Guida alla scelta del metodo per spiegare il valore di un'impresa che rende o è in difficoltà

Piv 2026, focus sull'extrareddito

Da ricostruire cause, durata e sostenibilità dei differenziali

Pagina a cura
DI RAFFAELE MARCELLO

Il reddito atteso, da solo, non basta a spiegare il valore di un'impresa. Conta anche quanto rimane dopo aver remunerato il capitale impiegato. Quando i sovraredditi o le carenze di reddito sono significativi, specie se destinati a cambiare nel tempo, l'esperto è chiamato a ricostruirne le cause, la durata e la sostenibilità. È qui che entrano in gioco il metodo misto patrimoniale-reddituale, il Residual income method (Metodo del reddito residuo) e l'economic profit (profitto economico).

Il principio III.1.33 dei Piv 2026 (Principi italiani di valutazione) annovera tra i metodi che esplicitano la creazione di valore il metodo misto patrimoniale-reddituale Uec e il Residual income method, con un richiamo anche all'Eva™ (Economic value added), ossia il valore economico aggiunto. Il tratto comune è la distinzione tra il valore del capitale impiegato e quello che l'impresa riesce a creare, o finisce per perdere, quando il suo rendimento si discosta da quello normale.

La valutazione mette così in evidenza due elementi, quali il capitale investito nell'attività e il valore, positivo o negativo, legato alla sua redditività. In determinate condizioni, questa impostazione permette anche di attribuire un peso minore al valore terminale rispetto ai metodi reddituali.

L'extrareddito va spiegato. Quando l'extrareddito, positivo o negativo, è rilevante e cambia nel tempo, non basta quantificarlo. L'esperto deve comprenderne le ragioni, stimarne l'evoluzione e valutarne la tenuta, prima di scegliere i parametri della stima. Quando un'impresa rende più del normale occorre chiedersi il perché, e in altri casi, perché fatica persino a remunerare il capitale. Un vantaggio nei costi, una solida posizione commerciale, il pricing power (potere di fissazione dei prezzi), i marchi, il know-how, la tecnologia, le economie di scala o le barriere all'entrata possono spiegare rendimenti superiori alla norma. Inefficienze, sovracapacità produttiva, quote di mercato in calo o un capitale investito eccessivo possono invece comprimere la redditività. Sono possibili cause, non un elenco dettato dai Piv, per cui spetta all'esperto verificare quali incidano davvero sull'impresa esaminata.

Uec, patrimonio più goodwill. Con il metodo misto patrimoniale-reddituale (Uec) si parte dal patrimonio netto rettificato a valori correnti. A questo importo si somma, o si sottrae, il valore attuale dei sovraredditi o delle carenze di reddito attesi.

Se il reddito previsto supera quello "normale", calcolato applicando al capitale un rendimento adeguato alle caratteristiche dell'impresa e del settore, la differenza dà luogo a goodwill (avviamento). Se il reddito è inferiore, si ha invece un avviamento negativo (badwill). Diventa così possibile individuare quanta parte del valore non dipenda dalla sola consistenza patrimoniale.

> ***Quando l'extrareddito, positivo o negativo, è rilevante e cambia nel tempo, non basta quantificarlo. L'esperto deve comprenderne le ragioni, stimarne l'evoluzione e valutarne la tenuta, prima di scegliere i parametri della stima***

L'analisi del patrimonio e quella del reddito devono però procedere su basi coerenti. Il capitale iniziale non è necessariamente quello riportato in bilancio in quanto va rettificato a valori correnti e, nella configurazione ordinaria del metodo, è riferito al patrimonio tangibile. Se l'attività è stagionale, occorre normalizzare anche il capitale di partenza, per confrontarlo correttamente con i risultati dai quali si ricava l'extrareddito.

La scelta più delicata riguarda la durata del vantaggio, o dello svantaggio, competitivo. Nelle applicazioni Uec si considera in genere un arco di cinque-dieci anni, ma la durata dipende dalla persistenza del differenziale e non può essere assunta come automatismo. In presenza di badwill, l'orizzonte deve riflettere il tempo necessario a recuperare una redditività normale, nell'ipotesi di continuità aziendale. Resta inoltre fermo che la stima in continuità non può scendere sotto il valore di liquidazione ordinaria dell'azienda. Bisogna comunque monitorare anche la scelta dei tassi. Quello impiegato per determinare il reddito "normale" non ha la stessa funzione del tasso usato per attualizzare i differenziali. Il sovrareddito, proprio perché eccede la remunerazione ordinaria, può essere più esposto all'erosione del vantaggio competitivo. Il materiale tecnico Oiv riconduce entrambi i parametri all'ambito del costo dei mezzi propri, distinguendone tuttavia il ruolo, ragion per cui la scelta va motivata in rapporto alla natura del differenziale.

