

MARCO REBOA

Incaricato di Programmazione e controllo al Libero Istituto Carlo Cattaneo
Dottore commercialista in Milano

L'ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) COME STRUMENTO DI VALUTAZIONE DELLE STRATEGIE (*)

SOMMARIO: 1. Strategie generali d'impresa e strategie economico-finanziarie. — 2. I modelli di valutazione delle strategie economico-finanziarie. — 3. *L'Economic Value Added* (EVA). — 3.1. Il concetto di EVA. — 3.2. Le rettifiche ai dati contabili. — 3.3. La metodologia di valutazione del capitale economico basata sull'EVA.

1. *Strategie generali d'impresa e strategie economico-finanziarie.*

Accogliendo una nota definizione, la strategia è qui intesa come il modello di interazione esistente o desiderato tra l'impresa ed il suo ambiente [Coda 1988]. Quest'ultimo, a sua volta, si articola concettualmente in un insieme di sottosistemi ambientali tra loro variamente interconnessi (mercati di vendita dei prodotti finiti, di acquisto delle materie prime, del lavoro, dei capitali di rischio e di prestito, ordinamenti legislativi, tributari e così via). Sarebbe peraltro fuorviante ricondurre la strategia d'impresa ad una semplice sommatoria di specifiche strategie sviluppate con riguardo ai differenti interlocutori nei diversi momenti della vita aziendale, poiché l'impresa, nello svolgimento della sua attività, si trova necessariamente ad operare nel contempo su più mercati e lo squilibrio in uno solo di que-

(*) Il saggio è tratto da *Scritti in onore di Camillo Bussolati*, ed. Libero Istituto Carlo Cattaneo di Castellanza, dicembre 1997.

sti può generare uno squilibrio nel funzionamento generale del sistema.

Muovendo da tali osservazioni, è possibile pertanto ampliare la precedente definizione di strategia, che viene ora intesa come l'insieme delle scelte e delle azioni che definiscono il posizionamento strutturale realizzato, o ricercato, simultaneamente dall'impresa nei diversi mercati e con i diversi interlocutori sociali al fine di raggiungere condizioni complessive di equilibrio [Demattè 1995], le quali, è bene ricordare, non possono in alcun modo prescindere dalla prospettiva di valutazione economico-finanziaria.

Da ciò deriva la necessità di dotarsi di modelli di valutazione atti ad accertare, in via preventiva e consuntiva, le condizioni di equilibrio economico-finanziario del sistema al fine di valutare, congiuntamente, le strategie che lo hanno originato. A tale riguardo sono stati proposti due differenti modelli, ispirati a tecniche distinte, seppure complementari.

Con il *modello del bilancio*, che si rifà alla tecnica contabile, si assume come prospettiva di valutazione delle strategie aziendali quella del loro impatto sugli assetti patrimoniali, economici e finanziari dell'impresa. La solvibilità a medio lungo termine dell'impresa, nel garantire la salvaguardia dell'equilibrio economico-finanziario, esprime le ricercate condizioni di equilibrio del sistema. La valutazione fa dunque perno sulla nozione di *fattibilità* (sostenibilità) *finanziaria* delle strategie. Che senso avrebbe, ad esempio, scegliere una strategia competitiva tesa ad aumentare la quota di mercato o formulare una strategia di crescita per linee esterne, se con ciò si mettesse in pericolo la sopravvivenza dell'impresa? Un'impostazione strategica sciolta dai vincoli economico-finanziari compromette le condizioni di equilibrio del sistema, impegnando l'azienda in iniziative imprenditoriali non coerenti con la quantità e la qualità delle risorse disponibili.

Con il *modello del valore*, ispirato alla tecnica finanziaria, si assume come prospettiva di valutazione delle strategie quella del loro impatto sul valore economico d'impresa, che diviene

pertanto il parametro chiave per valutare la congruità delle scelte aziendali. L'aumento del valore del capitale economico, nell'esprimere corrette modalità di impiego delle risorse a disposizione del management, mette in luce, in ultima analisi, il raggiungimento delle ricercate condizioni di equilibrio del sistema. L'analisi in parola fa dunque perno sulla nozione di *convenienza economica* delle strategie. Quale utilità vi sarebbe, in altri termini, nel perseguire strategie di ingresso in nuovi mercati di sbocco o di ampliamento della gamma offerta se queste, sebbene perfettamente compatibili con le risorse finanziarie aziendali, non contribuissero ad accrescere il valore economico dell'impresa, ma anzi lo depauperassero?

