

**Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 25 – Febbraio 2025**

## **Ridurre il rischio e creare valore**

La competizione riduce la redditività delle imprese, ma ne induce anche il cambiamento. È una forza Darwiniana in grado di selezionare il tessuto delle imprese. Alcune evolvono, altre soccombono. Poche rimangono eguali a sé stesse. Qualunque manager o imprenditore guardando al passato dovrebbe stupirsi di quanto la sua impresa sia cambiata negli ultimi dieci anni. La mancata consapevolezza della trasformazione è dovuta al fatto che le modifiche sono avvenute lentamente, per progressivo adattamento. Infatti, la competizione determina lo stesso effetto che il cambiare dei costumi esercita sulle persone. A quanti di noi è capitato, nel rivedere una vecchia foto di dieci anni fa, di stupirci di come eravamo vestiti, del taglio di capelli, del cellulare che avevamo, ecc. Non c'è solo lo stupore di chi era convinto di non essere cambiato, ma anche la consapevolezza di come saremmo ridicoli oggi se ci presentassimo come allora.

La spinta evolutiva indotta dalla competizione è in grado di spiegare buona parte delle performance aziendali di medio-lungo termine. In media il 50% dei cambiamenti e dei risultati delle imprese è spiegabile sulla base delle dinamiche di settore. È questa, tuttavia, una media alla Trilussa, perché nel caso delle imprese competitivamente più deboli la dinamica settoriale spiega il 100% delle performance di medio termine (nel bene e nel male). La ragione va ricercata nel fatto che un'impresa competitivamente debole è come una barca senza timone. Sono le correnti ed il vento a definirne il destino.

Quando in un consiglio di amministrazione si sentono attribuire alla crescente competizione, al declino della domanda, alle mosse dei concorrenti le ragioni della mancata realizzazione del budget o del piano, dovrebbe sorgere il dubbio di un progressivo indebolimento competitivo dell'azienda. Perché più l'impresa è in balia della competizione, più le cause del mancato raggiungimento degli obiettivi vanno ricercate dentro e non fuori dall'impresa. Verrebbe da citare la nota frase di John Augustus Shedd *“Una barca è più sicura nel porto, ma non è per questo che è stata costruita”*.

L'eccessiva esposizione dell'impresa alle dinamiche settoriali si traduce sempre in minor valore semplicemente perché l'impresa è esposta ad un maggiore rischio, non avendo il controllo del proprio destino. Le barche in porto sembrano tutte simili, ma il valore di una barca è dato dalla capacità di affrontare il mare aperto.

Una via poco conosciuta per creare valore consiste proprio nel ridurre l'esposizione alle dinamiche settoriali avverse. L'effetto può essere sorprendente perché a parità di risultati (Ebitda, Ebit, Utile netto) i multipli applicati possono raddoppiare. Ma come è possibile ridurre il rischio?

### **Ridurre il rischio per creare valore**

Per ridurre il rischio bisogna innanzitutto averne consapevolezza. Il principale ostacolo è un atteggiamento asimmetrico nella lettura dei risultati d'impresa: negli anni buoni, il merito è di scelte aziendali appropriate, negli anni cattivi la causa è la dinamica settoriale avversa. Per le ragioni dette, invece, sono le forze di settore a sospingere l'impresa competitivamente debole sia nel bene sia nel male. L'impresa forte, invece, governa le spinte competitive, adattandosi, evolvendo, prevenendo le fasi avverse. La forza competitiva consente di approfittare delle fasi espansive, limitando i danni di condizioni avverse.

Poiché la competizione è un fenomeno dinamico, la forza competitiva dell'azienda presuppone una spiccata attitudine all'adattamento.

La capacità di adattamento poggia su sei principali competenze chiave, in grado di ridurre significativamente il rischio d'impresa. Si tratta:

1. del mantenere una riserva di capacità di indebitamento non sfruttata;

2. dell'investire continuativamente in ricerca;
3. della capacità di riallocare le risorse (talenti, risorse finanziarie, *know-how*) alle aree/business/mercati/prodotti più remunerativi;
4. della superiore capacità di investimento rispetto ai concorrenti;
5. dello sforzo continuo nel migliorare la produttività;
6. della capacità di innovazione di prodotto/servizio.

