

Economia Aziendale & Management
Scritti in onore di
Vittorio Coda

A cura di
G. Airoidi, G. Brunetti,
G. Corbetta, G. Invernizzi

 **Egea**

Impaginazione e cura redazionale: Alberto Bellanti, Tiziana Nava

Copyright © 2010 EGEA S.p.A.
Via Salasco, 5 - 20136 MILANO
Tel. 02/5836.5751 - Fax 02/5836.5753
www.egeaonline.it
e-mail: egea.edizioni@unibocconi.it

Tutti i diritti sono riservati. Nessuna parte di questa pubblicazione può essere riprodotta, archiviata, memorizzata o trasmessa in qualsiasi forma o mezzo – elettronico, meccanico, reprografico, digitale – se non nei termini previsti dalla legge che tutela il Diritto d’Autore.

ISBN 978-88-238-1104-1

Adele Caldarelli* e Roberto Maglio**
La valutazione delle strategie: principi generali e nuove tendenze

Abstract

Con il presente scritto ci si propone di fare alcune riflessioni sui principi teorici che sottendono la valutazione delle strategie nell'ottica della creazione del valore e di esaminare le tendenze evolutive dei modelli impiegati a tal fine. Alcune delle più recenti teorizzazioni propongono di integrare i tradizionali modelli di valutazione delle strategie con la considerazione delle cosiddette opzioni reali che la strategia dischiude. La valutazione delle opzioni reali è alquanto ardua, tanto che talora si preferisce rinunciare ad approcci di carattere matematico-quantitativo, spesso basati sull'assimilazione delle opzioni reali alle opzioni finanziarie, preferendo una valutazione di tipo qualitativo; ciò in quanto sussistono alcune ineliminabili differenze tra opzioni finanziarie e opzioni reali. Il problema della valutazione delle opzioni reali viene, infine, inquadrato come un particolare aspetto del più ampio tema della valutazione strategica.
(Saggio licenziato nel mese di febbraio 2010)

1. Introduzione

Il presente scritto affronta il tema della valutazione degli investimenti (o, in senso ampio, della strategia) nell'ottica della creazione del valore ed esamina le tendenze evolutive dei modelli attualmente più utilizzati a tale scopo.

L'analisi muove da due fondamentali assunti. In una prospettiva manageriale, la creazione di valore è funzione delle scelte di allocazione delle risorse e dei rendimenti che gli impieghi di capitale sono in grado di generare; in un'ottica quantitativa, la misurazione del valore creato dagli investimenti (e dalla strategia) attiene alla determinazione dell'entità del capitale

* Università degli Studi di Napoli "Federico II"

** Università degli Studi di Napoli "Federico II"

Benché il presente lavoro sia frutto delle riflessioni congiunte degli autori, i paragrafi 1, 2 e 5 sono attribuibili alla prof.ssa Caldarelli ed i paragrafi 3 e 4 al prof. Maglio.

economico. Più in particolare, è dalla misura della variazione subita dal valore economico del capitale che è dato giudicare la bontà del processo decisionale¹.

Prescindendo dalle specificità dei singoli modelli, diffusi nella teoria e nella prassi, gli elementi fondamentali necessari alla misurazione del valore economico del capitale sono sostanzialmente legati ai flussi futuri attesi (di reddito o finanziari), agli eventuali impieghi di capitale necessari per alimentare i nuovi investimenti e al tasso di attualizzazione che rifletta il grado di rischiosità.

Le problematiche relative alla valutazione di una strategia sono molteplici, ampiamente dibattute dalla dottrina e sono state affrontate in maniera talora discutibile dalla prassi. Senza pretesa di esaustività, si possono richiamare alcuni punti critici: si discute sull'opportunità di misurare il valore delle strategie nell'ottica degli *shareholders* oppure degli *stakeholders*; altresì, ci si interroga sull'estensione del modello di analisi, ovvero se in esso debbano rientrare anche gli effetti ascrivibili ad obiettivi di lungo periodo (attinenti alla pianificazione strategica), oppure se occorra limitarsi esclusivamente alle azioni programmate di più certa determinazione.