Le considerazioni sin qui esposte permettono ora di meglio inquadrare il tema delle strategie economico-finanziarie, intese come il sottoinsieme di scelte che riguardano la dimensione economica e finanziaria d'azienda e che scaturiscono dal posizionamento strutturale della stessa nei diversi mercati con i quali essa interagisce in vista del mantenimento delle condizioni di equilibrio generale del sistema. A ben vedere, si assume un modo totalizzante di leggere l'impresa nelle sue manifestazioni: le azioni che danno contenuto alle strategie si esplicitano inevitabilmente, in logica economico-finanziaria, in scelte di investimenti (disinvestimenti), finanziamenti (interni ed esterni) e dividendi che, considerate nelle loro reciproche connessioni, hanno sempre un risvolto in termini di solvibilità aziendale di medio lungo periodo e di valore economico dell'impresa [Brunetti 1997].

2. *I modelli di valutazione delle strategie economico-finanziarie.*

I diversi modelli proposti per valutare le strategie di impresa in chiave economico-finanziaria variano, quindi, a seconda che l'indagine sia orientata all'accertamento delle condizioni di fattibilità o delle condizioni di convenienza economica.

Nella prima fattispecie considerata, il tema della valutazione delle strategie — condotta nell'ottica del loro impatto

sulla solvibilità di medio-lungo termine — è inquadrabile nel più ampio problema di valutazione, consuntiva o preventiva, dell'assetto patrimoniale, economico e finanziario dell'impresa sulla base di valori ed indici di estrazione prevalentemente contabile. Il processo in esame prende le mosse, secondo un impianto teorico assai diffuso, da un giudizio preliminare sui quattro poli — sviluppo, solidità, redditività e sviluppo — attorno ai quali devono aggregarsi tutte le informazioni inerenti all'assetto patrimoniale, economico, finanziario complessivo, se si vuole tentare di capirlo nei suoi svolgimenti passati, nella sua configurazione presente e nella sua probabile evoluzione futura [Coda 1984]. Per cogliere appieno le relazioni che legano i quattro poli, è indispensabile padroneggiare i tradizionali schemi di analisi propri della tecnica contabile, che sono ormai largamente diffusi nella prassi. Il riferimento, ad esempio, è al modello di analisi della redditività operativa secondo il noto sistema Du Pont, che mette in evidenza i legami tra gli obiettivi di redditività e quelli di sviluppo, oppure alla cosiddetta relazione della leva finanziaria, che permette di approfondire i legami tra gli obiettivi di solidità e quelli di redditività, e così via discorrendo.

Nella seconda fattispecie considerata, la valutazione delle strategie — condotta nell'ottica del loro contributo alla generazione del valore d'impresa — è inquadrabile nella cosiddetta teoria della creazione del valore economico. In questo senso, una strategia è correttamente impostata, e quindi conveniente, se aumenta il valore del capitale economico. Nel tempo si sono succeduti due differenti approcci volti ad esprimere tale condizione di fondo:

— nel primo, formalizzato da Fruhan nel 1979, una strategia genera valore quando garantisce tassi di redditività superiori al costo opportunità delle risorse impiegate. In concreto, ciò si traduce nel confronto tra il tasso di rendimento dei mezzi propri (ROE) ed il costo figurativo degli stessi (K_e), ovvero, sviluppando l'algoritmo della leva finanziaria, nel calcolo dello

spread tra il tasso di rendimento del capitale investito (ROI) ed il relativo costo (CMPC) ⁽¹⁾;

— nel secondo, concettualizzato da Rappaport nel 1986, una strategia genera valore quando il valore dei flussi di cassa operativi connessi alla sua realizzazione, attualizzati ad un saggio espressivo del costo opportunità del capitale impiegato (CMPC), è superiore al valore iniziale dell'investimento.

