

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 16 – Aprile 2024

Tagliare e generare valore

Nessuno può dubitare che il vantaggio competitivo rappresenti uno dei principali *driver* di valore di un'azienda, ma molti interpretano il vantaggio competitivo semplicemente in termini di migliori performance rispetto alla concorrenza. In questa prospettiva, godrebbe di un vantaggio competitivo l'azienda in grado di realizzare maggiore crescita dei ricavi o di guadagnare maggiori quote di mercato. In realtà il vantaggio competitivo non riguarda solo la performance delle imprese relativamente ai loro concorrenti, quanto piuttosto rispetto al mercato finanziario. Infatti, vantaggio competitivo significa *in primis* generazione di valore, ossia capacità di garantire una redditività prospettica superiore al rendimento che si potrebbe trarre sul mercato finanziario da investimenti alternativi di pari rischio (ciò che in gergo viene definito costo del capitale). L'impresa che genera valore compete con i propri concorrenti sui mercati reali (dei propri prodotti e servizi) nella generazione di ricavi e redditi, ma nella generazione di valore è anche in competizione con i mercati finanziari che offrono un vasto menù di investimenti alternativi di pari rischio alla cui remunerazione l'azienda deve adeguarsi.

Vi sono settori nei quali anche le migliori imprese non riescono a garantire al capitale investito una redditività allineata al costo del capitale. Semplicemente perché successo commerciale non significa necessariamente generazione di valore. Imprese che sacrificano la redditività per guadagnare quote di mercato, per diversificare la loro attività, o semplicemente per crescere dimensionalmente finiscono per sotto remunerare il capitale investito ed i rischi cui si espongono. Porter ha definito queste imprese i "cretini" di settore. Soggetti che per correggere scelte sbagliate che hanno distrutto valore della propria impresa, finiscono per distruggere il valore di tutto il settore, attraverso guerre di prezzo che costringono la concorrenza a reagire in una continua spirale al ribasso.

Evitare la distruzione di valore richiede saggezza, che si traduce spesso nell'esigenza di tagliare, razionalizzare, "potare" invece di crescere a qualunque costo.

Valore e redditività

Trascurare il costo del capitale porta a decisioni errate.

Prendiamo il caso di un'azienda che si limita a valutare i progetti di investimento sulla base dei loro effetti sulla capacità di reddito prospettico. L'azienda si limita a confrontare due scenari alternativi: lo scenario senza investimento e lo scenario con l'investimento. Se il reddito atteso nello scenario con l'investimento è più elevato, l'investimento va realizzato altrimenti va rifiutato. Questo criterio, molto diffuso nella pratica, porta facilmente a distruggere valore. Vediamo perché.

Ipotizziamo che l'azienda ante investimento abbia un ROI del 2% ed abbia l'opportunità di realizzare un nuovo investimento con un ROI del 6%. Se con l'investimento l'azienda raddoppia il capitale investito che passa da 100 a 200, il ROI dell'azienda post investimento raggiunge il 4% [= (2% + 6%)/2]. Tuttavia, se il costo del capitale dell'azienda è pari all'8% l'investimento distrugge valore, a prescindere dal fatto che aumenti il ROI. Per ricavare una redditività dell'8% da un'azienda in grado di generare un ROI del 4%, gli investitori riconosceranno un valore dell'azienda pari alla metà del capitale investito. Infatti, con un capitale investito di 200 (100 originari + 100 del nuovo investimento) ed un reddito atteso pari a 8 (=4% x 200), solo riconoscendo un valore dell'azienda pari a 100 un investitore può estrarre un rendimento dal suo investimento dell'8% (infatti 8/100 = 8%). Con buona pace del criterio dell'incremento di reddito per valutare la convenienza all'investimento.

Parità competitiva

Dunque, se il mercato finanziario offre rendimenti pari all'8% per investimenti alternativi di pari rischio, solo l'azienda in grado di generare prospetticamente un ROI pari all'8% vedrà riconosciuto nel valore di mercato il capitale che è stato investito nell'azienda stessa. La condizione di allineamento della redditività prospettica dell'azienda al costo del capitale è definita "parità competitiva". È la linea del Piave della redditività aziendale, sotto la quale l'azienda distrugge valore e compromette il suo destino.

Poiché la parità competitiva riguarda il confronto fra la redditività prospettica dell'azienda ed il rendimento richiesto dal mercato finanziario è frequente che la redditività prospettica venga (anche involontariamente) sopravvalutata, illudendo di non distruggere valore. Illusione destinata a scomparire quando – proprio a causa del valore distrutto – l'azienda non ha più risorse per fare investimenti, non ha più capacità di credito per rinnovare cespiti, non è più in grado di innovare e di competere.

Nella nostra esperienza l'illusione nasce da:

- eccessiva fiducia nelle stime: ossia sopravvalutazione del potenziale di crescita dell'azienda e sistematica sottovalutazione dei rischi associati;
- eccessiva fiducia nella storia: ossia pianificazione per estrapolazione che ignora o sottovaluta discontinuità;
- eccessiva semplificazione: ossia pianificazione fondata su scenari che trascurano le azioni e le reazioni dei concorrenti;
- sovrastima dei vantaggi degli investimenti: ossia previsioni che sottovalutano i rischi delle nuove iniziative.
- influenze emotive o personali: ossia la convinzione che l'azienda tornerà ai fasti del passato.