Le aziende che presentano queste caratteristiche si caratterizzano per un valore molto più elevato e per maggiori opportunità di creazione di nuovo valore. Infatti, la riduzione del rischio aumentando il valore d'impresa dota l'imprenditore di "carta" di scambio particolarmente vantaggiosa in operazioni di crescita esterna "carta contro carta". Vediamo perché.

### **Minor rischio = crescita esterna più conveniente**

L'esposizione dei risultati aziendali alle dinamiche settoriali è fonte di rischio sistematico. Il rischio sistematico si misura sulla base del coefficiente beta che esprime l'elasticità dei risultati dell'impresa alle condizioni ambientali esterne. I coefficienti beta di norma variano fra 0,5 (basso rischio) e 1,5 (alto rischio). Maggiore è il beta, minore è il multiplo applicabile ai risultati d'impresa. Sulla base dei tassi di interesse correnti, un'azienda con rischio elevato (beta pari a 1,5) potrebbe avere un multiplo "Prezzo/Utile" pari a 7x, mentre un'azienda con un rischio contenuto (beta pari a 0,5) potrebbe avere un multiplo pari a 15x. Ciò significa che riducendo il rischio si può (più che) raddoppiare il valore azionario a parità di utili netti, dischiudendo grandi opportunità di crescita esterna.

Supponiamo che l'azienda Alfa voglia acquisire l'azienda concorrente Gamma. Alfa presenta utili netti pari a 10 e Gamma utili netti di 5. Se le due aziende avessero la stessa esposizione al rischio e le stesse prospettive di crescita, avrebbero anche gli stessi multipli "Prezzo/Utile" e Gamma - avendo un utile pari alla metà di quello di Alfa - varrebbe la metà di Alfa. In una fusione, gli azionisti di Gamma riceverebbero un terzo (33%) delle azioni della nuova entità integrata e gli azionisti di Alfa due terzi (67%). Se invece Alfa si caratterizzasse per un'esposizione al rischio di settore molto inferiore e presentasse un multiplo doppio di Gamma, Alfa varrebbe quattro volte Gamma ed in una fusione gli azionisti di Gamma riceverebbero un quinto (20%) delle azioni della nuova entità integrata. Agli azionisti di Alfa l'integrazione con Gamma costerebbe (per effetto della minore diluizione) molto meno: infatti dopo l'integrazione gli azionisti di Alfa avrebbero l'80% del capitale della nuova entità, anziché il 67%. Ma soprattutto la fusione sarebbe fonte di generazione di nuovo valore. Dopo aver integrato Gamma, Alfa potrebbe adottare le manovre di riduzione dei rischi già sperimentate su sé stessa, raddoppiando - a parità di utili apportati da Gamma - il multiplo applicabile a quegli stessi utili. Il valore di Gamma integrata in Alfa raddoppierebbe, aumentando di un ulteriore 20% il valore della nuova entità (*combined entity*).

Nella nostra esperienza, aziende che effettuano acquisti seriali (carta contro carta) di aziende dimensionalmente più piccole e più esposte ai rischi di settore, integrandole attraverso un programma di riduzione dell'esposizione ai rischi, figurano fra le aziende di maggiore successo. In pochi anni sono in grado di moltiplicare il proprio valore accrescendo esponenzialmente la propria forza competitiva.

### **Conclusioni**

Capacità di reddito, crescita e rischio sono le principali determinanti del valore di un'azienda. Le strategie di creazione di valore sono normalmente focalizzate sulla capacità di reddito e sulla crescita. È molto più raro che l'esposizione al rischio sia annoverata fra le fonti di valore. Eppure, la riduzione dell'esposizione ai rischi può generare effetti straordinari sul valore d'impresa. Infatti, minore esposizione al rischio significa - a parità di capacità di reddito e di crescita - multipli più elevati.

# ACB

---

## Valutazioni

Una strategia di successo consiste nel ridurre i rischi, aumentare il valore delle azioni, usare le azioni come strumento di acquisizione di imprese di dimensioni più contenute e più esposte al rischio, integrandole e aumentandone il valore attraverso un'attenta politica di riduzione dei rischi. È questa la strada attraverso cui la forza evolutiva Darwiniana della competizione crea imprese più robuste e più attrezzate ad affrontare condizioni di mercato avverse.

### ACB Valutazioni

#### *Chi siamo*

ACB Valutazioni è una società che unisce le competenze del Prof. Mauro Bini con quelle proprie 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, individuamo 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>