Entrambi gli approcci fanno pertanto esplicito riferimento alla nozione di costo del capitale ⁽²⁾ — da intendersi quindi come il tasso soglia (o tasso accettazione) della redditività attesa da una strategia per valutare la sua convenienza economica — sebbene nel contesto di metodologie valutative differenti. A tale riguardo, è facile osservare come la prima impostazione, assumendo come variabili metodologicamente rilevanti il ROI ed il ROE, risente ancora della logica contabile adottata nei tradizionali modelli di pianificazione strategica, che sono stati successivamente abbandonati, con l'opera di Rappaport, per fare spazio ai modelli finanziari basati sulla tecnica del *discounted cash flow*. Ed è proprio il descritto radicamento nei valori di origine contabile che dà ragione dei pregi e dei limiti del metodo basato sullo « *spread* » e spiega, come si avrà modo di chiarire in seguito, il crescente interesse suscitato in questi ultimi anni dal criterio di valutazione basato sull'EVA (Economic Value Added), che rappresenta per molti versi il naturale completamento dell'approccio valutativo avviato da Fruhan.

Tornando all'originario metodo di valutazione basato sullo

⁽¹⁾ Se si assume il vincolo di equilibrio del sistema per $ROE = K_e$, deve risultare pure che

$$[ROI + Mt/M_p (ROI - i) (1-t)] = K_e.$$

Risolvendo l'equazione per ROI, si ottiene:

$$ROI (1 + Mt/M_p) (1-t) = K_e + i (1-t) Mt/M_p, \text{ e quindi}$$

$$ROI (1-t) = K_e M_p + i (1-t) Mt / Mt + M_p$$

Preso atto che il secondo membro dell'equazione esprime il costo medio ponderato del capitale, si ha quindi generazione di nuovo valore quando il tasso di redditività del capitale investito (al netto dell'effetto fiscale) è superiore al costo medio ponderato del capitale.

⁽²⁾ Per la determinazione del costo del capitale si fa principale riferimento agli sviluppi del CAPM (Capital Asset Pricing Model).

« *spread* », va detto che esso ebbe il merito di richiamare per primo l'attenzione sulla necessità di apprezzare quantitativamente le strategie, anche dal punto di vista della loro convenienza economica, giungendo a definire il tasso di accettazione dei progetti — il cosiddetto ROI obiettivo che, per definizione, deve essere pari al CMPC — in un quadro teorico di allocazione delle risorse concettualmente corretto e, soprattutto, di facile comprensione, perché basato su di un indicatore di performance — il ROI — familiare al management. Per converso, il metodo in parola presenta i limiti propri della tecnica di calcolo da cui traggono origine i valori espressivi del saggio di redditività: i dati contabili risentono, tra l'altro, delle politiche di bilancio e delle convenzioni adottate nella valutazione delle scorte, nella capitalizzazione dei costi di ricerca e sviluppo e così via, e riflettono, inevitabilmente, gli effetti distorsivi prodotti dall'inflazione, specie per quanto concerne i valori di più remota formazione.

A ben vedere tali limiti — peraltro non del tutto trascurati da Fruhan, il quale propone di apportare talune rettifiche ai dati di contabilità in sede di applicazione del metodo — vengono in gran parte superati dall'approccio valutativo che fa perno sui flussi di cassa, liberandosi, quindi, dalle distorsioni prodotte dalle convenzioni della tecnica contabile. Esso, inoltre, ben si presta a valutare le alternative strategiche per la sua proiezione nel tempo: fa riferimento ai flussi futuri, evitando quindi il condizionamento dei dati passati, e tiene in debito conto le prospettive oltre l'orizzonte temporale considerato dal piano, attraverso la stima del valore residuo attribuibile alla strategia al termine del periodo di pianificazione.

Il modello di valutazione definito come *Unlevered Discounted Cash Flows Analysis* ha di conseguenza incontrato una generale accettazione teorica ed una consistente diffusione, specie nel mondo anglosassone, come strumento di gestione manageriale (il cosiddetto *value based approach*). Rispetto alla versione originaria formulata da Rappaport nel 1986, esso è stato successivamente oggetto di ripetuti affinamenti per quanto riguarda al-

cuni aspetti metodologicamente critici: il valore residuo e le cosiddette opzioni reali.

Permane a tutt'oggi una notevole indeterminatezza nella scelta dei criteri da adottare per la stima del valore residuo, sebbene questo esprima un peso generalmente predominante sul valore complessivo assegnato alla strategia ⁽³⁾. Le incertezze insite nelle previsioni a 5 ed anche più anni dei valori necessari per il suo calcolo (i redditi e le altre variabili stimate al termine del periodo del piano) rappresentano un elemento di soggettività (arbitrarietà per taluni), che può arrivare a compromettere la significatività delle indicazioni ottenute con tale metodologia.

