

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 3 – Febbraio 2023

Modello di business e valore d'azienda

Nella valutazione d'azienda il modello di business ha assunto importanza crescente perché in molti settori rappresenta la principale fonte di vantaggio competitivo e di performance d'impresa. Non è un caso che le aziende in declino si caratterizzino in genere per modelli di business obsoleti. Ma cosa si intende per “modello di business”?

Il modello di business identifica come l'azienda crea valore per il cliente ed in particolare le attività che l'azienda presidia per realizzare il prodotto o il servizio richiesto.

Uber o FlixBus rinunciano a svolgere direttamente il servizio di trasporto (il proprietario del mezzo è il conducente), mentre si concentrano sui servizi di prenotazione, rating, pagamento, fatturazione. Il risultato è un capitale investito molto contenuto ed un ROIC (*Return on Invested Capital*) straordinariamente elevato. All'opposto ci sono modelli di business il cui successo si fonda sullo svolgimento in forma integrata e diretta di tutte le fasi della catena del valore. Il settore del lusso ed il caso di LVMH, verticalmente integrato dalla produzione alla vendita attraverso propri DOS (*Directly Operated Stores*), ne è forse l'esempio più evidente.

Si è portati a pensare che il modello di business sia definito dal settore di appartenenza. Ed in effetti un tempo era così: il ciclo produttivo, la logistica, la dimensione più limitata dei mercati di riferimento, ecc. obbligavano le aziende dello stesso settore a svolgere più o meno le stesse attività. La differenza fra concorrenti era determinata dalla dimensione (la *size*), dal vantaggio di localizzazione (distretti) o di relazione. Progressivamente la principale fonte di differenziazione è diventata invece il modello di business: nella stessa arena competitiva si confrontano imprese che, presidiando attività diverse, sono in grado di formulare proposte commerciali diverse. Una prova di ciò può essere desunta dal diverso peso che le diverse categorie di attività (crediti, magazzino, impianti e macchinari, intangibili) assumono nei bilanci di aziende che competono nella stessa arena competitiva. Si noteranno differenze sorprendenti, perché modelli di business diversi si accompagnano ad intensità e strutture del capitale diverse.

Il settore di appartenenza non definisce più come l'impresa debba essere, vi sono molti modi diversi di fare impresa e la capacità dell'impresa di muoversi lungo la catena del valore – delegando alcune attività e concentrandosi su altre - è diventata la vera fonte di vantaggio competitivo.

La competizione fra modelli di business genera conseguenze nuove. Una delle principali conseguenze è la migrazione di valore.

Migrazione di Valore

È un fenomeno relativamente recente che ha registrato una fortissima accelerazione e che presenta caratteri distintivi rispetto ai ben più noti fenomeni di creazione e di distruzione di valore, che sono frutto della competizione tradizionale fra imprese dello

stesso settore che determina vincenti e perdenti. Nel caso della migrazione di valore, invece, le imprese che guadagnano e che perdono valore non sono concorrenti diretti. Sono imprese che presidiano altre fasi della catena del valore. Si pensi al caso delle telecomunicazioni, dove la connettività ha perso valore a vantaggio dei contenuti. Ciò accade perché i consumatori destinano sempre la stessa quota di spesa all'*entertainment* – in Europa il 3% circa della spesa delle famiglie - ma di fronte alla crescente offerta di contenuti sono sempre meno disposti a spendere in connettività per lasciare spazio all'acquisto di maggiori contenuti. Ciò che si risparmia in connettività lo si spende in contenuti. La conseguenza dal lato dell'offerta è che le aziende di telecomunicazioni devono effettuare gli investimenti per migliorare la connettività (Fibra, 5G) richiesta dai clienti per fruire di contenuti di qualità, ma sono poi le società che veicolano contenuti (gli OTT- Over The Top come Netflix, Disney, ecc.) a godere dei benefici di quegli investimenti.

La migrazione di valore è indotta da un cambiamento dell'ordine di priorità di spesa della clientela (a seguito di modifiche nei modelli di consumo, nella fruizione di servizi o prodotti, ecc.) che finisce per premiare alcune attività rispetto ad altre. Il rischio maggiore per le imprese spogliate di valore consiste nel tentare di opporsi agli effetti della migrazione, intensificando gli investimenti nella direzione sbagliata, senza agire sul modello di business. Con l'effetto di aggiungere alla spoliatura di valore, anche distruzione di valore per l'incapacità di remunerare a sufficienza gli investimenti.