Prendere atto di una capacità di reddito corrente inferiore al costo del capitale, evita illusioni e favorisce un approccio costruttivo, finalizzato ad individuare le soluzioni che è necessario adottare per fermare l'emorragia di valore e porre le premesse per generare nuovo valore.

Invece di costruire piani ottimistici fondati su crescita di ricavi e di redditi è molto più utile ricercare le vie per aumentare la redditività riducendo il capitale investito e/o i rischi cui l'azienda è esposta. *Downsizing* e *derisking* sono le parole chiave per riguadagnare rapidamente la parità competitiva. Gli strumenti più usati per realizzarli sono la razionalizzazione, la scissione e la successiva vendita dei rami a redditività più contenuta (o in perdita). Si tratta di calibrare le attività ed i rischi dell'azienda intorno alla capacità di reddito del suo business principale, tagliando ciò che stratificandosi nel tempo ha diluito la redditività. Se un'azienda con un capitale investito di 100 e senza prospettive di crescita ha una capacità di reddito normale pari ad 8 ed un costo del capitale del 10%, distrugge valore, perché il suo valore è pari ad 80 (8/10%). Tuttavia, se l'azienda attraverso una severa razionalizzazione potesse ridurre il capitale investito del 30%, perdendo solo il 10% della capacità di reddito e riducendo significativamente i rischi cui è esposta (con l'effetto di portare il costo del capitale al 7%), finirebbe con l'avere:

- un reddito normale pari a 7,2 [=8 x (1-10%)];
- un costo del capitale pari all'7%;
- un capitale investito pari a 70 [=100 x (1-30%)];
- una redditività (ROI) pari al 10,3% (superiore al costo del capitale);
- un valore pari a 103 (+23 di valore), pari a 7,2/7%

L'azienda da distruttrice di valore (-20) diventerebbe creatrice di valore (+23, rispetto al valore ante strategia di 80). Anche se la riduzione di capitale investito comportasse minusvalenze - ad esempio pari a 10 -sarebbe comunque in grado di generare più del doppio di valore (23 vs.10).

Ridurre i rischi

Il costo del capitale si compone di due elementi: il tasso di rendimento privo di rischio ed il premio per il rischio. Il premio per il rischio è funzione della volatilità dei redditi indotta dalla dinamica del ciclo economico. Adottare una strategia di *derisking* richiede una attenta comprensione della relazione fra costo del capitale e rischi cui l'impresa è esposta.

Un esempio può aiutare. Un'azienda intende aumentare la propria capacità produttiva, tuttavia è indecisa se realizzare un nuovo stabilimento o acquistare lo stabilimento di un concorrente. Realizzare un nuovo stabilimento significa accrescere la capacità produttiva (ed i costi fissi) di settore, mentre acquistare un concorrente significa mantenere inalterata la capacità produttiva di settore. Il rischio dell'investimento nel nuovo stabilimento è maggiore del rischio dell'investimento nello stabilimento del concorrente, conseguentemente anche il costo del capitale è diverso. Realizzare un nuovo stabilimento obbliga a guadagnare quote di mercato a spese dei concorrenti; non così l'acquisto del concorrente.

Il costo del capitale non è quindi indipendente dalle scelte d'impresa. Muta in relazione al profilo di rischio delle attività/business/investimenti, perché il mercato finanziario richiede rendimenti allineati ad alternative di investimento di pari rischio. Molte imprese ritengono di mantenere la parità competitiva semplicemente conservando nel tempo la stessa redditività mentre invece distruggono valore perché per generare quei redditi si espongono a rischi via via maggiori.

* * * *

La generazione di valore si fonda su una redditività superiore al costo del capitale, non su una crescita più rapida dei concorrenti (in termini di ricavi, di capitale investito, ecc.). Infatti, mentre la crescita dimensionale spesso diluisce la redditività e distrugge valore, adottare una strategia contraria fondata sulla riduzione:

- a) del capitale investito più che proporzionale rispetto al reddito (*downsizing*);
- b) dell'esposizione dell'impresa ai rischi di natura sistematica (*derisking*);

non solo genera valore, ma pone le basi per una crescita di valore sostenibile nel tempo.

Proprio come il buon contadino che ogni primavera pota le piante del suo orto e le protegge dalla grandine o come il buon padre di famiglia che cura l'attività fisica per perdere peso e ridurre i rischi di cardiopatie.

Razionalizzare il portafoglio prodotti, tagliare le relazioni con clienti che non generano reddito adeguato, efficientare il capitale circolante, ridurre la diversificazione riorientandosi sul *core business*, realizzare scissioni e successive cessioni sono le soluzioni in grado di realizzare *downsizing* e *derisking*.

ACB Valutazioni

Chi siamo

ACB Valutazioni è una società 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 del non avvalersi di un team altamente esperto!

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».