

CRISI D'IMPRESA

Della sostenibilità del valore d'impresa

di Massimo Buongiorno

I metodi comunemente accettati per valutare un'impresa **si fondano sulla misurazione della ricchezza** che l'impresa sarà in grado di produrre in futuro a chi la possiede.

Tale concetto è molto chiaro quando si considerano i metodi reddituali e finanziari ma vale anche per le valutazioni comparative (cosiddetti multipli di mercato) e per le stime patrimoniali.

Nel primo caso, **il multiplo è un indicatore sintetico** che misura la relazione che esiste tra il valore d'impresa e i risultati di periodo (tipicamente l'Ebitda): è chiaro che dato il livello dei margini correnti **il coefficiente moltiplicativo sarà tanto più elevato quanto maggiore è l'attesa di incremento della ricchezza che l'impresa metta a disposizione della proprietà**. Le stime patrimoniali si fondano sulla misurazione del valore corrente di mercato di ciascuna attività e passività ma anche in questo caso **non si può prescindere dall'uso che all'interno dell'impresa verrà fatto della voce da valutare**. Si pensi, ad esempio, al valore di un impianto: è chiaro che esso è tanto maggiore quanto più elevato è il livello di produzione dell'ipotesi di utilizzo mentre il valore di liquidazione di un impianto non più funzionante è notevolmente inferiore.

Se il valore coincide con la capacità di produrre ricchezza, è evidente che **il professionista valutatore dovrà preoccuparsi della sostenibilità nel tempo dei fattori che in un'impresa spiegano quella capacità**.

La dottrina si è molto occupata di individuare tali fattori trovandoli di volta nel posizionamento strategico, nella capacità di gestione dei canali distributivi, nella qualità del portafoglio prodotti, nella tecnologia, nei processi produttivi, nell'abilità di maestranze fidelizzate e in numerosi altri che si ritrovano nell'impostazione strategica dell'impresa.

Ci si domanda se tali considerazioni siano sufficienti per spiegare la sostenibilità del valore nel tempo alla luce di un **insieme di casi recenti di imprese il cui valore si è progressivamente ridotto sul mercato a seguito della scarsa attenzione dimostrata ai temi di sostenibilità e di responsabilità sociale delle imprese**.

Non si intende qui discutere l'opportunità di adottare comportamenti aziendali compatibili a tali aspetti ma soltanto verificare se vi siano argomenti a favore di una loro inclusione nei modelli valutativi.

La riflessione si può articolare lungo tre differenti direttive.

In primo luogo, è da verificare se i margini correnti dell'impresa sono il risultato di politiche non difendibili nel lungo periodo perché penalizzanti per alcuni degli stakeholder dell'impresa.

Lo sfruttamento delle risorse umane, la scarsa attenzione al rispetto dell'ambiente, un utilizzo indiscriminato di posizioni dominanti all'interno della filiera (rispetto ai clienti, ai fornitori o ad entrambi) e molti altri comportamenti simili, pur nel rispetto delle normative vigenti, consentono di produrre margini nel breve periodo ma la capacità di sostenerli in un orizzonte di tre/cinque anni che inevitabilmente una valutazione deve essere considerare è assai dubbia.

L'effetto futuro negativo in ipotesi di insostenibilità può essere duplice: il peggioramento dei margini in via ordinaria ma anche il sostenimento di costi di ripristino di natura straordinaria.

In secondo luogo, la pressione dell'opinione pubblica su questi temi è assai forte e **comportamenti dell'impresa palesemente "non etici" possono tradursi da un lato in pesanti contestazioni** e fino al boicottaggio del prodotto a favore di concorrenti considerati maggiormente attenti al rispetto degli stakeholder e dall'altro **in inasprimenti delle normative per imporre vincoli più restretti**. In entrambi i casi, i margini dell'impresa si ridurranno e anche in questo caso con il rischio di dover sostenere **investimenti di ripristino**.

Infine, andrà notato che l'adozione di comportamenti palesemente in contrasto con la responsabilità sociale, per quanto descritto sopra, introducono **ulteriori fattori di rischio che dovranno essere considerati nella valutazione dell'impresa**.

Assumendo che il modello valutativo si fondi sull'attualizzazione dei flussi prospettici, **i primi due fattori influiscono sul numeratore (revisione dei flussi attesi) mentre il terzo impatta il denominatore (incremento del tasso e quindi riduzione del valore)**.

In sintesi, **l'impresa può liberamente decidere** in merito a come comportarsi rispetto ai temi di responsabilità sociale ma **il professionista valutatore**, a prescindere da ogni giudizio di valore e solo per attenersi ad una corretta metodologia valutativa, **dovrebbe preoccuparsi di verificare se i comportamenti in essere producono margini assai difficili da mantenere nel tempo**.

Più difficile portare il discorso alle estreme conseguenze ed **affermare che le imprese "sostenibili" valgono di più**, a parità di condizioni: è questo un tema di grande attualità in letteratura e sicuramente nel futuro prossimo si potranno commentare i primi risultati degli studi in corso.

Per approfondire le problematiche della sostenibilità del valore di impresa ti raccomandiamo il seguente master di specializzazione:

