

LA FORMIDABILE ASCESA DELLE NUOVE IMPRESE IN ITALIA - TERZA PARTE: LA VALUTAZIONE DELLE IMPRESE INNOVATIVE



Startup è bello. Soprattutto quando attraverso l'innovazione gli imprenditori in erba (giovani o anziani che siano) contribuiscono a renderci la vita migliore con le loro innovazioni, e con sistemi diversi per fare -più comodi o più velocemente o a più basso costo- ciò che facevamo prima con più fatica. L'America come al solito lo ha scoperto prima degli altri e ha sviluppato (soprattutto in California, che è l'America dell'America) un ecosistema idoneo a far nascere, crescere e portare in Borsa le iniziative migliori. Anche per questo le valutazioni sono più alte laggiù. A volte molto più alte: quando gli investitori fanno a gara per sottoscrivere quote di minoranza del tuo capitale soltanto perché sono molti e ben attrezzati a lavorare sulle innovazioni tecnologiche, non c'è da stupirsi se le valutazioni lievitano. Ma come si giunge a formulare queste ultime?

INAPPLICABILITA' DEI NORMALI METODI DI STIMA DEL VALORE

E, in generale, come si fa a valutare un'impresa in erba? Una che non fattura ancora niente o quasi e che promette soltanto di cavalcare un'innovazione, un'intuizione, o un modo diverso di fare le cose? Con i metodi tradizionali non si va molto lontano: inutile parlare di moltiplicatore dei profitti (che per alcune startup non valgono nemmeno quando sono quotate in Borsa: si pensi al caso Tesla, che ha continuato ad accumulare perdite per oltre un quinquennio dopo essere sbarcata al NASDAQ eppure oggi vale oltre un trilione di dollari). Così come è improbabile usare il metodo dei multipli del margine operativo lordo

se quest'ultimo ancora non c'è (o quasi); ancor peggio è parlare del patrimonio netto o del valore del brand, dal momento che -per definizione- devono ancora crescere. Forse un po' meglio sarebbe stimare l'azienda sulla base dei flussi di cassa prospettici, ma con il limite che deriva dal fatto che all'inizio questi saranno negativi, e poi mancano quasi del tutto gli strumenti per identificarli con un minimo di realismo.

LE ALTRE METODOLOGIE

Ma se i metodi tradizionali per valutare un'azienda poco si adattano a quelle che devono ancora nascere, l'industria del "capitale di ventura" ha invece sviluppato delle altre metodologie che, pur ammettendo di essere tutt'altro che una scienza esatta, aiutano nell'esercizio mentale necessario a mettere a fuoco un valore ipotetico. Ovviamente sulla base innanzitutto del Piano di Business che la Startup sarà in grado di pubblicare. Di seguito potremo provare a farne una breve elencazione, anche allo scopo di esplorarli meglio, ma innanzitutto bisogna dare un'occhiata ai fattori più importanti che intervengono nel processo di valutazione di un'impresa innovativa che si accinge a prendere il volo.

GRANDI POTENZIALI E FORTI RISCHI

Il primo criterio che accomuna tutti i metodi di valutazione è quello relativo alle caratteristiche tipiche delle Startup: la ***potenzialità di generare molto valore in futuro*** e, possibilmente, capacità di accrescere quest'ultimo nonché la velocità di questa crescita. Si pensi a casi di scuola che oggi costituiscono il grosso del valore di capitalizzazione del listino di borsa americano: Apple, Microsoft, Amazon, Google, Facebook, Tesla... che hanno raggiunto valutazioni elevatissime (sono tutte sopra il trilione di dollari di capitalizzazione di borsa) soprattutto a causa della loro grande capacità di crescere velocemente e arrivare a dominare ciascuna il proprio mercato.

Accanto alle forti potenzialità però si trovano anche ***grandi rischi***. Le startup per definizione devono ancora mostrare la loro capacità di poter "funzionare" senza fermarsi per strada (come succede a molte di esse) per i motivi più banali: scarsa capacità di pianificazione, lite o separazione dei fondatori, eccesso di concorrenza, difficoltà nel processo di industrializzazione, incapacità di gestire adeguatamente la dinamica finanziaria... quelli qui elencati sono solo alcuni dei numerosissimi motivi per i quali le nuove iniziative non diventano degli "unicorni" (quelle ex-Startup che arrivano a valere almeno un miliardo di dollari).