La realizzazione di una strategia, poi, non comporta soltanto il sorgere di rendimenti direttamente riferibili all'investimento effettuato, ma offre altresì l'opportunità di effettuare in futuro nuovi investimenti, capaci a loro volta di generare un ritorno più o meno significativo. Sono queste le cosiddette « opzioni », il cui valore, da stimare opportunamente, si aggiunge ai flussi di cassa generati direttamente dall'investimento originario. Non è facile però la loro valutazione, sebbene a livello accademico siano state formulate alcune proposte al riguardo [Buttignon 1991].

3. *L'Economic Value Added (EVA).*

3.1. *Il concetto di EVA.*

Grazie allo scritto di Bennet Stewart sull'Economic Value Added (EVA), trattato come strumento di misurazione di periodo volto a mettere in correlazione le performance d'impresa con la creazione di valore economico, ha ripreso quota l'approccio di valutazione delle strategie basato sul cosiddetto

⁽³⁾ Il valore residuo rappresenta spesso la maggior parte del valore societario, anzi in molti casi solo una piccola quota di tale valore può essere attribuita ragionevolmente al cash flow stimato per i 5 o 10 anni a venire (da. A. RAPPAPORT, *op. cit.*, p. 74).

« *spread* », che pareva ormai essere stato definitivamente soppiantato dal metodo finanziario dell'*Unlevered Discounted Cash Flow*.

Vi è da dire al riguardo come, in logica economica, è assai più intuitivo comprendere che si genera nuovo valore quando il ritorno sugli investimenti è superiore al costo opportunità del capitale impiegato (e quindi si ha una situazione di sostanziale pareggio economico, cioè non si genera e non si distrugge valore, quando le due grandezze si equivalgono), rispetto ad analoghe conclusioni, a cui si perviene con la tecnica del DCF, che fanno riferimento al VAN positivo dei flussi di cassa attesi dall'investimento scontati ad un saggio espressivo del costo del capitale (il *break even*, o indifferenza economica, è allora per un VAN eguale a zero).

Come dichiarato in premessa, l'indicatore economico di periodo EVA prende le mosse dallo « *spread* » tra il ROI ed il CMPC, per poi moltiplicare questa grandezza differenziale (che esprime di quanto il ritorno di un investimento eccede il suo costo) per il valore del capitale investito (che esprime la « dimensione » delle opportunità d'investimento colte dall'impresa a quel particolare tasso di rendimento ed in un certo intervallo temporale), al fine di stimare il valore economico prodotto nel periodo considerato.

In estrema sintesi, l'indicatore di performance EVA presenta i seguenti aspetti qualificanti:

— prende in esplicita considerazione il costo del capitale (proprio e di terzi) impiegato per finanziare gli investimenti e, per tale motivo, è assimilabile al concetto di *residual income* (il risultato che rimane dopo aver remunerato figurativamente anche il capitale di rischio ad un saggio giudicato soddisfacente in relazione al tipo di investimento considerato);

— richiede che taluni valori di origine contabile siano aggiustati allo scopo di contenere i già ricordati limiti che derivano dalla tecnica di rilevazione dei dati. In seguito si cercheranno di tratteggiare le principali rettifiche proposte, che riguardano prevalentemente i criteri convenzionali di imputa-

zione temporale dei ricavi e dei costi, al fine di ottenere flussi normalizzati di reddito che non si discostano in misura sostanziale dai movimenti reali all'origine dei flussi operativi di cassa;

— focalizza l'attenzione sulle determinanti del valore economico. È facile dimostrare come si ha nuovo valore: *a)* aumentando i ritorni netti (rettificati cioè per tenere conto del costo del capitale) a parità di capitale investito, *b)* mantenendo inalterati i ritorni (intesi sempre nel senso dianzi specificato) con minore capitale investito e *c)* investendo capitale in nuovi progetti strategici con rendimenti superiori al costo del capitale impiegato per finanziarli;

— è uno strumento di misurazione del valore economico generato nel periodo. Esso, tuttavia, può essere significativamente assunto come grandezza prioritaria di riferimento nel contesto di metodi per la stima del valore del capitale economico d'impresa. Ma anche su questo punto si tornerà in seguito.

