

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 39 – Maggio 2026

Incertezza di ambiente e falsi driver di valore

Nel contesto macroeconomico e geopolitico che stiamo vivendo, il valore d'impresa è funzione oltre che dei fondamentali più tradizionali, anche della capacità di adattamento (flessibilità) e del grado di vulnerabilità (fragilità) dell'impresa stessa rispetto all'incertezza dell'ambiente esterno. Questi elementi incidono profondamente sulla percezione del rischio, sulle aspettative di azionisti e di investitori esterni e, in ultima analisi, sul valore d'impresa. Vediamo come.

L'incertezza dell'ambiente esterno

L'incertezza si riferisce alla difficoltà di prevedere eventi futuri che possono influenzare in misura rilevante l'attività aziendale. Tipicamente l'incertezza riguarda i cosiddetti rischi inattesi non i rischi attesi. Può derivare da molteplici fonti: cambiamenti normativi, innovazioni tecnologiche, dinamiche competitive, ma oggi più che mai dipende da crisi geopolitiche, politiche tariffarie, conseguenze dei conflitti. In quanto relativa ad eventi inattesi l'incertezza non è misurabile, neppure in termini probabilistici; da qui nasce il problema di come considerarla nella valutazione d'impresa.

Come per qualunque altro fattore di rischio ai fini valutativi ciò che conta è l'esposizione dell'azienda al rischio e non il rischio in sé. L'esposizione dell'azienda all'incertezza ambientale è funzione della flessibilità o al contrario della fragilità del modello di business.

In condizioni di elevata incertezza, gli investitori tendono ad applicare tassi di sconto più elevati o multipli più contenuti per compensare il rischio percepito, con la conseguenza di ridurre il valore d'impresa. Si tratta di semplificazioni che, da un lato, possono condurre a gravi errori perché implicitamente assumono che l'incertezza colpisca allo stesso modo aziende flessibili ed aziende fragili e, dall'altro, sono dovute alla difficoltà di interpretare correttamente i profili di flessibilità e di fragilità. Ad esempio, imprese che reagiscono all'accresciuta incertezza ambientale posticipando degli investimenti, adottando strategie più prudenti o diversificando l'attività, sono caute ma la cautela non è flessibilità se comporta perdita di opportunità, ritardi nella *pipeline* dei nuovi prodotti, arretramento competitivo e dunque minore valore in una prospettiva di lungo periodo.

L'azienda flessibile

Con il termine flessibilità si intende la capacità dell'impresa di adattarsi rapidamente ai cambiamenti dell'ambiente esterno senza oneri rilevanti. Può riguardare diversi profili della gestione: il profilo operativo, finanziario, organizzativo e strategico.

Un'impresa flessibile è in grado di riallocare risorse e ridefinire le proprie strategie in risposta a nuove condizioni di mercato. In questa prospettiva, le imprese possono essere concepite come piattaforme in grado di espandere, ridurre o modificare le attività in funzione dell'evoluzione del contesto. L'azienda piattaforma si caratterizza per un modello di business fondato su un *network* di relazioni variamente componibili nel tempo senza pregiudicarne l'efficacia e l'efficienza. Contrariamente a quanto si sarebbe portati a pensare l'azienda piattaforma si caratterizza per una struttura centrale caratterizzata da costi fissi anche elevati, ma che consente di mettere in atto azioni e strategie che operano nel senso di attivare – nel momento del bisogno - le fonti di ricavo e/o di approvvigionamento alternative. Queste capacità hanno valore perché permettono di limitare le perdite e di sfruttare nuove opportunità.

La flessibilità genera benefici, in quanto riduce il rischio operativo; migliora la capacità di risposta ai cambiamenti; aumenta le opportunità di crescita, ma allo stesso tempo richiede costi, risorse e competenze specifiche. La flessibilità non è un *free lunch* (solo vantaggi), perché richiede un'organizzazione attenta a mantenere vive le alternative, le finestre di opportunità, le relazioni. In breve, richiede un'organizzazione più costosa.

L'azienda fragile

Il termine fragile si riferisce all'azienda vulnerabile a *shock* imprevisti. La fragilità può derivare da fattori come elevato indebitamento, rigidità organizzativa, dipendenza da pochi clienti o fornitori, scarsa innovazione. Spesso la fragilità è dovuta ad investimenti errati nel passato, che hanno accresciuto l'indebitamento senza apportare significativi benefici in termini di flussi di cassa operativi. Altre volte è legata ad una reazione lenta a cambiamenti già intervenuti nel settore con la conseguenza che l'azienda è rimasta indietro rispetto ai concorrenti, perdendo competitività. In tutti questi casi, l'azienda è fragile perché è debole.

Tuttavia, vi sono anche aziende fragili altamente efficienti. Spesso, infatti, la fragilità è legata proprio ad una ricerca esasperata di efficienza che priva l'azienda di margini di flessibilità. Il lavorare sodo a testa bassa rende l'azienda efficiente, ma più fragile perché incapace di adattarsi al nuovo.

Il problema valutativo.....

Se si accetta l'assunto che la flessibilità comporti maggiori costi e quindi minore efficienza, significa che l'azienda flessibile si caratterizza non solo per un minore rischio ma anche per un rendimento inferiore rispetto all'azienda fragile. Quest'ultima è più efficiente (non dovendo sostenere i costi della flessibilità), ma è esposta in misura maggiore ad eventi inattesi sfavorevoli.

L'aspetto critico in sede di valutazione è rappresentato dal fatto che i costi della flessibilità sono misurabili in quanto attengono all'impresa come essa è nel presente, mentre gli eventi inattesi non essendo prevedibili, non sono misurabili in quanto attengono a come l'azienda sarà in un futuro non conoscibile legato a eventi inattesi. Tuttavia, se della flessibilità si considerassero solo i costi, il valore delle aziende flessibili verrebbe ingiustamente penalizzato. Ma come evitare la penalizzazione se i benefici della flessibilità attengono ad un futuro non conosciuto?

L'analisi delle performance storiche dell'azienda, nel lungo termine è molto utile per comprendere la sua attitudine e la sua capacità di reagire a shock esogeni inattesi. La rapidità di ripresa da eventi negativi o più semplicemente la resilienza a tali eventi rappresentano la migliore evidenza dei benefici delle opzioni che la flessibilità ha reso disponibili all'impresa.

Le opzioni hanno sempre un costo, ma il loro valore aumenta al crescere dell'incertezza. Se aumenta la possibilità che si manifestino eventi inattesi a seguito della ridotta stabilità geopolitica ed economica, le opzioni di flessibilità aumentano di valore. La funzione delle opzioni è di fungere da paracadute al verificarsi di eventi inattesi negativi, in quanto mentre il valore dell'azienda priva di opzioni di flessibilità soffre molto, le opzioni finiscono per calmierare gli effetti negativi. Nel caso di eventi positivi inattesi le opzioni di flessibilità dischiudono nuove opportunità, precluse alle aziende più fragili.

.... e la sua soluzione.

Per non cadere nell'errore di leggere l'efficienza che toglie flessibilità come un vantaggio dell'impresa, occorre smascherarne la vera natura di falso driver di valore. L'azienda di grandi dimensioni che alimenta una domanda di capacità nei confronti di fornitori dedicati, non fa altro che guadagnare flessibilità a spese dei fornitori stessi i quali – in cambio di una crescita di efficienza rinunciano ad ogni flessibilità - consegnandosi fragili ad un ambiente incerto.

L'azienda di grandi dimensioni sfrutta l'incapacità del fornitore di cogliere come l'efficienza che toglie flessibilità sia un falso *driver* di valore.

Di qui la necessità di mappare le opzioni di flessibilità a disposizione dell'impresa. Metaforicamente si tratta di verificare quali e quante siano le uscite di sicurezza, dove siano posizionate e quale portata abbiano. Una volta verificato che non siano adeguate alla crescente incertezza ambientale, si tratta di dotare l'azienda di quelle opzioni per le quali i costi sono inferiori ai benefici dovuti all'accresciuta volatilità.

Conclusioni

In un mondo caratterizzato da crescente incertezza, l'imprevedibilità è una nuova dimensione del contesto in cui le aziende sono chiamate ad operare. La capacità di reagire prontamente ad eventi inattesi, limitandone i danni e massimizzandone i benefici è legata alla flessibilità del modello di business adottato. La flessibilità tuttavia ha un costo, connesso all'esigenza di mantenere aperte molte opzioni alternative. La flessibilità fa premio quando il valore delle opzioni è maggiore del loro costo, circostanza che si verifica ogniqualvolta l'incertezza di ambiente aumenta. Accade così che imprese apparentemente meno efficienti, ma flessibili, presentino una maggiore resilienza a *shock* esterni ed un profilo di rischio nettamente inferiore rispetto ad imprese più efficienti, ma fragili. Di tutto ciò l'esperto di valutazione deve tenere conto: ogni euro di Ebitda generato dall'azienda flessibile si traduce in maggior valore grazie ad un multiplo "*Enterprise Value/Ebitda*" molto più elevato. Valendo di più del costo sostenuto per tenerle in vita, le opzioni di flessibilità aumentano l'"*Enterprise Value*" più che proporzionalmente rispetto alla riduzione di "Ebitda" indotta dal loro costo.

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, 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!

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>