

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 18 – Giugno 2024

Durata del vantaggio competitivo

La maggior parte delle valutazioni d'azienda soffrono del limite di fondarsi sui risultati di piano trascurandone le determinanti. Conseguentemente finiscono per assumere l'ultimo anno di piano come base per la stima del valore terminale. Il limite di questa analisi è evidente. Poiché i piani aziendali proiettano sempre risultati in crescita, più esteso è l'orizzonte di piano maggiore è l'utile dell'ultimo anno e quindi anche il valore terminale. Accade così che valutazioni formalmente ineccepibili, nella sostanza siano prive di senso, in quanto il principale driver di valore è la durata del periodo di piano (sic!). Come se allungando il piano di un'azienda (ad esempio da tre a cinque anni) crescesse anche il valore dell'azienda stessa. L'effetto matematico prevale sull'analisi economica riducendo la valutazione ad un calcolo privo di senso, spacciato per valutazione di qualità.

In realtà il valore è funzione della capacità di reddito prospettica dell'azienda, non della durata del piano. Le determinanti della capacità di reddito sono riconducibili a tre principali fattori: il settore (*industry effect*), le attività detenute dall'impresa (*firm effect*) e la strategia/modello di business (*strategic positioning effect*). Un buon numero di studi suggerisce che in media l'"*industry effect*" spiega fra il 10 ed il 20% della capacità di reddito dell'azienda, mentre il "*firm effect*" spiega fra il 40% ed il 60% e lo "*strategic positioning*" la parte rimanente. I due elementi di fonte aziendale "attività detenute dall'impresa" (*firm effect*) e "strategia/modello di business" (*strategic positioning*) sono strettamente legati fra loro perché una strategia è realizzabile solo in quanto l'azienda disponga delle attività necessarie a realizzarla e che costituiscono le vere leve di valore (*value levers*).

Ma le attività d'impresa come concorrono a formare la capacità di reddito?

Attività strategiche e vantaggio competitivo

Un buon metodo per verificare come le attività concorrano a determinare la capacità di reddito della specifica azienda, consiste nel distinguere il reddito normale dall'extrareddito. Il reddito normale è il reddito che l'impresa deve generare per non distruggere valore di capitale investito, mentre l'extrareddito è il reddito che l'azienda produce grazie al suo vantaggio competitivo. Se l'impresa esaurisce il proprio vantaggio competitivo l'extrareddito si annulla ed il valore dell'azienda – a patto che non generi avviamento negativo - finisce con il coincidere con il valore contabile del patrimonio netto o del capitale investito (in relazione alla valutazione asset side o equity side).

Per distinguere fra reddito normale ed extrareddito è necessario adottare una prospettiva che ipotizza che l'azienda si liberi di tutte le attività iscritte in bilancio. Si tratta di ipotizzare un'azienda che opera senza possedere le attività immobilizzate di cui fa uso, dunque noleggiandole, e senza capitale circolante, smobilizzando tutti i crediti (factoring) ed il magazzino. Questa ipotetica azienda si caratterizzerebbe per un reddito inferiore a quello dell'azienda reale oggetto di valutazione per via dei costi di noleggio e di smobilizzo che nella realtà non deve sostenere, essendo proprietaria delle attività solo figurativamente smobilizzate.

Detraendo dal reddito dell'azienda così come è i costi figurativi di noleggio delle attività immobilizzate e dello smobilizzo del capitale circolante, si ottiene il reddito (residuo) che l'azienda, liberatasi delle attività iscritte in bilancio, produrrebbe grazie alle attività che non sono iscritte in bilancio, ossia gli intangibili formati internamente, quali: brand, tecnologia,

competenze, capitale umano, ecc. Si identifica così il reddito delle attività strategiche di cui l'azienda dispone e che costituiscono la fonte del suo vantaggio competitivo, ma che non sono iscritte in bilancio.

Anche le attività strategiche, come tutte le attività hanno una vita finita e quindi devono essere mantenute e rigenerate nel tempo. La vita utile residua delle attività strategiche definisce la durata del vantaggio competitivo.

Un errore frequente nelle valutazioni fondate su multipli o su DCF (Discounted Cash Flow) consiste nell'ipotizzare implicitamente che il vantaggio competitivo di cui gode l'azienda sia destinato a durare indefinitamente o addirittura ad aumentare, senza alcuna verifica né della effettiva capacità dell'impresa di mantenere indefinitamente tale vantaggio o a coltivarlo né degli investimenti necessari.

Interrogarsi sulla durata del vantaggio competitivo è invece indispensabile per comprendere le vere fonti di valore dell'azienda e quindi per individuare il percorso di analisi valutativa da seguire.

Quando non c'è vantaggio competitivo

L'assenza di vantaggio competitivo si traduce in assenza di extrareddito. Se l'azienda prendesse a noleggio le attività immobilizzate dovrebbe pagare un canone composto di una quota capitale e di una quota interesse. La quota capitale corrisponde all'ammortamento del bene (costo già iscritto in conto economico), mentre la quota interesse esprime la remunerazione del capitale immobilizzato e non è iscritta nel conto economico dell'azienda che possiede le attività immobilizzate. Allo stesso modo smobilizzando il capitale circolante l'azienda deve sostenere un costo pari all'interesse richiesto dal finanziatore (società di factoring, ecc.). Se togliendo dal reddito dell'azienda che possiede le attività la quota interessi dell'ipotetico canone di noleggio delle attività immobilizzate e l'interesse richiesto dal finanziatore per lo smobilizzo del capitale circolante, non rimane alcun reddito residuo significa che l'azienda non gode di alcun vantaggio competitivo.

