

Le indicazioni dei Piv 2026: la scelta del metodo segue la realtà economica, non la precede

Valutazioni guidate dal reddito

Il primo passaggio è capire se l'impresa sia in fase di regime

Pagina a cura

di RAFFAELE MARCELLO

Per le imprese che hanno raggiunto una condizione di equilibrio, il metodo reddituale torna a essere un riferimento centrale nella stima. I Piv 2026 chiariscono che, quando l'azienda opera ormai in un assetto di regime, la valutazione può fondarsi sulla capacità di produrre un reddito sostenibile nel tempo. È però l'esperto a dover dimostrare che tale condizione sia effettivamente raggiunta. Se risultati, investimenti o capitale circolante sono ancora soggetti a variazioni significative, il Dcf (Discounted cash flow ovvero metodo dei flussi di cassa attualizzati) consente invece di rappresentare meglio la fase evolutiva. Il punto di raccordo resta il valore terminale: anche il metodo finanziario, una volta raggiunto il regime, finisce per misurarsi con un risultato sostenibile di lungo periodo. La scelta del metodo deve quindi seguire la realtà economica dell'impresa, non precederla.

Il reddito da capitalizzazione. Il nodo iniziale è individuare quale reddito possa essere ragionevolmente assunto a base della stima. L'utile di bilancio, da solo, non è sufficiente. Il punto III.1.31, nella prospettiva equity side (approccio al capitale proprio), richiama il reddito netto distribuibile di lungo periodo, da porre in relazione con il costo-opportunità dei mezzi propri. Nella prospettiva asset side (approccio al capitale complessivo), invece, il riferimento è il risultato operativo disponibile al netto delle imposte che l'impresa sosterrrebbe in assenza di indebitamento, da capitalizzare con un tasso coerente con tale configurazione. La questione, quindi, non è soltanto quale formula applicare, ma come si arriva al reddito da capitalizzare. È questo percorso che la relazione di stima deve rendere trasparente e verificabile.

Quando l'impresa è stabilizzata. Prima di applicare qualsiasi formula occorre capire se l'impresa sia davvero entrata in una fase di regime. Lo steady state (condizione di equilibrio a regime) non è un dato da presumere. Quando la gestione mostra continuità, il reddito sostenibile può essere ricostruito partendo dai risultati più recenti, depurandoli dagli elementi non ricorrenti e incorporando le condizioni future già ragionevolmente individuabili. In un contesto realmente stabilizzato, reddito distribuibile e flussi monetari disponibili tendono ad avvicinarsi. Se, al contrario, investimenti e capitale circolante continuano ad assorbire o liberare risorse in misura rilevante, la dinamica fi-

La bussola per scegliere il metodo		
Profilo	Metodo reddituale	Metodo finanziario / Dcf
Situazione aziendale	Impresa stabilizzata, in steady state	Impresa con risultati e variabili ancora in evoluzione
Flusso di riferimento	Reddito distribuibile di lungo periodo	Flussi monetari disponibili nei singoli esercizi
Presupposto da dimostrare	Stabilità delle condizioni economiche e della capacità di reddito	Necessità di rappresentare analiticamente l'evoluzione nel tempo
Equity side	Reddito netto distribuibile / costo dei mezzi propri	Flussi disponibili per gli azionisti / costo dell'equity
Asset side	Nopat e tasso coerente con la prospettiva operativa	Flussi operativi e Wacc
Crescita	Deve essere coerente con la quota di reddito da reinvestire	Va riflessa nei flussi e negli investimenti previsti
Reinvestment rate	Riduce il reddito effettivamente distribuibile	Incide sui flussi e torna centrale nel terminal value
Capitale circolante e investimenti	Compatibili con una situazione di regime	Rilevati analiticamente quando producono variazioni significative
Valore terminale	Capitalizzazione del risultato sostenibile di lungo periodo	A regime torna centrale il risultato distribuibile, al netto dei reinvestimenti
Compito dell'esperto	Motivare lo steady state e spiegare la formazione del reddito normalizzato	Motivare le previsioni analitiche e il momento in cui viene raggiunto il regime

nanziaria assume un peso che il metodo reddituale rischia di non rappresentare pienamente.

Crescita e reinvestimenti. La crescita, nella valutazione, non può essere separata dalle risorse necessarie per sostenerla. Una parte del reddito prodotto può dover restare nell'impresa per finanziare investimenti, rinnovi e fabbisogni connessi allo sviluppo. Per questo non conta soltanto il reddito generato, ma soprattutto la quota che può essere distribuita senza compromettere la capacità dell'azienda di mantenere nel tempo i risultati attesi. Il tasso di crescita assunto deve quindi trovare un riscontro coerente nei reinvestimenti richiesti.