Alcune delle più recenti teorizzazioni propongono di completare i tradizionali modelli di valutazione delle strategie con il riconoscimento delle opzioni reali e, in estrema sintesi, integrano il valore misurato con gli usuali modelli con l'aggiunta di un premio per le eventuali opzioni aggiuntive che l'investimento (o la strategia) dischiude. La determinazione del premio è alquanto ardua ed i metodi di stima attualmente impiegati possono essere intesi come paradigmi logici per giungere ad un giudizio qualitativo, senza pretendere di pervenire necessariamente a puntuali e incontrovertibili quantificazioni, che potrebbero risultare a posteriori artificiose e di scarso contenuto informativo.

Ciò premesso, il lavoro è strutturato nel seguente modo. Nel secondo paragrafo si discutono i limiti dei modelli tradizionali di valutazione economico-finanziarie della strategia, nel terzo si presenta il concetto di opzione reale e si analizzano le modalità con cui assegnare un valore ad un'opzione reale; nel quarto paragrafo si approfondiscono le opportunità ma anche i limiti dei modelli per la valutazione delle opzioni reali, prima di pervenire a delle conclusioni di carattere più generale sul problema della valutazione della strategia, richiamando anche il pensiero di Vittorio Coda sul tema.

2. I limiti dei modelli tradizionali di valutazione degli investimenti

Le metodologie tradizionali basate sulla valutazione dei flussi di risultato opportunamente attualizzati hanno costituito fino ai nostri giorni il punto di riferimento per gli studi e le applicazioni sia di capital *budgeting* in senso stretto, sia di valutazione strategica in senso allargato.

¹ Per un'efficace analisi delle ragioni che inducono a considerare il valore economico del capitale quale parametro chiave per valutare la validità economica di una strategia e a preferire il metodo finanziario quale criterio-base per la determinazione del valore economico del capitale, si rinvia a Donna G., *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, Milano, 1991, p. 54 e ss.

In particolare, le tecniche di valutazione di investimenti più diffuse sono individuate nel periodo di rientro dell'investimento, nel tasso di rendimento interno e nel valore attuale netto; nella pratica si assiste ad una preferenza per i metodi basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa nella configurazione del valore attuale netto (o NPV, *Net Present Value*) o del tasso interno di rendimento (o IRR, *Internal Rate Return*).

Sulla base di questi criteri un progetto di investimento dotato di un NPV positivo o con IRR superiore al costo del capitale è un buon progetto ed è opportuno intraprenderlo; mentre un progetto con NPV negativo o IRR inferiore al costo del capitale deve essere abbandonato perché non è in grado di garantire il rendimento richiesto.

Ma quando l'ambiente in cui si colloca l'investimento non è statico e non si può pensare che una volta iniziato il progetto le variabili critiche rimangano fisse e immutabili fino alla fine e, quindi, quando si opera in condizioni di elevata incertezza, l'analisi classica risulta non sufficiente, non essendo in grado di valutare in maniera oggettiva le opzioni di cambiamento.

Infatti, il modello del valore atteso basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa esclude *ex ante* l'eventualità che il progetto possa subire delle variazioni in una o più delle variabili originariamente impostate. Questa caratteristica rappresenta una garanzia di semplicità e di stabilità del modello ma è anche una limitazione importante in quanto esclude la possibilità che il management aziendale intervenga nella vita del progetto con correttivi ed aggiustamenti. Si assume, cioè, che il management si limiti a dare attuazione ai piani operativi previsti, anche qualora eventi inattesi rendano necessarie opportune modifiche; in realtà, gli alti dirigenti d'azienda devono essere in grado di rispondere a cambiamenti ambientali e di mercato quando se dovesse presentare la necessità².

