita (1);
 - ricavi all'inizio ma con crescita sensibile mese/mese (3);
 - ricavi stabili e in forte crescita (4);
 - ricavi in crescita esponenziale (6).
- Sezione E - Dimensione del mercato potenziale:
 - solo mercato italiano in una nicchia. *Total Addressable Market* (TAM) < 50 milioni di euro (0);
 - mercato internazionale in una nicchia. TAM > 250 milioni di euro (1);
 - solo mercato italiano. TAM > 250 milioni di euro (2);

- mercato internazionale. TAM = 1 miliardo di euro (4);
- mercato internazionale. TAM > 1 miliardo di euro (6).

La sommatoria dei punteggi ottenuti nelle diverse aree crea una fascia di risultati a cui poi viene attribuito un valore *Pre-Money* come riportato di seguito:

- tra 1 e 4 punti - 0 valore;
- tra 4 e 6 punti - tra 100k e 300k euro;
- tra 7 e 11 punti - tra 400k euro e 800k euro;
- tra 12 e 15 punti - tra 1 e 3 milioni di euro;
- tra 16 e 18 punti - tra 3 e 5 milioni di euro;
- tra 19 e 20 punti - tra 6 e 10 milioni di euro.

Come si può vedere, questo metodo tende a fissare in modo meno soggettivo possibile dei valori attraverso strumenti ed analisi non troppo onerosi da parte del *management*.

Volendo fare un esempio, la *start-up* Alfa, dopo un paio di anni di attività, si trova a contare su un *team* composto dal fondatore, da un collaboratore *senior* proveniente da un'altra realtà e da altri collaboratori *junior* capaci di svolgere funzioni diverse tra di loro. Il prodotto lanciato è un nuovo *software* di riconoscimento facciale in fase di *Beta-test* e punta ad entrare in un nuovo mercato internazionale di nicchia nel mercato dei citofoni. La società Beta ha deciso di intervenire con un finanziamento convertibile pari a 40 migliaia di euro durante il *Seed* a fronte di una quota partecipativa *Pre-Money*, in

caso di esercizio del diritto di opzione durante il *Round A*, pari al 10%. Applicando il metodo sopra descritto il punteggio di Alfa è pari a 9 punti (ovvero 4 punto per il *team* + 4 punti per il prodotto + 1 punto per la dimensione del mercato potenziale) con un valore totalitario della partecipazione stimato tra 400 e 800 mila euro. Questa valutazione aiuta il *management* a supportare i 40 mila euro investiti nonostante Alfa abbia registrato perdite nei primi due anni di vita con la conseguenza di una riduzione del proprio patrimonio.

Appare evidente come il metodo *Berkus*, o le sue varianti, possa fungere da guida utilizzando parametri oggettivi.

Se, oltre l'utilizzo di questo metodo, il *management* decide di effettuare ulteriori analisi come la *Scorecard*, è evidente che il supporto dei valori iscritti a bilancio, o la relativa svalutazione, risultino essere maggiormente coerenti con la realtà rispetto ad altri metodi.

Inoltre, sapendo che i metodi qualitativi non possono dare dei risultati accurati quanto i metodi finanziari, potrebbe essere di maggior supporto creare un "andamento storico" dei valori utilizzati nelle analisi. Infatti, in una condizione di *start-up* funzionante i parametri visti in Tabella 1 o, meglio ancora, in quanto predisposto nelle cinque diverse sezioni del modello utilizzato in Italia, devono mostrare dei segnali di crescita.

Riprendendo l'esempio sopra descritto, se al terzo anno la società Alfa inizia a vendere il prodotto registrando una crescita degli ordini pari a +15% trimestrale. In questo caso, il valore attribuito nella Sezione *Revenue & Economic* passa da 0 a 3, portando la valutazione complessiva a 12. Questo comporta un cambio di "classe" del valore *Pre-Money* alzando il livello tra 1 e 3 milioni di euro.