La seguente formula definisce pertanto l'EVA come:

$$\text{EVA} = (\text{R} - \text{CMPC}) * \text{COI} \quad [1]$$

dove:

R	Tasso di rendimento del capitale operativo investito (pari a $\text{NOPAT} / \text{COI}$)
CMPC	Costo medio ponderato del capitale (espresso in percentuale) impiegato per finanziare il capitale investito
COI	Capitale operativo investito (per definizione pari alla somma del capitale proprio e del debito finanziario)
NOPAT	Reddito operativo normalizzato dopo le imposte (pari al risultato operativo rettificato ed al netto dell'imposizione fiscale)

La [1] conferma quanto in precedenza argomentato: per accrescere sistematicamente il valore economico d'impresa non è sufficiente realizzare ritorni soddisfacenti — misurati dallo *spread* « $\text{R} - \text{CMPC}$ » — ma occorre altresì sfruttare sempre nuove opportunità di investimento parimenti profittevoli.

In alternativa, è possibile calcolare il risultato periodale EVA come:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{CMPC} * \text{COI}) \quad [2]$$

Nella [2] si mette in luce come il valore generato nel periodo cresce al crescere del risultato economico conseguito (NOPAT) ed al decrescere della dimensione del capitale impiegato (COI) ed al suo costo (CMPC).

3.2. *Le rettifiche ai dati contabili.*

Si è già anticipato che l'applicazione della valutazione basata sull'EVA richiede che i dati rilevanti siano rettificati al fine di depurarli dalle principali distorsioni prodotte dalle convenzioni contabili.

A ben vedere, si tratta di un passaggio metodologico assai impegnativo, al quale Bennet Stewart dedica una parte importante del suo scritto, e che consiste in un articolato processo di normalizzazione del reddito (da qui il bisogno di introdurre per la prima volta il concetto di NOPAT - *Net Operating Profit less Adjusted Taxes*) teso a ad eliminare (o aggiungere) componenti la cui assenza (o presenza) distorce la più attendibile misura delle performance di periodo ⁽⁴⁾.

Rinviano al citato volume per un esame dettagliato del processo, giova qui rilevare che gli aggiustamenti in parola sono sostanzialmente riconducibili a: *i*) rettifiche tese a garantire omogeneità dei valori in termini di politiche finanziarie soggiacenti e, *ii*) rettifiche tese a ridistribuire nel tempo costi e ricavi secondo criteri meglio rispondenti alla loro utilità aziendale.

⁽⁴⁾ Il processo di aggiustamento dei dati contabili illustrato da G.B. Stewart presenta molte similitudini con analogo processo descritto da Guatri, in un recente scritto [1996], per determinare il cosiddetto REI (Risultato economico integrato). La principale differenza riguarda il trattamento esplicito nella nozione di REI delle plusvalenze inesprese sui beni materiali e, soprattutto, immateriali.

Valgano in merito i seguenti esempi. Quanto al punto indicato sub *i)*, si tratta di accertare che all'interno del NOPAT e del COI non compaiano i riflessi delle politiche finanziarie, in conformità alla visione « *unlevered* » del modello. Tra i casi più comuni si ricordano le operazioni di leasing: al riguardo si propone di rettificare le rate accolte tra i componenti negativi del NOPAT degli interessi passivi impliciti e, contestualmente, di aumentare il COI del valore dei beni in leasing, ottenuto attualizzando le relative rate. Al passivo, per coerenza, va iscritto per pari ammontare il debito finanziario verso la società di leasing; debito che contribuisce quindi a modificare la struttura ed il costo delle risorse finanziarie impiegate. Un'altra importante rettifica riguarda il calcolo delle imposte per la stima del NOPAT, che debbono essere commisurate al reddito operativo normalizzato, a prescindere quindi dalla politica debitoria in concreto adottata. Dello scudo fiscale rappresentato dalla deducibilità fiscale degli interessi passivi se ne terrà conto, conseguentemente, in sede di definizione del costo medio ponderato del capitale.

