

Il metodo delle opzioni reali valorizza la capacità di adattamento nelle scelte d'investimento

Real options, conta la flessibilità

L'approccio utile per progetti innovativi e asset intangibili

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

La valutazione basata sulle opzioni reali (Real Options Valuation - ROV) rappresenta un approccio che consente di stimare il valore di un investimento considerando, oltre ai flussi attesi, anche la flessibilità decisionale e l'incertezza degli scenari futuri.

A differenza dei metodi tradizionali, che analizzano i progetti secondo traiettorie fisse e ipotesi statiche, la ROV permette di incorporare nella valutazione la flessibilità decisionale e l'impatto dell'incertezza futura. L'idea alla base è che ogni investimento non sia un percorso a senso unico, ma piuttosto un insieme di scelte future - vere e proprie opzioni - che possono essere esercitate o meno in base all'evoluzione del contesto di mercato. In questa prospettiva, l'investimento assume la struttura di un portafoglio dinamico di opzioni, il cui valore complessivo dipende non solo dai flussi attesi, ma anche dalla capacità dell'impresa di adattare le decisioni nel tempo.

Cosa sono le opzioni reali. Un'opzione reale è la facoltà - e non l'obbligo - per un'azienda di intraprendere o meno un certo investimento in futuro, in base alle condizioni che si presenteranno.

Analogamente alle opzioni finanziarie, che offrono il diritto di acquistare (call) o vendere (put) un titolo a condizioni prefissate, anche le opzioni reali incorporano una logica decisionale flessibile. Con una differenza sostanziale: l'oggetto dell'opzione, anziché essere uno strumento finanziario, è un progetto operativo o strategico dell'azienda.

Come le opzioni finanziarie, anche le opzioni reali hanno un costo di esercizio (il capitale da investire se si decide di procedere) e generano valore solo se le condizioni future sono favorevoli. Se tali condizioni non si verificano, l'impresa lascerà decadere l'opportunità, limitando la perdita al costo iniziale sostenuto per "tenersi aperta" la possibilità. Ad esempio, un'azienda può ottenere una licenza o sviluppare un prototipo senza avviare subito la produzione su larga scala: in questo modo acquisisce un'opzione reale. Se in futuro il mercato si rivelerà promettente, l'azienda eserciterà l'opzione avviando l'investimento; in caso contrario, la lascerà scadere evitando un progetto fallimentare.

La Real Options Valuation

Metodi tradizionali di valutazione e Real Options

Aspetto	Metodi tradizionali	Opzioni reali
Flessibilità decisionale	Il progetto è valutato come "ora o mai più" senza possibilità di modifiche successive	Flessibilità valorizzata: l'impresa può attendere, espandere, ridurre o abbandonare l'investimento in base all'evoluzione del contesto
Trattamento dell'incertezza	Considerata nel tasso di sconto o con scenari medi deterministici; i rischi attenuano il valore atteso (penalizzando anche gli extra-profitti potenziali)	Modellata esplicitamente (volatilità, scenari probabilistici); maggiore incertezza può aumentare il valore dell'opzione grazie all'asimmetria rischio/opportunità
Complessità di calcolo	Bassa: richiede stime dei flussi attesi e un tasso di sconto (NPV) o dati contabili e costo del capitale (EVA)	Alta: impiega strumenti quantitativi avanzati - come modelli binomiali o simulazioni Monte Carlo - e la definizione di variabili spesso incerte, come la volatilità. È quindi richiesto un know-how tecnico più evoluto
Contesto di utilizzo	Indicati per progetti poco incerti e privi di fasi decisionali intermedie; metodi standard per valutazioni di base	Indicato per progetti innovativi, R&S o ad alto rischio con decisioni scaglionate; ideale per strategie che richiedono elevata flessibilità

applica i modelli quantitativi delle opzioni finanziarie (Black-Scholes, binomiali, ecc.) alle decisioni d'impresa per calcolare il valore della flessibilità. In pratica la ROV amplia l'approccio del NPV (Net Present Value) tradizionale: al valore attuale dei flussi di cassa attesi aggiunge il valore delle opzioni manageriali incorporate nel progetto, giungendo così ad un NPV "esteso". Quest'ultimo riconosce che, potendo reagire agli eventi (ad esempio abbandonare se le cose vanno male o espandere se vanno bene), il progetto vale più di quanto suggerirebbe una valutazione statica.

Le principali tipologie di opzioni reali. Le opzioni reali possono manifestarsi in molte forme nei processi decisionali d'impresa. Nel concreto, la casistica comprende diversi tipi di flessibilità strategica: dalla possibilità di differire un investimento, a quella di suddividerlo in fasi successive, fino alle opzioni di espansione o riduzione della scala del progetto, di abbandono, di switch produttivo o di crescita in nuovi business.