La valutazione sopra descritta non ha un impatto numerico sul costo iscritto a bilancio, ciononostante dimostra che la *start-up* è in crescita, che il *trend* è positivo anche registrando un'ulteriore perdita il terzo anno e, probabilmente, la società potrebbe essere valutata positivamente durante il *Round A* dagli investitori terzi.

Se, al contrario, la *start-up* dovesse rilevare dei parametri qualitativi stabili il *management* dovrà chiedersi quale sia la strategia futura del proprio investimento e se tale stabilità non debba considerarsi un segnale premonitore di perdita di

valore che probabilmente si rifletterà nelle contrattazioni dei *Round* futuri.

Questo criterio valutativo deve essere mantenuto anche dopo il *Round A*, in quanto un metodo finanziario probabilmente non avrebbe ancora delle basi solide su cui poggiare le previsioni dei flussi finanziari futuri. Inoltre, si evidenzia come i risultati di questa metodologia, dovranno essere applicati costantemente per la valutazione di tutte le quote possedute. Pertanto, risulta evidente come la costanza di applicazione del metodo nel tempo sia fondamentale anche nell'analisi *Post-Money*.

Spesso questo meccanismo trova una propria coerenza con il fatto che nel tempo di tre o cinque anni di vita della *start-up* potrà esserci un *Round* con un aumento di capitale da parte di terzi. Inoltre, si evidenzia come nella prassi il *management* sia solito svalutare la *start-up* solamente quando il *Round* non sia andato a buon fine e quindi, di fatto, soggetti terzi, applicando dei metodi simili a quanto trattato non hanno preventivamente ritenuto congruo l'investimento.

Secondo i principi di prudenza e competenza, appare quindi evidente come il *management* non debba aspettare il manifestarsi di tali eventi, ma, tramite appositi metodi di valutazione dovrebbe anticipare il manifestarsi di perdite durevoli di valore rilevandole nell'esercizio in cui queste siano prevedibili.

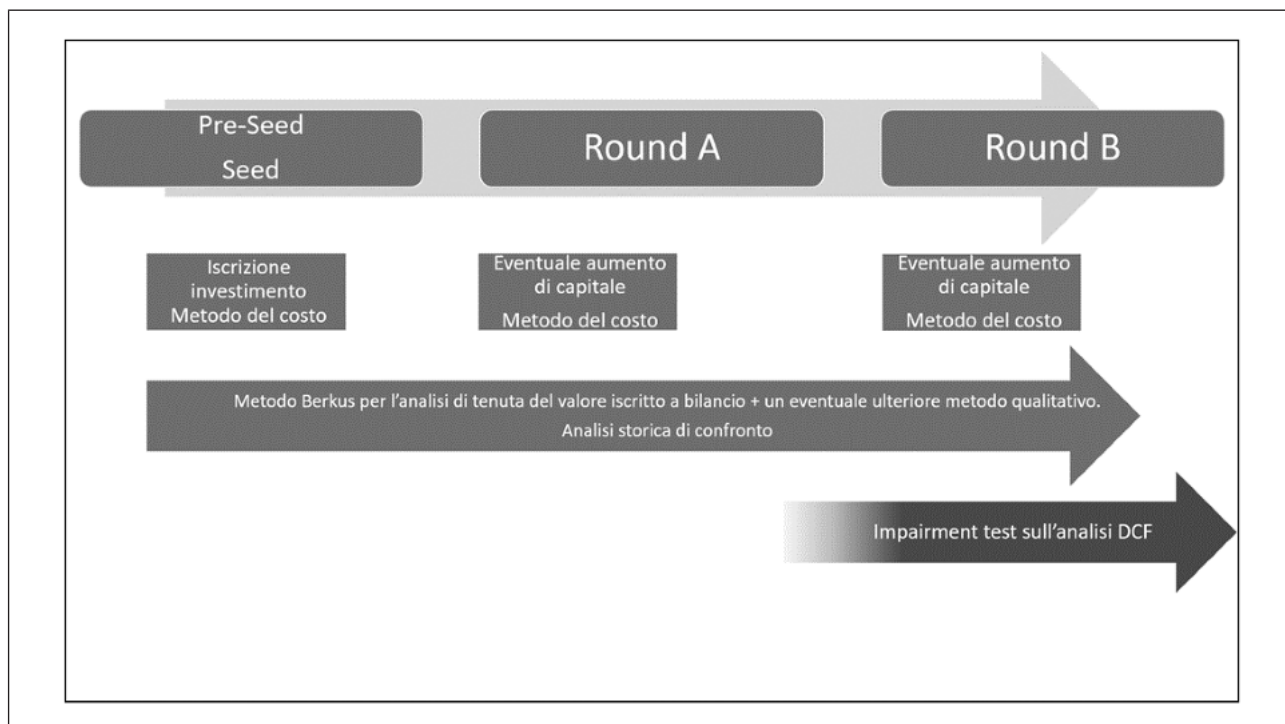
La Tavola 2 riporta uno schema riassuntivo delle metodologie valutative che potrebbero essere adottate durante le varie fasi di vita di una *start-up*.