Residual income, il valore parte dal patrimonio contabile. Il Residual income model segue un ragionamento analogo, ma assume una base diversa. Il valore dell'equity è dato dal patrimonio netto contabile, al quale si aggiunge il valore attuale dei redditi residuali attesi.

Il reddito residuale corrisponde al reddito netto prospettico meno la remunerazione richiesta sul patrimonio netto investito, calcolata al costo dei mezzi propri. Ecco perché un utile di bilancio, pur positivo, non indica necessariamente che sia stato creato valore, per cui se remunera appena il capitale proprio, il residual income è nullo.

È soprattutto nella base patrimoniale che i due metodi si distinguono. L'Uec parte da un patrimonio rettificato a valori correnti, dopo un'apposita analisi patrimoniale; il Residual income model lavora invece su valori contabili. La differenza tra reddito conseguito e rendimento richiesto spiega, in quest'ultimo caso,

> ***Crescere non significa necessariamente creare valore: fatturato, capitale investito e persino utili possono aumentare senza che migliori il valore economico dell'impresa***

il valore che si aggiunge al patrimonio netto contabile.

Economic profit, la lettura asset side. Il medesimo ragionamento può essere applicato sul versante asset side (attivo operativo) con il Discounted economic profit (Metodo del profitto economico attualizzato). Si parte dal capitale operativo investito contabile e si misura il valore creato sottraendo al Nopat (Net operating profit after taxes), vale a dire al risultato operativo al netto delle imposte, il costo del capitale operativo, determinato applicando il Wacc (Weighted average cost of capital), ovvero il costo medio ponderato del capitale.

Si crea valore operativo soltanto se il capitale investito rende più di quanto costano le risorse necessarie a finanziarlo. Se rendimento e costo del capitale coincidono, l'economic profit è nullo; mentre se il rendimento è più basso, l'impresa distrugge valore.

Residual income ed economic profit guardano dunque allo stesso fenomeno da due angolazioni, equity side (capitale proprio) il primo e asset side il secondo. A parità di ipotesi coerenti, il valore creato non dovrebbe cambiare passando da una prospettiva all'altra.

Crescita e valore non coincidono. Crescere non significa necessariamente creare valore, benché fatturato, capitale investito e persino utili possono aumentare senza che migliori il valore economico dell'impresa.

Se il denaro reinvestito rende meno del costo del capitale, l'espansione dell'attività può addirittura distruggere valore. La crescita è invece conveniente quando i nuovi investimenti assicurano un rendimento superiore a quello richiesto da chi mette a disposizione le risorse.

Residual income ed economic profit aiutano a leggere questa differenza osservando, nel tempo, come cambiano patrimonio netto e capitale operativo. Trattenere gli utili e reinvestirli, infatti, non basta, occorre anche verificare se quei nuovi impieghi generino rendimenti superiori al costo opportunità del capitale.

© Riproduzione riservata

I metodi per la creazione di valore

Profilo	Metodo Uec	Residual income model	Discounted economic profit
Prospettiva	Equity side	Equity side	Asset side
Base di partenza	Patrimonio netto rettificato a valori correnti	Patrimonio netto contabile	Capitale operativo investito contabile
Grandezza economica	Reddito prospettico	Reddito netto	Nopat
Misura del differenziale	Reddito prospettico meno rendimento normale sul capitale	Reddito netto meno costo dei mezzi propri sul patrimonio netto	Nopat meno Wacc sul capitale operativo
Valore differenziale	Goodwill o badwill	Residual income	Economic profit
Tasso di riferimento	Rendimento normale i' e tasso i'' per i differenziali	Costo dei mezzi propri (ke)	Wacc
Base patrimoniale	Valori correnti	Valori contabili	Valori contabili
Orizzonte	Generalmente 5-10 anni, in funzione della persistenza del vantaggio/svantaggio	Può estendersi oltre il periodo analitico	Può estendersi oltre il periodo analitico
Punto critico	Durata del sovrareddito o della carenza di reddito	Sostenibilità del reddito residuale	Sostenibilità dell'economic profit