Rivalità competitiva

La rivalità competitiva è quasi sempre percepita in termini di competizione di prezzo. Tuttavia, la competizione di prezzo è spesso la conseguenza di un progressivo invecchiamento del modello di business. Le imprese con modelli di business obsoleti possono competere solo sul prezzo, non hanno altra arma. Ma a quel punto la lotta competitiva è per la sopravvivenza, non per un'adeguata remunerazione del capitale.

Per molti anni, tante imprese del nostro paese hanno fatto dell'imitazione di prodotto o servizio la principale strategia competitiva. L'imitazione evita i rischi del pioniere e consente di sfruttare la scia di domanda che il pioniere – quando ha successo - non riesce a soddisfare. Ora, tuttavia, l'imitazione non è più sufficiente. Su Amazon compriamo gli stessi prodotti che troviamo nei negozi tradizionali, ma con maggiore facilità e comodità di acquisto. Per molte categorie merceologiche, la decisione del consumatore si gioca più sul canale che non sul prodotto. Il prodotto è *commodity* ed è il canale a differenziare il prodotto. Un grande maestro di economia aziendale (Ugo Caprara) già più di 70 anni or sono infatti scriveva “non si negoziano beni, ma condizioni economiche”. Non si acquistano prodotti, ma prodotti a certe condizioni, in certe modalità, con certi servizi, ecc. La differenza risiede nel modello di business.

Imitare i modelli di business è molto difficile, perché non sono sufficienti, risorse e capacità, ma occorrono competenze chiave. Le competenze che garantiscono il vantaggio competitivo.

Modello di business, vantaggio competitivo

Il vantaggio competitivo non è la capacità di performare meglio dei concorrenti, ma la capacità di ricavare una remunerazione superiore al costo del capitale. Molte imprese che performano meglio dei concorrenti non creano valore, altre addirittura lo

distruggono. Perché il modello di business si trasformi in vantaggio competitivo occorre che le competenze chiave rispondano a quattro requisiti principali, ossia devono:

- 1) creare valore per il cliente;
- 2) essere rare;
- 3) difficilmente imitabili dai concorrenti;
- 4) non sostituibili con altre strategicamente equivalenti.

Molte volte il management confonde le risorse e le capacità con le competenze chiave, non comprendendo che le risorse e le capacità sono riproducibili da chiunque, mentre le competenze chiave sono l'unica vera fonte di vantaggio competitivo. Altre volte l'impresa ha risorse chiave e non sa di averle. Molte aziende straniere quotate, che hanno acquistato aziende domestiche, all'annuncio dell'operazione hanno registrato vistosi incrementi delle quotazioni, segno che il prezzo di acquisto avrebbe potuto essere anche molto superiore. Senza un'adeguata rappresentazione delle competenze chiave è molto difficile valorizzare al meglio l'azienda nei processi di vendita.

Modello di business e parità competitiva

Quando lavorare sodo a testa bassa non è sufficiente a mantenere la parità competitiva (redditività del capitale allineata al costo del capitale) è tempo di ripensare al modello di business o al futuro dell'azienda.

Nella nostra esperienza, anche aziende prive di competenze chiave, possono essere dotate di risorse e di capacità di grande interesse di potenziali acquirenti. La concorrenza fra modelli di business ha infatti reso la velocità una nuova dimensione della concorrenza e la velocità impone anche a chi dispone di competenze chiave, di dotarsi di risorse e di capacità in tempi rapidi, per sfruttare al meglio le competenze stesse. Ciò può favorire il riconoscimento di premi importanti da parte di acquirenti interessati all'acquisizione della target anche quando non disponga di specifiche competenze chiave, ma di risorse e capacità pro-tempore necessarie allo *strategic buyer*. Ma può anche favorire l'acquisto di partecipazioni di minoranza da parte di *strategic buyer* interessati all'accesso a risorse e capacità altrimenti irrimediabili in tempi rapidi.

Concludendo

In sintesi, qualunque percorso di valorizzazione d'azienda richiede una adeguata rappresentazione del modello di business dell'azienda stessa ed un'adeguata conoscenza del modello di business dei potenziali acquirenti. Poiché tuttavia le finestre di opportunità legate all'incrocio di domanda e di offerta di risorse, di capacità e di competenze chiave si aprono all'improvviso e si chiudono altrettanto rapidamente, bisogna farsi trovare preparati.

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, dedicata alle valutazioni ed alle attività complementari alle valutazioni. 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!

MODULO DI ISCRIZIONE ALLA NEWSLETTER

Per ricevere direttamente la newsletter mensile "Idee di Valore" e altre informazioni riguardanti il mondo delle valutazioni potete registrarvi al seguente link

<https://mailchi.mp/acb-valutazioni/iscriviti>