NON GUARDATE AI PROFITTI FUTURI

In generale bisogna accettare il fatto che -anche le migliori- per un certo numero di anni a venire perderanno quattrini a tutto spiano e, in un certo senso, è anche logico che ciò

possa accadere. Se l'impresa infatti ha successo e ha la possibilità di raggiungere il più ampio potenziale di mercato nel minor tempo possibile, dal punto di vista del mercato finanziario sarebbe un errore che il suo management si concentrasse sulla possibilità di portare a casa presto risultati economici positivi, perché ciò ne limiterebbe la capacità di creare molto valore.

Ovviamente ciò non può essere valido in eterno: tutte le imprese a un certo punto della loro vita iniziano a rallentare la crescita e, a quel punto, l'orizzonte di maggior creazione di valore perseguendo a tutti i costi obiettivi di crescita del fatturato incontrano due forti limiti: la capacità di procurarsi ulteriori risorse finanziarie per alimentare quella crescita (laddove i flussi di cassa prospettici non risultano sufficienti a pagare le rate dei debiti e a pagare dividendi a chi sottoscrive gli aumenti di capitale) e la possibilità che, a seguito del successo di mercato, si sviluppi una concorrenza tale da far assopire le speranze di trasformare il successo ottenuto in voluminosi profitti futuri. In fondo al lungo tunnel della crescita insomma i profitti devono pur sempre essere attesi: quanto non lo sono più non basta essere leader di mercato per essere capaci di generare valore per gli azionisti.

I PRIMI TRE FATTORI DI VALUTAZIONE : MANAGEMENT, CAPACITÀ DI CRESCERE E DIFENDIBILITÀ DEL BUSINESS

1) Per valutare perciò una Startup normalmente il primo fattore da considerare è la qualità dell'iniziativa ma anche quella delle persone che le danno vita. La corretta valutazione dell'esperienza, del "carisma" e delle capacità, complessive di cooperare tra tutti i protagonisti sono la base delle tecniche di stima del valore di mercato di una Startup.

2) Il secondo parametro da valutare per asserire la capacità di una Startup di assicurarsi un futuro radioso è la progressione possibile dei ricavi prospettici: la potenzialità di raggiungere presto il successo di mercato resta in molti casi un fattore imprescindibile per asserire la capacità di quell'impresa di creare valore. E creare valore significa per la Startup essere capaci di generare in ogni istante del proprio percorso di sviluppo la percezione di un accrescimento del proprio valore prospettico, una percezione tale per cui chi si accinga ad acquistarne quote del capitale o a sottoscrivere aumenti di capitale sia disposto a valutarla ogni volta di più. E il primo fattore di verifica è la prima linea del bilancio: quella dei ricavi prospettici.

3) Il terzo e quarto fattore da monitorare nel leggere il piano di business sono fortemente complementari tra di loro: A) l'appetibilità e l'ampiezza del mercato potenziale (quando è possibile definirla) e B) la capacità (prospettica) di difendere il posizionamento di mercato che la Startup andrà a costruirsi e dunque le "barriere all'entrata" dei potenziali futuri concorrenti. Più queste ultime saranno elevate e maggiore sarà il valore prospettico

dell'impresa, atteso che il mercato potenziale che la Startup contribuirà a definire possa risultare sufficientemente ampio e promettente.

ALTRI DUE FATTORI: “TERMINAL VALUE” E ESIGENZE DI CASSA

Soprattutto se le risultanze del Piano di Business della Startup risulteranno positive e promettenti, un fattore di grande rilevanza per poter definire il valore prospettico della medesima consiste nel cosiddetto “Terminal Value”. Cioè quel valore che viene normalmente posto al termine della previsione esplicita dei flussi di cassa futuri e che si basa normalmente non più sulla previsione di altri flussi di cassa, bensì sulla comparazione con altre imprese (già mature) del mercato e con i loro multipli di valutazione.

I multipli a tal scopo più utilizzati sono i seguenti:

- Rapporto Price-to-earnings (P/E)
- Rapporto Price-earnings to growth (PEG)
- Rapporto Price-to-book (P/B)
- Rapporto Price to Sales (P/S)

Al termine di un periodo di previsione di crescita e sviluppo del mercato potenziale (che non può andare oltre i 5-10 anni, a seconda del mercato) ci sarà infatti una fase di consolidamento dei risultati raggiunti. L'impresa che ne risulterà sarà a quel punto sufficientemente grande da ridurre significativamente il proprio tasso di crescita e relativamente “matura” per essere comparata ad altre imprese oggi già mature del medesimo mercato.

Quel valore prospettico, elevatissimo perché derivante dall'ultimo anno di esplicita previsione del Piano, ma attualizzato ad oggi ad un tasso annuo molto elevato (dal 25% al 50% e a volte anche al 70%) che tenga conto dei notevoli rischi cui la Startup va incontro per arrivare fino a quel punto, è normalmente il primo metodo di valutazione utilizzato dagli investitori dei fondi specializzati nell'investimento del capitale di ventura (ed è per questo chiamato “**metodo del Venture Capital**”).