Ne consegue che l'analisi condotta con il metodo del NPV è statica in quanto non tiene conto delle diverse opzioni che il management ha disposizione durante il ciclo di vita di un progetto di investimento: si pensi alle opzioni che consentono di espandere la scala del progetto o di estenderne la durata se i risultati si rivelano migliori delle attese, oppure di ridimensionarlo o abbandonarlo³.

Risulta del tutto evidente che un progetto che consente ai dirigenti d'intraprendere nuove strade in un momento successivo alla sua adozione ha un valore intrinseco che i metodi tradizionali non sono in grado di cogliere.

Il valore dell'opzione reale non può e non deve essere fatto rientrare direttamente nel valore dei flussi di risultato attualizzati dell'investimento base (ad esempio, nel suo NPV): infatti, l'impresa effettuando l'investimento oggetto di valutazione non si impegna affatto a realizzare anche le eventuali azioni in cui si sostanzia l'opzione reale, ma si riserva solo la possibilità di

² Come noto, secondo alcuni studiosi, l'ambiente è divenuto così turbolento ed instabile da rendere impossibile la stessa distinzione tra la fase di implementazione e quella di formulazione della strategia; pertanto, si utilizza il concetto di strategia emergente, risultante di un continuo processo di apprendimento imprenditoriale. Sul punto, per tutti, si rinvia a Mintzberg H., *Of Strategies, Deliberate and Emergent*, in *Strategic Management Journal*, n. 6/1985, pp. 257-272; per interessanti riflessioni sul come si formano le intenzioni strategiche del *top management* e su come tali intenzioni possono trasformarsi in strategia realizzata si rimanda a Coda V.-Mollona E., *Il governo della dinamica della strategia*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 4/2002, p. 44 e ss.

³ Kulatilaka N.-Marcus A., *Project valuation under uncertainty: when does DCF fail?*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, n. 1/1992, pp. 92-100.

effettuare queste ultime in un secondo tempo, libera di rinunciarvi se nel frattempo si saranno determinate condizioni tali da non renderle interessanti.

Come evidente, in questi casi occorre migliorare la qualità della valutazione economico-finanziaria dell'investimento (o della strategia) aggiungendo un valore che la valutazione condotta secondo i metodi classici trascurerebbe.

3. Il modello di valutazione delle opzioni reali

Un'opzione reale potrebbe definirsi come la facoltà di poter assumere una decisione al momento in cui siano disponibili maggiori informazioni sul problema decisionale da affrontare.

È possibile individuare le seguenti principali tipologie di opzioni reali⁴:

- opzioni di differimento (di attesa): riguardano la possibilità per il management di rimandare l'attuazione del progetto, senza comprometterne la fattibilità tecnica ed economica, fino a che non intervengano modifiche favorevoli in alcune variabili strategiche chiave. Ad esempio, la decisione di intraprendere l'investimento può essere vincolata all'andamento dei tassi d'interesse, al prezzo delle materie prime, all'andamento di qualsiasi altra variabile micro-macro economica rilevante;
- opzioni di espansione: comprendono diversi tipi di opzioni reali, tutte ricollegabili alla possibilità di aumentare la scala produttiva, la dimensione di un dato investimento;
- opzioni di contrazione: ovvero il contrario delle opzioni di espansione. Fanno riferimento a possibilità di riduzioni della scala produttiva e di limitazioni dei volumi di produzione;
- opzioni di conversione: attengono alla possibilità del management di utilizzare altrimenti le ricadute di un progetto prematuramente interrotto;
- opzioni di sospensione temporanea: sono dello stesso tipo di quelle di differimento con la differenza che in questa fase il progetto di investimento è stato già intrapreso;
- opzioni di abbandono: anche l'uscita prematura da un progetto non redditizio rappresenta un elemento di flessibilità a disposizione del management. Il valore di questa opzione nasce dalla possibilità che il valore attuale dei flussi di cassa del progetto possa scendere al di sotto del suo eventuale valore di dismissione, nel qual caso converrebbe appunto cedere il progetto⁵.

Un'opzione reale è, dunque, la possibilità ma non l'obbligo di poter assumere una futura decisione.

