

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 11 – Novembre 2023

Opzioni di sviluppo

Nei settori caratterizzati da elevata incertezza non è infrequente verificare che il prezzo riconosciuto per l'acquisto di un'azienda sia significativamente superiore al valore che alla stessa azienda sarebbe naturale attribuire sulla base di una valutazione *stand alone*. La ragione è dovuta alla presenza di opzioni di sviluppo, ossia di finestre di opportunità che l'acquirente strategico intende assicurarsi in contesti dove la rapidità è una nuova dimensione del competere. Le opzioni di sviluppo, contrariamente a quanto si sarebbe portati a credere, non sono generiche potenzialità future, ma opportunità di investimento uniche che, nello stato corrente, non sono ancora convenienti, ma che potrebbero diventarlo al modificarsi di alcune condizioni di ambiente.

Per descrivere un'opzione di sviluppo può essere utile far riferimento ad un giacimento petrolifero per il quale il costo di estrazione è oggi superiore alla quotazione del greggio, ma che all'aumentare del prezzo al barile potrebbe diventare conveniente. Le opzioni di sviluppo per una generica impresa sono come le riserve petrolifere non sfruttate per un'azienda petrolifera. Riserve di valore perché nel futuro potranno generare reddito e perché rappresentano opportunità di sfruttamento di proprietà esclusiva dell'azienda che le possiede.

Poiché l'aumento della volatilità delle condizioni di ambiente e l'accelerazione della dinamica competitiva rappresentano tendenze ormai in essere da molti anni, le opzioni di sviluppo sono diventate importanti fonti di valore in molti settori. Naturalmente si tratta di potenzialità e non di valori in atto, che tuttavia un acquirente strategico può essere disposto a riconoscere nel prezzo di acquisto.

Vediamo quando ed a quali condizioni.

Le opzioni non sono generiche potenzialità

La differenza fra un'opzione di sviluppo ed una generica potenzialità di crescita consiste nel fatto che la prima può essere sfruttata solo da chi la possiede, mentre la seconda è contendibile. Qualunque concorrente può cogliere opportunità che il mercato dischiude. Nessun concorrente può invece sfruttare l'opzione di sviluppare un prodotto complementare a quello della specifica impresa o di usare la tecnologia dell'impresa in un campo affine o di usare lo specifico brand in un nuovo mercato. In linea di principio una sana gestione dovrebbe sempre fondarsi su due pilastri: la valorizzazione dell'esistente e la continua ricerca di fonti di vantaggio competitivo per il futuro, attraverso nuovi prototipi di prodotto, nuove modalità di offerta, nuovi mercati, ecc.. Alcune opzioni di sviluppo risiedono proprio nella *pipeline* di iniziative nuove che l'azienda si predispone a lanciare al verificarsi di mutate condizioni di ambiente, quali: cambiamenti negli stili di vita dei consumatori, discontinuità tecnologiche, confusione di prezzi relativi, ecc.

Tuttavia, non tutte le nuove iniziative sono opzioni di sviluppo. Anche quando coltivate nella prospettiva di sfruttarne il potenziale futuro, molte di esse sono ancora in uno stadio embrionale, altre sono facilmente imitabili (e quindi contendibili), altre risultano ancora troppo diseconomiche.

Cosa dà valore alle opzioni

Il valore delle opzioni di sviluppo è la risultante di due addendi e di due minuendi.

Il primo addendo riguarda l'imprevedibilità delle condizioni di ambiente. Le opzioni di sviluppo infatti hanno valore in quanto permettano a chi le possiede di trovarsi nella condizione giusta al momento giusto, quando invece la concorrenza dovrà ancora attrezzarsi. Le opzioni di sviluppo hanno dunque valore se sono in grado di garantire il vantaggio del *first mover*, al verificarsi di condizioni di ambiente non prevedibili, ma possibili.

Il secondo addendo riguarda la flessibilità che le opzioni di sviluppo garantiscono all'impresa che le detiene. La possibilità di decidere se effettuare o meno un investimento quando le condizioni di mercato saranno più chiare senza perdere ricavi, può avere un enorme valore, se l'opzione di sviluppo consente di accorciare il *time to market*.

Le opzioni di sviluppo hanno anche due sottraendi di valore.

Infatti, le opzioni di sviluppo (al contrario dei giacimenti petroliferi) hanno in genere un tempo di vita oltre il quale non sono più in grado di conferire a chi le esercita un vantaggio competitivo. Le opzioni di sviluppo – in quanto opportunità - appassiscono e dunque il loro valore si riduce fino ad azzerarsi, via via che il tempo passa e non vengono esercitate (perché le condizioni di ambiente che le renderebbero convenienti non si sono ancora realizzate).

Infine, le opzioni di sviluppo per poter essere sfruttate richiedono investimenti e quanto maggiore è l'investimento necessario per esercitarle, tanto minore è il loro valore.

Le opzioni di sviluppo inconsapevoli

Vi sono aziende che dispongono di opzioni di sviluppo che eccedono le loro capacità di sfruttarle. Molti marchi del Made in Italy sono stati acquistati da multinazionali di grandi dimensioni che ne hanno poi effettuato uno sfruttamento a livello internazionale che non solo era precluso all'azienda di origine (per la scala degli investimenti necessari, per la rete distributiva necessaria, ecc.) ma che era anche impensabile per l'originario imprenditore.