L'ultimo (e il più difficile) elemento di discernimento che può derivare dalla lettera del Piano di Business messo a punto dagli animatori della Startup sono le esigenze finanziarie prospettiche, dal momento che qualora risultasse particolarmente cospicua la raccolta del capitale necessario ad effettuare tutti gli investimenti che richiede la strada che si intende percorrere, questo potrebbe essere un fattore di particolare attenzione che limita il valore potenziale del business!

Per capirci il caso Tesla è davanti agli occhi di tutti: per anni c'è stato un folto numero di

osservatori che scommettevano sul fallimento di quest'ultima a causa degli ingentissimi investimenti che doveva effettuare per perfezionare il proprio piano industriale e dell'ancor più importante esigenza di capitale circolante che esso necessitava (ivi compresa la copertura delle perdite di periodo). E questo nonostante i suoi prodotti avessero già ottenuto un successo clamoroso e la società fosse già stata quotata in Borsa.

LA CHECKLIST

Spesso però chi valuta un'azienda (che intende raccogliere capitale nelle prime fasi della sua vita per sviluppare una significativa innovazione) non si basa soltanto sul Piano di Business, per quanto bene esso possa essere stato ideato.

Basandosi sull'assunto che soltanto una bassissima percentuale delle Startup realizza davvero la crescita dei ricavi e i guadagni previsti nel business plan, occorre temperare -ai fini della valutazione- le proiezioni finanziarie che derivano dal Piano per la valutazione (in quanto è molto probabile che si tratti di numeri poco realistici) con altri metodi di stima del valore, basati su quello che c'è già oggi. Stiamo parlando del cosiddetto **“Metodo Berkus”** dal nome di chi lo ha proposto per primo.

Egli ritiene che per valutare correttamente una startup sia necessario dare un valore economico a quei fattori che sono già inseriti nella Startup al momento della sua partenza e che, qualora risultino ampiamente positivi, ne riducano il rischio di fallimento. I 5 fattori di rischio per le startup secondo Berkus sono:

- Proposta di Valore (Basic Value, ovvero Rischio prodotto)
- Prototipo Funzionante (Technology, ovvero rischio tecnologico)
- Qualità Manageriali del team (Execution, ovvero rischio di esecuzione)
- Prodotto lanciato e/o venduto (Production and Sales, ovvero rischio relativo alla capacità effettiva di produrre e vendere)
- Relazioni strategiche (Market, ovvero rischio di mercato e relativo alla concorrenza).

A ciascuno di questi elementi si attribuisce un valore attuale (tipicamente 1/2 milione di Euro in caso di pieni voti per ciascuna categoria) ovvero un fattore di rischio.

Ciò significherebbe che il valore di partenza di un'iniziativa che ancora non fattura niente può andare da un minimo di 0,5 milioni ad un massimo di 2,5 milioni. Ovviamente ci sono Startup che, specialmente nelle elevate tecnologie e nel medicale, valgono -già in partenza- infinitamente di più, in funzione del valore del brevetto, o della tecnologia oppure di determinate privative di mercato (accordi esclusivi, joint venture, diritti di opzione così

via).

Evidentemente in questi ultimi casi bisognerebbe riuscire ad attribuire un valore patrimoniale agli elementi suddetti apportati alla Startup e i valori risultanti dal metodo Berkus essere piuttosto considerati come valore dell' "avviamento" al tempo zero, cui sommare il valore risultante dai suddetti elementi patrimoniali (anche immateriali).

Una seconda "check-list" può derivare dal fornire un peso massimo ai suddetti fattori di rischio per compilare una "tabella punti" (**Scorecard**) da utilizzare, ad esempio, per moderare il valore risultante dal cosiddetto "metodo del venture capital".

I parametri principali del metodo Scorecard, in ordine di importanza e con il loro rispettivo peso, sono normalmente:

- Forza del Team (da 0 al 30%)
- Dimensione del Mercato (da 0 al 25%)
- Prodotto/Tecnologia (da 0 al 15%)
- Vendite/Marketing (da 0 al 10%)
- Contesto Competitivo (da 0 al 10%)
- Necessità di Ulteriori Investimenti (da 0 al 5%)
- Miscellanea (da 0 al 5%)

Il totale delle percentuali realizzate costituisce la percentuale di valore prudentemente applicabile al valore risultante da altri metodi complessivi, in funzione dei fattori di rischio percepiti.

Stefano di Tommaso