In questo senso si ravvisa una certa affinità con le opzioni finanziarie; esse, come noto, danno il diritto di acquistare (*call option*) o di vendere (*put option*) un'attività finanziaria a un

⁴ Per ulteriori esempi, si rinvia a Sandri S.-Oriani R., *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, in Fontana F.-Caroli M., *Economia e gestione delle imprese*, Milano, 2003, p. 485 e ss.

⁵ In altri casi l'opzione di abbandono potrebbe attenersi alla possibilità di evitare l'esecuzione del progetto nel caso in cui il valore attuale dei flussi di cassa diventi negativo.

prezzo determinato (*strike price*, o prezzo d'esercizio) per un determinato periodo di tempo (vita dell'opzione)⁶.

Volendo paragonare le opzioni finanziarie con quelle reali, si potrebbe dire che il detentore di queste ultime ha il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare il valore attuale di flussi di cassa attesi derivanti dall'assunzione di una determinata decisione fino alla data in cui l'opportunità di scelta non cesserà di esistere⁷.

Molti investimenti sono, per alcuni aspetti, assimilabili ad opzioni finanziarie in quanto conferiscono all'azienda il diritto, ma non l'obbligo, di appropriarsi (ma anche di liberarsi, qualora negativi) degli effetti dell'investimento a fronte di un costo determinato da sostenere entro la scadenza predeterminata.

L'analogia tra le opzioni reali e le opzioni finanziarie ha determinato lo sviluppo di una letteratura interessata principalmente alla valutazione delle opzioni reali, grazie all'applicazione di modelli inizialmente elaborati per le opzioni finanziarie.

La letteratura in tema di *option pricing* nasce, infatti, negli anni settanta grazie ai noti lavori di Black e Scholes (1973), di Merton (1973), e di Cox, Rubinstein e Ross (1979), mentre quella relativa alle opzioni reali può essere fatta risalire alla prima metà degli anni ottanta⁸.

Il termine “opzioni reali” nasce nel 1977 per merito dell'intuizione di Myers, che sottolinea che il valore di un'azienda è una funzione delle attività e passività esistenti e delle opportunità di crescita potenzialmente sfruttabili in futuro⁹.

A partire dalla seconda metà degli anni ottanta il concetto di opzione reale viene sistematizzato e applicato a casi concreti.

Se inizialmente sembrava che la teoria delle opzioni reali potesse rimanere marginale all'interno della letteratura sulla valutazione degli investimenti e della strategia aziendale, l'intensificarsi della concorrenza internazionale e della velocità delle innovazioni tecnologiche ha reso manifesta l'importanza di assegnare un valore alla flessibilità manageriale.

⁶ Il problema della valutazione delle opzioni finanziarie assume connotazioni diverse a seconda che valore dell'opzione venga calcolato alla scadenza oppure prima della scadenza; in ogni caso il valore dell'opzione sarà funzione del prezzo d'esercizio e del prezzo corrente dell'attività sottostante l'opzione. L'opzione finanziaria sarà sempre esercitata se il prezzo d'esercizio è inferiore al prezzo corrente dell'attività sottostante in caso di opzione di acquisto e se prezzo d'esercizio è maggiore del prezzo corrente dell'attività sottostante in caso di opzione di vendita. Sul tema, si veda per tutti Hull J., *Options, Futures and other Derivatives*, New Jersey, 4 ed., 2000.

⁷ Naturalmente le opzioni di differimento, di sospensione temporanea, di espansione e di conversione sono assimilabili ad opzioni *call*, mentre quelle di contrazione e di abbandono possono essere viste come opzioni *put*.

⁸ In particolare, si ricordano i seguenti fondamentali contributi: Black F.-Scholes M., *The valuation of option contracts and a test of market efficiency*, in *Journal of Finance*, n.1/1972, pp. 399-417; Black F.-Scholes M., *The pricing of options and corporate liabilities*, in *Journal of Political Economy*, n.3/1973, pp. 637-654; Cox J.-Ross S.-Rubinstein M., *Option pricing: a simplified approach*, in *Journal of Financial Economics*, n.7/1979, pp. 229-263; Merton R., *Options pricing when underlying stock returns are discontinuous*, in *Journal of Financial Economics*, n.1/1973, pp. 125-144; Merton R., *Theory of rational option pricing*, in *Bell Journal of Economics and Management Services*, n. 3/1976, pp. 637-654.