In molti casi, un singolo progetto incorpora diverse opzioni reali, ampliando lo spettro delle traiettorie strategiche e accrescendo il valore complessivo dell'investi-

mento.

Confronto con i metodi tradizionali (NPV ed EVA). Le metodologie tradizionali di valutazione, come il NPV e l'EVA, si basano su una rappresentazione statica dell'investimento: ipotizzano che tutte le decisioni vengano prese all'avvio del progetto, senza possibilità di revisione lungo il percorso.

Questo può andar bene per progetti dal profilo stabile, ma rischia di sottovalutare investimenti caratterizzati da elevata incertezza, in cui la flessibilità ha un peso significativo. In questi contesti, la Real Options Valuation offre un vantaggio sostanziale: riconosce che la possibilità di adattarsi alle condizioni future rappresenta un valore economico e lo incorpora nella valutazione complessiva.

In sintesi, i metodi tradizionali rimangono strumenti utili e di facile applicazione, ma ignorano il valore della flessibilità. La ROV colma questo vuoto quantificando quanto vale poter reagire all'incertezza. In pratica, si affianca all'NPV di base la stima delle opzioni reali presenti nel progetto, ottenendo un quadro decisionale più completo e lungimirante.

ROV nei progetti di ricerca e sviluppo. I progetti

di ricerca e sviluppo sono l'esempio classico in cui la ROV fa la differenza. Gli investimenti in R&S presentano incertezze tecniche (funzionerà?) e di mercato (ci sarà domanda?) che i metodi tradizionali faticano a valorizzare: il loro NPV calcolato può risultare negativo a causa dei costi iniziali elevati e dei benefici futuri molto incerti. L'approccio opzioni reali invece scompone il progetto in fasi decisionali (stage-gate): dopo ogni fase (ricerca di base, sviluppo prototipo, test, lancio) l'azienda ha un'opzione - continuare se i risultati sono promettenti, oppure fermarsi se le prospettive sono sfavorevoli.

Ad esempio, nello sviluppo di un nuovo farmaco la costosa fase iniziale di ricerca pre-clinica può essere vista come il premio di un'opzione: se i test iniziali hanno successo, l'azienda esercita l'opzione affrontando la sperimentazione clinica; in caso di esito negativo, abbandona il progetto limitando la perdita al costo iniziale. La ROV permette di attribuire un valore a questa struttura a imbuto: pochi successi possono ripagare molti tentativi falliti. In sostanza, evidenziare il valore delle opzioni reali in R&D giustifica un portafoglio di sperimentazioni, mostrando

che anche progetti con bassa probabilità di successo possono contribuire alla creazione di valore grazie al loro potenziale in caso di esito positivo.

Asset intangibili e capitale intellettuale: opzioni nascoste. L'approccio delle opzioni reali può aiutare a valorizzare anche gli asset intangibili di un'impresa: brevetti, marchi, know-how e capitale intellettuale.

Questi elementi, pur privi di flussi di cassa immediati, rappresentano opportunità future. Ad esempio, un brevetto è un'opzione di sviluppo o licenza di una tecnologia; un marchio forte offre l'opzione di lanciare nuovi prodotti sfruttando la fiducia dei clienti; competenze interne specialistiche aprono l'opzione di entrare in nuovi mercati.

Certo, applicare la ROV agli intangibili non è immediato: occorre identificare e modellare le opzioni implicite, stimando parametri (volatilità, probabilità degli scenari) in assenza di riferimenti di mercato. Tuttavia, questo approccio induce il management a riflettere in modo strategico sul valore nascosto del patrimonio intangibile dell'azienda, ossia su quante possibilità future offre e quanto valgono per l'impresa.

Limiti teorici e pratici della ROV. Come ogni modello, anche la ROV ha dei limiti. In primo luogo, applicare formule nate per le opzioni finanziarie (es. Black-Scholes) a investimenti reali richiede cautela: le ipotesi sottostanti, come l'efficienza dei mercati e la possibilità di neutralizzare il rischio tramite copertura, risultano difficilmente applicabili al contesto operativo d'impresa, dove sia la volatilità sia il valore iniziale del progetto devono essere stimati con margini di incertezza significativi.

Inoltre, la ROV è più complessa di un semplice NPV: richiede modelli elaborati e ipotesi probabilistiche che non tutti i decisori trovano intuitive, ostacolando la diffusione pratica. Infine, i risultati dipendono fortemente dalle ipotesi: parametri eccessivamente ottimistici possono gonfiare artificiosamente il valore delle opzioni, mentre ipotesi troppo prudenti lo annullano. Serve quindi rigore e buon senso nell'uso della ROV, da impiegare come complemento all'analisi tradizionale per arricchire la pianificazione strategica con una visione più flessibile, non come sostituto miracoloso.