Similarmente a quanto accade con il metodo dei *Discounted Cash Flows* o gli altri metodi finanziari, dove il valore atteso dell'investimento viene utilizzato come base per l'*impairment test*, anche nei metodi di valutazione di tipo qualitativo sarà necessario confrontare il valore ottenuto con il valore di carico della partecipazione al fine di determinare l'esistenza di perdite durevoli di valore.

Conclusioni

La difficoltà di analisi nell'investimento di una *start-up* è nota, inoltre, poche di queste realtà riescono a creare un reale valore che si trasforma in dividendi o *Capital Gain* in grado di recuperare l'investimento e creare un margine. Molti di questi investimenti si tramutano in una

Tavola 2 - Metodi valutativi adottabili nel corso delle varie fasi di vita di una start-up



chiusura della *start-up* o nella cessione di quote spesso non sufficienti a garantire un gioco a somma zero o positiva sugli investimenti precedentemente effettuati. Non a caso, gli incubatori cercano di creare dei portafogli tali per cui gli investimenti riusciti possano coprire le perdite dei “cattivi affari”.

Da un punto di vista contabile, tuttavia, emerge una tematica di valutazione per competenza di tali perdite attese. Inoltre, si evidenzia come non sia possibile imputare le perdite degli investimenti in *start-up* non remunerative solamente nel momento in cui si manifesta l'*exit* in perdita o la chiusura delle società. I principi di prudenza e competenza impongono di anticipare la rilevazione di tali perdite durevoli di valore nel bilancio in cui queste siano accertate.

A tal fine, il *management* dovrà mettere in atto una *policy* di valutazione delle proprie *start-up* iscritte tra gli *asset*. Come visto al paragrafo precedente le tecniche di valutazione finanziaria, in questo contesto, appaiono spesso di difficile utilizzo, in quanto la verifica delle *assumption* presenti nel *business plan*, siano legate ad andamenti ed eventi altamente aleatori. Tuttavia, il *management* è spesso obbligato a dimostrare la tenuta dei valori dei

propri *assets* in quanto, nel ciclo di vita delle *start-up* nel corso dei primi anni vi è un'erosione del patrimonio netto e della finanza prestata a fondo perduto con opzioni di conversione di tali prestiti in capitale sociale (*convertible*). La difficoltà di trovare un criterio di identificazione del valore, e di valutazione di esso, della società nel periodo che va dalla fase di *Seed* ed il *Round B*, rende necessario spostarsi su metodi qualitativi o di mercato. È evidente che tali metodi devono essere correttamente utilizzati e formalizzati da parte della società investitrice. Inoltre, non devono essere creati con il fine di identificare un valore futuro di investimento, bensì con lo scopo di supportare almeno i costi sostenuti dall'investitore.