⁹ Myers S., *Determinants of corporate borrowing*, in *Journal of Financial Economics*, n. 2/1977, pp. 147-175.

Il modello valutativo emerso da tali considerazioni, definito NPV esteso, si basa sull'idea che il valore di un progetto strategico è determinato da due componenti: il valore attuale dei flussi di cassa scontati come avviene nel metodo tradizionale e il premio per il valore delle opzioni reali incorporate nel progetto.

Si ha dunque che:

$$\text{NPV esteso} = \text{NPV base} + \text{OP}$$

ove NPV = valore attuale netto del progetto in assenza opportunità strategiche future

OP = valore delle opzioni reali connesse all'alternativa strategica

Il valore dell'opzione reale, come detto, non può essere fatto rientrare nel NPV dell'investimento base: infatti, l'impresa effettuando il primo investimento non si impegna affatto a realizzare anche il secondo, ma si riserva la possibilità di effettuare quest'ultimo in un secondo tempo, libera di rinunciare se nel frattempo si saranno determinate condizioni tali da non renderlo interessante.

In particolare, il valore di un'opzione reale dipenderà dai seguenti elementi:

1. Valore attuale dei flussi di cassa del progetto discrezionale. Esso può essere calcolato attualizzando i flussi di cassa dell'alternativa decisionale isolati precedentemente a un tasso d'interesse opportunamente aggiustato per il rischio;
2. Valore attuale dell'investimento. Questo è dato dal valore attuale dei flussi di investimento necessari ad attuare il progetto;
3. Volatilità del valore attuale del progetto. Si consideri che nel modello in esame un'alta volatilità causa un effetto positivo sul valore delle opzioni in virtù della discrezionalità connessa all'esercizio delle stesse; in presenza di evoluzioni molto sfavorevoli l'opzione non sarà esercitata e avrà valore zero, mentre nel caso di evoluzioni molto favorevoli l'opzione verrà attuata, garantendo un congruo profitto¹⁰. Occorre, peraltro, tenere presente che la volatilità, intesa come variazione standard del tasso di rendimento del progetto, è spesso il parametro più difficile da prevedere.
4. Scadenza dell'opzione. Nel modello in esame una scadenza molto lunga dell'opzione ha effetti positivi, poiché aumentano le probabilità di variazioni favorevoli all'impresa che rendono l'esercizio dell'opzione più profittevole.
5. Tasso d'interesse privo di rischio.

Evidentemente il valore dell'opzione reale cresce quanto più ampia è la dimensione potenziale dell'investimento, maggiori sono le prospettive di rendimento, quanto più lontano è l'esercizio dell'opzione e maggiore sia il livello di rischiosità, ossia di variabilità dei risultati.

¹⁰ In altri termini, le opzioni reali offrono l'opportunità di cogliere i benefici dell'evoluzione positiva dello scenario e, al contempo, di poter contenere le conseguenze negative di un'evoluzione sfavorevole delle variabili che incidono sul valore del progetto. Invece, nel modello del NPV l'incertezza è comunque correlata negativamente al valore dell'investimento.

L'esigenza di considerare le opzioni reali è particolarmente evidente per quei progetti come investimenti in ricerca e sviluppo, costi di pubblicità e altri progetti rilevanti che hanno un'importante valenza strategica con forte impatto sulla posizione competitiva dell'impresa e che comportano spesso alti costi di investimento e ritorni diretti modesti differiti nel tempo per cui avrebbero presumibilmente un NPV negativo¹¹.

L'uso di metodi basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa porterebbe, dunque, le imprese investire troppo poco in progetti rischiosi di espansione e di innovazione.