Quando in un ristorante di Hong Kong viene servita una bottiglia di acqua minerale San Pellegrino, si può rimanere stupiti (chi mai avrebbe detto che i costi di trasporto avrebbero permesso di guadagnare dalla vendita di una bottiglia di acqua minerale dall'altro capo del globo), ma è la migliore evidenza di condizioni di ambiente (logistica, sviluppo della ristorazione di eccellenza, ecc.) che hanno reso possibile ciò che solo fino qualche anno fa era... imprevedibile. Ma, come si è detto, l'imprevedibilità è un addendo di valore delle opzioni di sviluppo.

Molte aziende nascondono opzioni di sviluppo di cui il management non è consapevole. Lo sfruttamento da parte della Fiat del marchio 500, dopo anni di totale abbandono, è un esempio di opzione di sviluppo di cui il management ha acquisito consapevolezza solo dopo molto tempo. Nel caso di Fiat è la stessa casa automobilistica che ha acquisito consapevolezza dell'opzione implicita nello sviluppo di un proprio marchio, nel caso di Rover – la società che deteneva il marchio dormiente MINI - è stato invece il concorrente BMW ad intuirne il potenziale di sviluppo e a sfruttarlo (dopo aver liquidato tutte le altre attività di Rover).

Può accadere così che nella *pipeline* di nuove iniziative non vi sia nessuna opzione di sviluppo (troppo acerbe, troppo costose, troppo complesse), mentre altre opzioni sono nascoste negli *asset* dormienti (non sfruttati) di cui dispone l'azienda.

Quando e come le opzioni di sviluppo concorrono a formare il prezzo dell'azienda

La disponibilità di un acquirente strategico a riconoscere nel prezzo di acquisto un premio per opzioni di sviluppo è funzione di due principali circostanze: la consonanza

fra l'opzione di sviluppo e la strategia dell'impresa acquirente (*strategic fit*) e la consapevolezza da parte di quest'ultima del rischio di arretrare competitivamente al mutare delle condizioni di ambiente in assenza di adeguate opzioni di sviluppo (*momentum investor*).

Naturalmente, poiché le opzioni di sviluppo non rappresentano valori in atto, ma potenzialità che potrebbero perdere per intero il loro valore qualora non si verificassero le condizioni di ambiente in grado di renderne conveniente l'esercizio, l'acquirente è in genere molto cauto nel riconoscerle nel prezzo di acquisto.

Tuttavia, nella nostra esperienza tre aspetti possono favorire il riconoscimento di opzioni di sviluppo nel prezzo di acquisto:

- a) la identificazione e la valutazione, da parte del venditore, delle vere opzioni di sviluppo di cui l'azienda dispone (sia coltivate di recente, sia dormienti);
- b) la identificazione dei potenziali acquirenti con il migliore *strategic fit* e l'organizzazione di un processo di vendita in grado di mettere in competizione fra loro più acquirenti strategici (accrescendo il rischio per ciascuno di essi di non riuscire a competere con il concorrente che avesse acquisito l'opzione, al mutare delle condizioni di ambiente);
- c) il meccanismo di formazione del prezzo di vendita che può prevedere l'inserimento di clausole di adeguamento prezzo al verificarsi di certe condizioni in grado di rendere convenienti le opzioni di sviluppo.

Conclusioni

Le opzioni di sviluppo sono una componente di valore potenziale che un adeguato processo di vendita può valorizzare.

Le opzioni di sviluppo non sono generiche potenzialità, né embrioni di nuove iniziative, ma concrete opportunità di investimento in grado di generare valore al verificarsi di certe condizioni di ambiente. Alcuni imprenditori sopravvalutano le opzioni di sviluppo di cui la loro azienda dispone, altri invece non sono consapevoli di disporre di opzioni dormienti con alto valore potenziale.

Nella nostra esperienza è molto raro che un'azienda disponga di più di una o due opzioni di sviluppo. Ancora più raro che le sappia valutare e valorizzare.

La presenza di opzioni di sviluppo dischiude invece importanti possibili percorsi di valorizzazione dell'azienda, attraverso cessioni, alleanze, fusioni, e più in generale attraverso operazioni di scambio, che invece la gestione isolata dell'azienda nella semplice prospettiva d'uso non consente di catturare.

ACB Valutazioni

Chi siamo

ACB Valutazioni è una società neocostituita che unisce le competenze del Prof. Mauro Bini con quelle dei titolari di 12 studi professionali di commercialisti di grande rilevanza a livello nazionale tutti con più di 30 anni di esperienza (veterani), dedicata alle valutazioni ed alle attività complementari alle valutazioni (riorganizzazioni societarie e ristrutturazioni fiscali, due diligence, attestazioni di piani, ecc.). La missione di ACB Valutazioni consiste nel colmare un vuoto di offerta nel nostro paese nelle valutazioni di alta qualità da parte di soggetti indipendenti, coniugando fra loro tre elementi qualificanti: le competenze *best in class* nel campo delle valutazioni, anni di esperienza di professionisti qualificati nella soluzione di problemi societari complessi e l'energia imprenditoriale di una struttura societaria.

Come lavoriamo

ACB Valutazioni assiste le aziende in tutti i percorsi di crescita esterna, di razionalizzazione della compagine azionaria, di cambio di governance, di vendita, di aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione. Partiamo dall'analisi fondamentale dell'azienda, individuiamo i percorsi in grado di valorizzarla al meglio in relazione agli scopi del management e forniamo assistenza qualificata in tutte le fasi dei processi di acquisto, di vendita, di ricapitalizzazione.

La nostra peculiarità è che utilizziamo solo professionisti senior, perché crediamo che quando la posta in gioco è alta non ci sia nulla di più pericoloso di un ventiquattrenne con un foglio di excel !

Nel caso non si voglia più ricevere la presente newsletter è sufficiente inviare una email a info@acb-valutazioni.it indicando nel campo oggetto «disiscriviti».