L'azienda potrebbe anche avere attività strategiche importanti, ma non è in grado di sfruttarle perché a sue mani non generano alcun vantaggio competitivo. In questo caso il valore dell'azienda "as is" (come è) coincide con il valore contabile delle sue attività nette e quindi il criterio di valutazione più semplice è il criterio patrimoniale.

Quando il vantaggio competitivo si esaurisce.

Se invece l'azienda produce extrareddito, occorre interrogarsi se il vantaggio competitivo è destinato ad esaurirsi. Se la fonte del vantaggio competitivo è rappresentata da attività strategiche destinate a consumarsi perché perdono progressivamente efficacia nella generazione di reddito, anche il vantaggio competitivo non può che esaurirsi. Il che significa che le uniche attività che mantengono valore nel tempo sono le attività iscritte in bilancio. Il criterio migliore per valutare l'azienda che esaurisce il proprio vantaggio competitivo consiste nell'adottare un criterio reddituale che assume come valore terminale il valore contabile delle attività o del patrimonio netto (in relazione al fatto che si adotti una valutazione *asset side* o *equity side*).

Il valore dell'azienda è quindi pari alla somma fra: (i) il valore attuale dei redditi generati nel periodo lungo il quale l'azienda progressivamente consuma il valore delle attività non iscritte in bilancio sino ad esaurire il proprio vantaggio competitivo ed (ii) il valore contabile delle attività nette atteso a fine periodo.

Quando il vantaggio competitivo non si esaurisce

Se l'azienda produce extra-reddito e si ritiene che le attività strategiche di cui dispone siano in grado di mantenere questa capacità di extra-reddito nel tempo, l'analisi deve concentrarsi sugli investimenti che l'azienda deve sostenere per mantenere e rinnovare le attività strategiche. Adottando un criterio reddituale ciò significa che ai fini della stima del valore terminale è necessario fare riferimento ad un flusso di risultato normalizzato che rifletta gli investimenti necessari a rigenerare le attività strategiche nel tempo.

Non è tuttavia solo la dimensione degli investimenti a contare, ma anche la loro efficacia. A questo fine è necessario considerare quali siano i vantaggi di cui gode l'impresa grazie alle attività strategiche di cui dispone e quali condizioni rendono efficaci gli investimenti stessi. Nella nostra esperienza i vantaggi competitivi possono trasformarsi in svantaggi quando non c'è una adeguata calibrazione fra investimenti e risultati attesi (in termini di extraredditi), in quanto l'azienda aumenta il capitale investito senza alcun beneficio in termini di capacità di reddito e, come è noto, un business più *capital intensive* a parità di capacità di reddito vale meno rispetto ad un business meno *capital intensive*.

Di seguito sono riportati quattro profili ai quali dedicare attenzione al fine di valutare la sussistenza di condizioni in grado di garantire adeguata efficacia degli investimenti di manutenzione e di rigenerazione delle attività strategiche:

- **Indivisibilità.** L'indivisibilità fa riferimento ai costi fissi di processo e si riferisce alla loro incomprimibilità al di sotto di certi livelli. Nel tentativo di accrescere il vantaggio competitivo, molte aziende finiscono per accrescere i costi fissi in misura sproporzionata rispetto alla capacità del business di sfruttarli.
- **Complessità.** I processi semplici sono facili da imitare e difficilmente costituiscono una fonte di vantaggio competitivo. Tuttavia, processi complessi richiedono *know-how* e capacità di coordinamento e sono fonte di vantaggio competitivo solo quando l'azienda è in grado di gestirne la complessità. Conseguentemente quando le aziende perdono risorse e competenze perdono anche la capacità di mantenere il proprio vantaggio competitivo, nonostante continuino ad investire.
- **Tasso di cambiamento dei costi di processo.** In alcuni settori i costi di processo si riducono nel tempo e le curve di apprendimento costituiscono una importante fonte di vantaggio competitivo. Imprese che rimangono indietro nelle curve di apprendimento rischiano di non riuscire a mantenere il vantaggio competitivo, anche quando cercano di recuperare con maggiori investimenti rispetto al passato.
- **Unicità di risorse.** L'accesso a risorse e capacità uniche al di fuori dell'azienda nella *supply chain* può rappresentare la fonte di vantaggio competitivo di un'azienda, ma spesso le aziende per accrescere le proprie performance comprimono le performance delle aziende a monte e a valle, con l'effetto di perdere progressivamente il vantaggio connesso all'accesso a risorse uniche in termini di capacità, artigianalità, ecc.

In mancanza di coerenza con i quattro profili descritti, maggiori investimenti non significano un più solido vantaggio competitivo, ma al contrario un'accelerazione nel consumo del vantaggio competitivo.

Valutazioni vs. calcoli "valutativi"

Una valutazione che attribuisce elevato peso al valore terminale, attraverso un DCF o che moltiplica il risultato corrente, attraverso i multipli, non può trovare nel piano o nei multipli medi di società comparabili l'unica base informativa di riferimento. È necessaria un'adeguata analisi fondamentale che individui le fonti di vantaggio competitivo e la loro tenuta nel tempo. Qualunque vantaggio competitivo poggia su leve di valore, ossia su attività strategiche che contribuiscono a spiegare il valore dell'azienda in relazione:

- a) Alla loro capacità di generare extra-redditi;

- b) alla loro vita residua;
- c) ai costi di manutenzione e di rigenerazione nel tempo;
- d) alle condizioni necessarie a rendere gli investimenti di manutenzione e di rigenerazione efficaci.

Senza la verifica di queste condizioni le valutazioni finiscono per essere esercizi di calcolo privi di supporto economico.

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».