Questa è la principale ragione per il cui il metodo delle opzioni reali è ritenuto particolarmente adatto per valutare gli investimenti in risorse intangibili¹².

4. (segue): analisi delle opportunità e dei limiti

Il metodo delle opzioni reali presenta delle caratteristiche innovative, rispetto ai tradizionali approcci di valutazione degli investimenti, e costituisce uno strumento molto interessante per l'analisi delle decisioni strategiche in condizioni di incertezza, consentendo ai dirigenti aziendali di valutare in modo adeguato la flessibilità e le opportunità di crescita offerte da progetti strategici, limitando i problemi di investimento sub-ottimale in alternative rischiose.

Tuttavia, nonostante la grande risonanza dell'approccio nel corso degli anni non sono mancate delle critiche; la più comune non è di merito ma riguarda la complessità della valutazione di un progetto ottenuta con le opzioni reali¹³.

Riteniamo che la teoria delle opzioni reali vada intesa come uno strumento in più del processo valutativo di un investimento non essendoci lo strumento perfetto in ogni circostanza; tale approccio si pone quale potenziale integrazione basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa. La formula valutativa proposta, come visto, prevede che il valore totale di un investimento sia pari alla somma del NPV e del valore delle opzioni reali.

La valutazione in base ai flussi di cassa cattura una stima di base del valore del progetto mentre la valutazione della componente legata alle opzioni reali aggiunge l'effetto della flessibilità potenzialmente favorevole. Quest'ultima componente può essere molto importante in particolare in *business* in fase di sviluppo.

È, tuttavia, evidente che l'interpretazione dei risultati ottenuti dalla sua applicazione richiede estrema prudenza a causa delle imperfezioni legate all'analogia tra i mercati finanziari e gli investimenti in attività reali.

¹¹ Kogut B.-Kulatilaka N., *Options Thinking and Platform Investments: Investing in Opportunity*, in *California Management Review* n. 4/1994, pp. 52-67.

¹² Panno A., *L'approccio delle opzioni reali nell'analisi del valore dei beni immateriali*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 6/2006, pag. 1167 e ss.

¹³ L'evidenza empirica segnala che il modello delle opzioni reali è utilizzato soprattutto in aziende del settore tecnologico ed energetico dove spesso l'alta direzione è composta da ingegneri o comunque da persone che hanno ricevuto una formazione orientata verso materie quantitative. Block S., *Are “Real Options” Actually Used in the Real World?*, in *The Engineering Economist*, n.3/2007, pp. 255-267.

Ad esempio è possibile che un'opzione reale, a differenza delle opzioni finanziarie che offrono al proprio possessore un diritto esclusivo, sia condivisa da due più aziende: in questo caso il suo valore sarebbe sensibilmente minore.

Per tali ragioni potrebbe risultare fuorviante valutare un'opzione reale *stand alone* ed occorrerebbe, invece, considerare le mosse e le reazioni delle imprese concorrenti¹⁴. O, ancora, si consideri che il prezzo d'esercizio e la scadenza sono contrattualmente predefinite nel caso delle opzioni finanziarie, mentre sono il frutto di una stima con riferimento alle opzioni reali; ovvero, si tenga presente la circostanza della limitata e spesso inesistente possibilità di negoziare l'attività sottostante nel caso delle opzioni reali, rispetto alla liquidità dell'attività finanziaria sottostante un'opzione finanziaria¹⁵.

Sebbene gli studi di finanza abbiano affinato ed arricchito questi modelli, è indubbio il rischio – tipico di ogni metodo di valutazione strategica – di duplicazione di valori espressi nell'attualizzazione dei flussi di cassa attesi o nell'applicazione dei tassi. La duplicazione può avvenire anche tra la quota parte misurata con i metodi tradizionali e la quota incorporata nell'opzione¹⁶; ad esempio, gli effetti positivi di una certa opzione di sviluppo potrebbero essere già stati presi in considerazione nella stima del valore residuo considerato dal NPV, o ancora la flessibilità offerta dall'esistenza di un'opzione reale potrebbe avere influenzato il tasso di attualizzazione impiegato per il calcolo del valore attuale dei flussi di cassa recepiti nel NPV.