Come facilmente intuibile, il punto di maggior rilievo in tema di normalizzazione riguarda l'eliminazione dei riflessi prodotti da talune convenzioni contabili, di cui al punto sub *ii)*, giudicati distorsivi per una corretta misurazione delle performance periodali e del capitale investito. Il tema è veramente troppo vasto perché possa essere affrontato in questa sede, ma, per cenni, si possono richiamare alcuni aggiustamenti. Le cosiddette riserve LIFO, ad esempio, vanno sommate al valore del COI e, contestualmente, si deve procedere a rettificare il NOPAT per recepire eventuali incrementi o decrementi periodali che sono intervenuti in questa riserva, calcolati valorizzando le rimanenze iniziali e finali al loro valore corrente. I costi di ricerca e sviluppo, ove possibile, andrebbero patrimonializzati al fine di ragguagliare significativamente i risultati futuri con tutti gli investimenti (compresi nel COI) che li hanno generati. In caso contrario, si correrebbe il rischio di sottostimare l'EVA del periodo in cui tali oneri sono stati sostenuti, a tutto vantaggio

degli EVA degli esercizi successivi, che risulterebbero di conseguenza sovrastimati. Altri aggiustamenti ricorrenti riguardano le voci contabili che più direttamente risentono di politiche di bilancio tese al contenimento del reddito imponibile (quali accantonamenti a fondi svalutazione crediti, magazzino ed altre poste rettificative dell'attivo stimate con percentuali prefissate in logica prudenziale, fondi imposte latenti ecc.) e che dovrebbero pertanto essere rettificare dei risultati connessi agli inquinamenti suggeriti, o imposti, da norme tributarie.

Un'ultima doverosa annotazione riguarda il trattamento dell'inflazione. Il problema si pone con particolare evidenza quando al valore del capitale investito (COI) partecipano beni da tempo nell'uso aziendale (per tutti, le immobilizzazioni tecniche) espressi con un metro monetario che si discosta, anche significativamente, da quello implicitamente recepito al momento della valutazione. Si tratta di una fattispecie abbastanza comune quando si procede alla misurazione dell'EVA di un'impresa in avviato funzionamento, oppure quando, all'interno di una medesima impresa, si confrontano gli EVA di progetti strategici storicamente formati in tempi diversi. La corretta applicazione della metodologia valutativa richiede quindi che nei casi in esame si proceda a rettificare i valori storici dei beni per riesprimerli ai loro valori correnti alla data di riferimento della stima.

3.3. *La metodologia di valutazione del capitale economico basata sull'EVA.*

Il concetto di EVA, sin qui inteso come indicatore del valore generato nel periodo da una strategia (o da un'impresa), può essere utilmente applicato anche in sede di valutazione del capitale economico complessivo d'azienda.

In particolare, si procede dapprima a stimare il valore economico attribuibile al capitale investito, calcolato come somma del valore iniziale del capitale operativo — alla data cioè di riferimento dell'analisi — e del valore attuale degli EVA attesi in

prospettiva; vale a dire stimati sulla base dei dati ricavabili dal piano di medio-lungo periodo. Il valore del capitale economico aziendale (vale a dire del capitale proprio) sarà conseguentemente pari al valore economico del capitale investito rettificato, in diminuzione, per tenere conto dei debiti finanziari e, in aumento, di eventuali *surplus asset*, presenti nel patrimonio aziendale, ma estranei al capitale operativo.

Come messo in luce in uno scritto di Massari [1995], la metodologia valutativa proposta muove in una logica economica ampiamente consolidatasi nella scuola aziendale italiana. Secondo tale impostazione, il valore economico del capitale investito corrisponde al valore corrente delle attività che lo costituiscono quando la sua redditività è pari al tasso di rendimento giudicato soddisfacente per investimenti alternativi che presentino eguale rischio. Nel caso di specie, non si ravvede quindi l'opportunità di rettificare il valore corrente delle attività per considerare gli EVA futuri ovvero, con terminologia più familiare, per considerare eventuali *goodwill* o *badwill*. Nell'ipotesi in cui la redditività sia superiore al tasso di redditività giudicato « normale » per investitori razionali (si è in presenza cioè di condizioni di « sovrareddito »), il valore economico del capitale investito è fatto pari al valore corrente delle attività che lo costituiscono aumentato degli EVA futuri o, in altri termini, del più familiare *goodwill*. Va da sé che per tassi di redditività inadeguati (il cosiddetto « sottoreddito »), gli EVA assumono segno negativo: si prospetta cioè un *badwill*.

Ciò premesso, il ricercato valore del capitale economico aziendale (W) è pari a:

$$\text{COI} + \text{Pv EVA futuri} - \text{Debiti finanziari} + \text{Surplus Asset} \quad [3]$$

dove la somma del capitale operativo investito (iniziale) e del valore attuale degli EVA futuri esprime la grandezza attribuibile al valore economico del capitale investito.

