

La bancabilità delle start-up

Start-up bankability

Roberto Moro Visconti, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano

Keywords

Patrimonio netto monetario, market traction, cash runway, bridge financing, private equity, venture capital

Jel codes

G21, G24, M13

Nei primi anni della loro vita, le start-up sono tipicamente prive di indebitamento, non essendo in grado di generare flussi di cassa positivi o di concedere garanzie adeguate. Il capitale raccolto risulta pertanto riferibile al patrimonio netto (equity), che rappresenta il serbatoio di cassa che consente alle start-up di sopravvivere sino a quando maturano un surplus di liquidità. Quando una start-up raggiunge la sua maturità e il break-even finanziario, grazie anche alla finanza ponte di intermediari specializzati (venture capital, private equity, finanza agevolata), può iniziare a indebitarsi. Ciò rappresenta un importante traguardo, riservato alle scale-up che sopravvivono alla selezione darwiniana, oltrepassando la «valle della morte» (che comporta l'azzeramento della liquidità e del patrimonio netto).

In the early years of their life, start-ups are typically debt-free, being unable to generate positive cash flows or grant adequate guarantees. The raised capital is attributable to equity, which represents the cash reservoir that allows start-ups to survive till a surplus of liquidity accrues. When a start-up reaches its maturity and financial break-even, thanks also to the bridging finance provided by specialized intermediaries (venture capital, private equity, subsidized finance) it can begin to get into debt. This represents an important milestone, reserved for scale-ups that survive the Darwinian selection, crossing the «Death Valley» (which involves a cash and equity burnout).

I. Introduzione

Le start-up nascono tipicamente prive di indebitamento, non essendo in grado di generare, nella fase iniziale della loro esistenza, flussi di cassa positivi o di concedere adeguate garanzie¹ al settore bancario. Il capitale raccolto coincide in via esclusiva con il patrimonio netto (equity), che rappresenta (nella sua accezione monetaria, evidenziata infra, nel sottoparagrafo «Patrimonio netto monetario») il serbatoio di cassa che consente alle start-up di sopravvivere sino a quando emerge un surplus di liquidità che consente di accedere all'indebitamento esterno.

Le previsioni relative ai flussi di cassa appaiono in tale ambito cruciali, al fine di stimare il break-even finanziario (runway cash flow, esaminato nel sottoparagrafo «Cash runway e pianificazione della liquidità»), combinando

l'Ebitda/Mol² generato (o assorbito) dalla start-up con le variazioni di circolante e gli investimenti in immobilizzazioni (Capex).

L'assenza di indebitamento nella fase embrionale delle start-up comporta che il costo-opportunità del capitale coincida con quello del capitale proprio³. In termini contabili, l'Ebit (risultato operativo) tende a coincidere con il risultato netto del conto economico (in assenza degli interessi passivi correlati ai debiti e delle imposte, a causa della base imponibile negativa), e il flusso di cassa operativo con il flusso di cassa netto. Quando una start-up raggiunge la sua maturità e il break-even finanziario, può iniziare a indebitarsi, aumentando la sua leva finanziaria. Ciò rappresenta un importante traguardo, che può essere raggiunto soltanto dalle start-up che sopravvivono alla selezione darwiniana, oltrepassando la «valle della morte» (che comporta l'azzeramento della li-

¹ Mancano infatti nelle start-up le tradizionali garanzie cash flow based, come anticipato, e asset based, in assenza di attività «collateralizzabili». Anche il pegno su quote risulta di scarso interesse per i creditori finanziari.

² L'«Earning Before Interests, Depreciation and Amortisation Taxes» o Margine Operativo Lordo esprime, simultaneamente, un flusso e un margine sia economico sia finanziario, essendo ricavabile, contabilmente, dalla differenza tra ricavi operativi monetari e costi operativi monetari. Si tratta, in sostanza, della liquidità generata (o assorbita, se di segno negativo) dal conto economico.

³ Ciò in quanto l'intero capitale raccolto (corrispondente alle passività) coincide con il patrimonio netto, in assenza di indebitamento finanziario e riclassificando i debiti commerciali nel circolante riportato tra le attività (capitale investito). Si veda la figura 2.