Per questa ragione, in una prospettiva di prudenza valutativa, si consiglia prima di tutto di limitare l'analisi delle opzioni solo a quelle rilevanti sul piano quantitativo e che meritano un'esplicita e distinta considerazione¹⁷.

Inoltre, il modello in questione potrebbe essere inteso come paradigma logico per giungere ad un giudizio qualitativo, senza pretendere di pervenire a puntuali e incontrovertibili quantificazioni, che potrebbero risultare successivamente arbitrarie¹⁸; secondo una condivisibile proposta l'apprezzamento qualitativo del valore di un'opzione reale potrebbe dipendere dalla dimensione del business sotteso dall'opzione, dal rischio ovvia dalla variabilità dei risultati possibili, dal periodo di validità e, infine, dall'esclusività dell'opzione¹⁹.

¹⁴ A questo tema è dedicato il seguente contributo: Taliento M., *Opzioni reali e teoria dei giochi nelle strategie aziendali di investimento: il valore della flessibilità manageriale nel quadro delle interazioni competitive*, in *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, n.11-12/2004, p. 692 e ss.

¹⁵ Su questi aspetti si veda: Van Putten A.B.- MacMillan I.C., *Making Real Options Really work*, in *Harvard Business Review*, n.12/2004, pp. 134-41; Janney J.J.-Dess, G.G., *Can real options analysis improve decision making? Promises and pitfalls*, in *Academy of Management Executive*, n.4/2004, pp. 60-75.

¹⁶ Donna G., *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, Milano, 1991, p. 263.

¹⁷ Un esempio potrebbe essere dato dalle opportunità che danno progetti di ricerca e sviluppo in settori quali il farmaceutico e quello delle biotecnologie o i progetti di esplorazione di nuovi giacimenti nelle imprese petrolifere; o ancora in generale dalle opportunità di sviluppare nuovi prodotti, mercati o segmenti.

¹⁸ L'evidenza empirica condotta su campioni di aziende statunitensi in caso ha evidenziato che il 14% delle aziende impiegava il modello delle opzioni reali, mentre in un altro caso il numero degli utilizzatori saliva al 27%. Si veda Block S., *Are "Real Options" Actually Used in the Real World?*, in *The Engineering Economist*, n.3/2007, pp. 255-267; John R.-Campbell R., *The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field*, in *Journal of Financial Economics*, n2-3/2001, pp. 187-261.

¹⁹ Donna G., *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, Milano, 1991, pp. 267-268.

Altrimenti, si può provare a quantificare il valore dell'opzione reale, apportando degli opportuni correttivi ed adattamenti ai modelli di Black e Scholes e di Cox, Ross e Rubinstein²⁰.

5. Conclusioni

Il riconoscimento dell'esistenza di opzioni reali nell'ambito di una strategia costituisce un importante passo in avanti negli studi in materia di valutazione economico-finanziaria delle strategie aziendali; è una tappa rilevante del percorso di avvicinamento tra studi di strategia e di finanza.

Inquadrandolo il problema in esame nel più ampio campo della valutazione strategica, è opportuno ricordare che le valutazioni tipo economico-finanziario sono indispensabili ai fini di una corretta formulazione delle strategie aziendali ma non esauriscono affatto il problema della valutazione di quest'ultime. Ciò in quanto la creazione di ricchezza degli azionisti non può costituire la prospettiva esclusiva di valutazione delle strategie aziendali, capace di inglobare e riassumere in sé ogni altra ottica valutativa.

Utilizzando le chiare parole di Vittorio Coda può dirsi che non tutto ciò che è rilevante per valutare le strategie può esprimersi compiutamente e può tradursi efficacemente in variazioni dei flussi di cassa o del costo del capitale, perché la teoria del valore fondato sulla prospettiva della creazione del valore azionario assume “l'obiettivo della massimizzazione del valore economico delle azioni come fine dell'impresa e non già come uno degli elementi da includere in un insieme di obiettivi dinamicamente combinati”²¹.