A questo punto, si pone il problema metodologico di definire l'orizzonte temporale entro il quale proiettare gli EVA

futuri. Concettualmente è chiaro che questo debba estendersi fino a quando i ritorni sui capitali investiti si discostano (indifferentemente al rialzo o al ribasso) dal tasso espressivo del costo opportunità delle risorse impiegate. La coincidenza delle due grandezze sta infatti a significare una situazione di sostanziale indifferenza economica, neutra quindi in termini di formazione di nuovo valore (l'EVA, per definizione, è pari a zero). Peraltro, la descritta condizione di pareggio è raramente riscontrabile alla prova dei fatti, sempreché non si assuma l'ipotesi di fondo che la redditività aziendale, in prospettiva, tenda inevitabilmente a convergere verso un livello di profittabilità giudicato « normale » (termina cioè il cosiddetto *Competitive Advantage Period*) per effetto delle crescenti pressioni competitive, delle prevedibili difficoltà incontrate dall'impresa nel garantire in futuro ritorni che eccedono il costo del capitale anche sui nuovi investimenti marginali, e così via. In altri termini, vengono meno nel tempo le condizioni generatrici di sovrareddito (sottoreddito) che giustificano l'apprezzamento di un *goodwill* (*badwill*).

Al contrario, se si assume l'ipotesi che l'impresa produca in prospettiva nuovo valore senza alcun limite di durata temporale, si procede determinando gli EVA di periodo fino a quando tale misura non si sia stabilizzata nell'intorno di un valore da considerarsi a regime. Capitalizzando questa grandezza ad un saggio pari al costo medio ponderato del capitale ⁽⁵⁾, si ottiene il cosiddetto valore residuo, che, previa attualizzazione alla data di riferimento della stima, va sommato ai valori attuali degli EVA puntualmente calcolati per i periodi amministrativi che precedono quello ritenuto espressivo di condizioni di profittabilità a regime. Di conseguenza è possibile integrare la formula [3] come segue:

⁽⁵⁾ Se si assume l'ipotesi di una crescita dell'EVA in perpetuità, si tratta di prendere in esplicita considerazione il cosiddetto fattore « g » nel calcolo del saggio a cui scontare l'EVA dell'ultimo periodo sviluppato nel piano. Di conseguenza il valore residuo sarà dato dalla formula $EVA^n / (CMPC - g)$. Per un approfondimento si rinvia a Guatri [1996 b].

$$W = \text{COI} + P_v \sum (\text{EVA}^1 + \text{EVA}^2 + \dots + \text{EVA}^{n-1}) + [4] \\ + P_v (\text{EVA}^n / \text{CMPC}) - \text{Debiti finanziari} + \text{Surplus Asset}$$

In un recente saggio Mills e Print [1995] hanno dimostrato la sostanziale coincidenza dei risultati a cui si perviene adottando la metodologia valutativa sin qui descritta rispetto a quelli calcolati applicando il modello finanziario dell'*Unlevered Discounted Cash Flow*. In questa sede è interessante notare come, a parità di risultati ottenuti, il metodo basato sull'EVA risente assai meno delle incerte determinazioni aventi per oggetto dati prospettici ed altre assunzioni di lungo periodo poiché, sotto il profilo temporale, presenta una generale anticipazione degli elementi che entrano in considerazione per valutare il capitale economico. Così, dalla [4], si osserva come il cosiddetto valore residuo pesa in misura certamente inferiore rispetto a quanto riscontrato con la tecnica finanziaria del DCF (muta tra l'altro il significato medesimo del valore residuo, che non si riferisce più al valore terminale dell'impresa nel suo complesso, ma alle sue condizioni di sovrareddito a regime), a tutto vantaggio di altri elementi meglio determinabili alla data di riferimento della valutazione (primo fra tutti il COI).