Nelle valutazioni equity side, il rapporto tra crescita e reinvestimenti va letto alla luce del rendimento prospettico dei mezzi propri; nelle valutazioni asset side, del rendimento del capitale operativo. Il Roe (Return on equity), inteso come redditività del capitale proprio, e il Roic (Return on invested capital), inteso come rendimento del capitale operativo, assumono così una funzione di controllo sulla sostenibilità delle ipotesi.

Una crescita più elevata non determina, di per sé, un valore maggiore: occorre verificare quante risorse richiede e quale rendimento l'impresa è in grado di ottenere su quelle risorse. Se il rendimento degli investimenti incrementali non è adeguato, la crescita può assorbire valore anziché crearlo.

Inflazione e reddito sostenibile. Anche l'inflazione incide sulla determinazione del reddito sostenibile. Se un'impresa stabilizzata riesce a trasferirne integralmente gli effetti nella propria redditività, reddito e costo del capitale possono essere espressi in termini reali. Se il recupero è soltanto parziale, la stima deve riflettere tale limite. Va inoltre considerato che, in un contesto inflattivo, gli ammortamenti calcolati sui valori storici possono non essere sufficienti a finanziare il rinnovo della capacità produttiva: una quota maggiore di reddito può quindi dover essere trattenuta. In assenza di inflazione, il reinvestment rate (tasso di reinvestimento), può invece ridursi sensibilmente quando ammortamenti e rinnovi risultano allineati e il capitale circolante netto resta stabile.

Se l'azienda è ancora in

evoluzione. Il quadro cambia quando l'impresa non ha ancora raggiunto una redditività stabile. È il caso delle aziende impegnate in una ristrutturazione o in una fase di crescita intensa, nelle quali i risultati correnti possono essere temporaneamente compressi oppure, al contrario, superiori alla capacità di reddito normale. In questi casi il dato dell'ultimo esercizio non può essere trasferito meccanicamente nel futuro.

Occorre separare ciò che è strutturale da ciò che è transitorio e ricostruire il livello di reddito che l'impresa potrà ragionevolmente mantenere nel tempo. Se però l'evoluzione coinvolge anche investimenti, capitale circolante e fabbisogni finanziari, il metodo reddituale diventa meno efficace nel rappresentare il percorso di assestamento. Il Dcf consente allora di seguire analiticamente i flussi fino al momento in cui l'azienda raggiunge una condizione di regime.

Il raccordo con il Dcf. Il Dcf accompagna l'impresa durante il periodo di previsione esplicita, seguendo l'andamento dei flussi di cassa e gli effetti di investimenti, disinvestimenti e variazioni del capitale circo-

lante. Il suo approdo naturale è il valore terminale. Quando la fase evolutiva si esaurisce e l'impresa entra in una condizione più stabile, anche la stima finanziaria torna a poggiare sulla capacità di generare risultati sostenibili nel lungo periodo.

Il terminal value (valore terminale) deve rappresentare una situazione di equilibrio credibile, nella quale redditività, crescita e reinvestimenti siano compatibili tra loro. Non può essere il risultato di un automatismo matematico. Anche nel Dcf, infatti, il valore di lungo periodo dipende dalla capacità dell'impresa di produrre un risultato distribuibile dopo aver finanziato gli investimenti necessari a sostenere la crescita. È in questo passaggio che metodo reddituale e metodo finanziario mostrano il loro punto di contatto più evidente.

Equity side e asset side. Scelta la prospettiva valutativa, la coerenza deve essere mantenuta fino alla conclusione della stima. Le valutazioni reddituali sono normalmente sviluppate equity side, ma i Piv ammettono anche l'impostazione asset side.

Nel primo caso si capitalizza il reddito netto distribuibile mediante un costo del capitale proprio coerente con il rischio dell'azionista. Nel secondo si parte dal Nopat (Net operating profit after taxes), cioè dal risultato operativo al netto delle imposte figurative riferibili a un'impresa priva di indebitamento, si determina il valore dell'attività operativa e, successivamente, si perviene al valore dell'equity.

Flussi e tassi devono quindi appartenere alla medesima prospettiva: combinarli in modo incoerente altera il significato economico della valutazione.

La relazione dell'esperto. Per chi sottoscrive la valutazione, il punto decisivo è la tracciabilità del percorso seguito. Se viene applicato il metodo reddituale, la relazione deve permettere di ricostruire il passaggio dal risultato contabile al reddito distribuibile di lungo periodo, illustrando le normalizzazioni effettuate, le condizioni prospettiche considerate, i fabbisogni di reinvestimento, la crescita attesa e il tasso di capitalizzazione. Se si utilizza il Dcf, occorre invece spiegare perché la fase esplicita richieda una rappresentazione analitica dei flussi finanziari e su quali elementi si fondi l'ipotesi di raggiungimento del regime al termine del piano.

La formula, da sola, non basta: una valutazione è convincente quando consente al lettore di comprendere il ragionamento economico che sostiene le scelte e i parametri adottati.

—© Riproduzione riservata—