In una prospettiva opportunamente allargata,

“valutare la strategia dell'azienda significa esprimere un giudizio sia sulla concezione di fondo dell'azienda – dei suoi fini, del suo campo di attività, del suo modo di essere e di operare – sia sui concreti obiettivi e indirizzi gestionali e organizzativi in cui tale concezione si esplicita. Questo giudizio può riguardare i profili di fattibilità della strategia (per esempio fattibilità tecnologica, commerciale, finanziaria, sociale) oppure profili di economicità (la strategia è atta ad assicurare un adeguato ritorno economico sui capitali impiegati?) oppure i profili di rispondenza alle esigenze di continuità e sviluppo

²⁰ In particolare, occorre considerare che nella valutazione delle opzioni finanziarie il valore dell'attività sottostante si determina secondo un processo stocastico, mentre nel caso delle opzioni reali l'attività sottostante è un progetto di investimento i cui risultati dipendono da decisioni e azioni messe in atto dall'azienda e da variabili interne e di contesto e che per le opzioni reali non esiste generalmente una data predefinita di scadenza per l'esercizio dell'opzione. Per una simulazione di valutazione di un'opzione reale, si rinvia a Bozzolan S., *Bilancio e valore: metodi e tecniche di simulazione*, Milano, 2001, p. 165; si vedano anche Fernández P., *Valuing real options: frequently made errors*, IESE University of Navarra, Research paper, 2002; Trigeorgis L., *Real Options*, The MIT Press, 1996; Micalizzi A.-Renzetti M., *La valutazione delle imprese Internet mediante la Real Options Valuation*, in Perrini F., *E-Valuation*, Milano, 2000, p. 231 e ss.

²¹ Coda V., *Il problema della valutazione della strategia*, in Gozzi A., *La definizione e la valutazione delle strategie aziendali*, Milano, 1991, p. 96.

dell'azienda (la strategia è idonea a promuovere la funzionalità e lo sviluppo duraturo dell'azienda?)²².

In questa chiave di lettura, l'unica possibile per aziende con “orientamento al lungo periodo”, la strategia vale se e nella misura in cui contribuisce a mantenere l'azienda su un sentiero di sviluppo duraturo²³.

Dall'analisi condotta in merito al problema delle *real options* è risultata la preferenza per approcci sintetici di valutazione che, pur fondandosi sui concetti alla base della teoria delle opzioni reali, prendano in giusta considerazione la complessità dei fenomeni aziendali, senza affidarsi necessariamente alla complicazione dei modelli matematici, ad esempio nel caso delle opzioni composte²⁴.

Orienta verso una valutazione qualitativa anche il fatto che la valorizzazione delle opportunità offerte da un'opzione reale dipende naturalmente da fattori eminentemente soggettivi quali le capacità e competenze del management e l'orientamento all'apprendimento continuo da parte di quest'ultimo. In quest'aspetto la valutazione delle opzioni reali non può prescindere dalla valutazione delle capacità dell'alta direzione di rispondere adeguatamente al cambiamento delle dinamiche competitive e dell'ambiente.

In conclusione, è auspicabile che anche le opzioni reali, in quanto possibile sviluppo di una strategia, siano valutate nel loro presunto impatto economico-finanziario (secondo un approccio quantitativo o qualitativo), ma anche (e preliminarmente) nella loro eventuale fattibilità tecnologica, commerciale, finanziaria e sociale e nel loro potenziale contributo allo sviluppo e alla funzionalità duratura dell'azienda.

²² Coda V., *Il problema della valutazione della strategia*, in Gozzi A., *La definizione e la valutazione delle strategie aziendali*, Milano, 1991, p. 91.

²³ Coda V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, Milano, 1988, p. 255 e ss.

²⁴ Le opzioni composte sono le eventuali ulteriori opportunità che si dischiudono una volta attuata una prima opzione reale.