* * *

L'Economic Value Added, in conclusione, rappresenta un efficace strumento per valutare la convenienza economica delle strategie d'impresa. A tale riguardo si possono formulare le seguenti osservazioni di sintesi:

— è un indicatore derivato dalla tecnica contabile volto a mettere in correlazione le performance economiche di periodo con la generazione di valore economico;

— prende infatti in considerazione, in un quadro concettualmente corretto e facilmente comprensibile, le cause d'ordine generale che sono alla base della formazione di nuovo valore (lo *spread* tra il rendimento del capitale investito ed il costo opportunità delle risorse finanziarie impiegate, le opportunità di sviluppo che si presentano all'azienda);

— mette in chiara luce i cosiddetti *value drivers*, vale a dire le principali leve direzionali che il management, alternativamente o congiuntamente, può azionare nell'ottica della formazione di nuovo valore (a titolo esemplificativo si riporta in Tab. 1 una rappresentazione schematica delle principali determinanti del saggio di redditività del capitale investito);

— esprime valide indicazioni per valutare le performance di singole strategie o dell'impresa (o gruppo) nel suo complesso. Esso può quindi costituire un valido supporto metodologico nella formulazione e nella gestione delle strategie di portafoglio;

— rappresenta anzitutto uno strumento di misurazione periodale del valore, ma può essere utilmente applicato anche per stimare il valore economico nella sua interezza. In questo senso, l'EVA presenta indubbi vantaggi rispetto ad altri modelli di valutazione delle strategie (*in primis* il DCF), che, tesi ad apprezzare il valore generato nell'arco dell'intera vita utile del progetto, perdono gran parte della loro valenza informativa se riferiti a periodi parziali o, a maggior ragione, ad un singolo esercizio amministrativo;

— la corretta applicazione di criteri basati sull'EVA richiede, in via preliminare, lo sviluppo di un insieme di operazioni volte a rettificare e normalizzare i valori metodologicamente rilevanti, nei termini più volte richiamati. In assenza di questo processo di aggiustamento dei dati, si corre il rischio di fornire indicazioni malcerte, in taluni casi persino fuorvianti, come par di cogliere, talora, mettendo a confronto studi e graduatorie recentemente pubblicati da primarie banche d'affari sugli EVA di imprese e gruppi quotati alla borsa valori nazionale.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- BRUNETTI G., 1997, *Strategia economico-finanziaria e strategia finanziaria: una riflessione*, in *Scritti in onore di Ardemani*, Giuffrè, Milano.
- BUTTIGNON F., 1991, *La strategia aziendale e il valore economico del capitale*, Cedam, Padova.

- CODA V., 1984, *La valutazione della solvibilità a breve*, in *Finanza Marketing e Produzione*, n. 3.
- CODA V., 1988, *L'orientamento strategico d'impresa*, Torino, Utet.
- COPELAND T.-KOLLER T.-MURRIN J., 1990, *Valuation: Measuring and managing the Value of Company*, New York, John Wiley (trad. it. *Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione*, Milano, Il sole 24 Ore Libri, 1991).
- DEMATTÈ C., 1995, *Le strategie di internazionalizzazione*, in DEMATTÈ C.-BRUNI M.-MAZZOLA P., (a cura di), *Strategie di Internazionalizzazione. Letture e casi*, Milano, Cusl.
- DONNA, 1996, *Il benessere aziendale si misura con il VEA*, in *L'impresa*, n. 9.
- FRUHAN W.E. JR., 1979, *Financial Strategies. Studies in Creation, Transfer and Destruction of Shareholder Value*, Homewood, R. Irwin.
- GUATRI L., 1996a, *Il Metodo reddituale per la valutazione delle aziende*, Milano, Egea.
- GUATRI L., 1996b, *Ma cos'è questo fattore « g »?*, in *La valutazione delle Aziende*, Rivista trimestrale, n. 2/settembre.
- MASSARI M., 1995, *Il metodo misto di valutazione delle imprese. Una riformulazione aderente alla moderna finanza aziendale*, in *Finanza Marketing e Produzione*, n. 2.
- MILLS R.-PRINT C., 1995, *Strategic Value Analysis*, in *Management Accountig*, Copyright Chartered Institute of Management Accountants, February 1995
- RAPPAPORT A., 1986, *Creating Shareholder Value*, New York, The Free Press (trad. it. *La strategia del valore*, Milano, Franco Angeli, 1989).
- REBOA M., 1989, *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, Milano, Egea.
- STEWART G.B., 1991, *The Quest for Value*, New York, Harper Collins.

TABELLA 1. *Determinanti il saggio di redditività del capitale operativo investito ($R=NOPAT/COI$) e del Costo medio ponderato del capitale (CMPC)*

