

IL COMMERCIALISTA VENETO n. 136 - LUGLIO / AGOSTO 2000



ASSOCIAZIONE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI DELLE TRE VENEZIE

L'INSERTO

1

La creazione di valore

Il metodo dell'E.V.A. - ECONOMIC VALUE ADDED
Occasione e strumento di approfondimento del tema
delle valutazioni del capitale d'impresa

di Renzo Rosin

ORDINE DI VENEZIA

La creazione di valore

Il metodo dell'E.V.A. - ECONOMIC VALUE ADDED, occasione e strumento di approfondimento del tema delle valutazioni del capitale d'impresa

Renzo Rosin
ORDINE DI VENEZIA

1. INTRODUZIONE. “Il mio obiettivo è la creazione di valore per l'azionista”. Da tempo, ormai, si constata come vi sia un uso insistente di quest'espressione nelle relazioni degli amministratori alle assemblee, nelle comunicazioni e nei discorsi ai soci, nelle interviste ai giornali, e che si compendia in una promessa di una maggiore creazione di valore.

Un eminente economista francese si è domandato in un articolo di apparso di recente su un diffuso giornale nazionale cosa vi fosse dietro a questa affermazione che potrebbe definirsi il *leit motiv* dei moderni dirigenti d'impresa ⁽¹⁾.

Dopo aver messo in rilievo come il suo uso ingeneri della confusione tra la creazione di valore vera e propria e l'acquisizione di valore già creato da altri, ha indicato a cosa, secondo lui, sarebbe dovuta l'appropriazione da parte dei manager dell'espressione “creazione di valore”. La ragione starebbe nel nuovo atteggiamento assunto dal management delle imprese verso gli azionisti, indotto dal rafforzamento del potere di questi ultimi. Può accadere – ha soggiunto – che la creazione di valore per gli azionisti comporti la distruzione di valore per la collettività come quando si realizzano programmi incentrati su licenziamenti o su riduzione di investimenti in base a motivazioni di breve periodo. In questi casi la creazione di valore per gli azionisti sarebbe sinonimo della rendita che viene loro servita, dato che solo formalmente gli azionisti sarebbero, oggi, soci delle società per la possibilità che hanno di passare dall'uno all'altro titolo azionario con l'incostanza che meglio si adatta ai loro interessi.

Di qui il concetto di rendita, che nulla ha a che vedere con la creazione di valore, e che consiste nel dirottare a proprio vantaggio il valore creato da altri.

Un pericolo per alcuni versi analogo, con specifico riguardo alla gestione degli istituti di credito ed a carico dei loro clienti, viene indicato dal direttore generale di una grande banca nazionale nella prefazione che questi scrive ad un libro che prospetta, appunto, una soluzione al problema dell'equilibrio dei rapporti di tutte le parti interessate alla durevole continuità dell'azienda ⁽²⁾.

2. LA TEORIA DEL VALORE. Negli ultimi anni è aumentata l'insoddisfazione dei manager e degli investitori nei confronti dei più diffusi parametri di valutazione dei risultati aziendali. Per alcuni, infatti, il criterio secondo il quale incrementare gli utili, o l'utile per azione o la redditività del capitale proprio, sarebbe da rivedere ⁽³⁾.

Il **R.O.E.** e il **R.O.I.** risultano, infatti, essere una base di riferimento appropriata nei sistemi di valutazione delle performance e di incentivazione delle direzioni aziendali soltanto a certe condizioni. Questi quozienti possono essere temporaneamente innalzati comprimendo anche costi che, avuto riguardo alla necessità di assicurare una durevole continuità dell'impresa, sarebbero da ritenersi incomprimibili.

E, ancora, l'**E.P.S.** cresce tutte le volte che il nuovo capitale impiegato offre un rendimento dopo le imposte superiore al costo medio del debito, ciò che, però, non in tutti i casi costituisce per il socio azionista un rendimento apprezzabile.

Oltre a ciò, questi indicatori, per essere efficaci, dovrebbero fondarsi su valori già depurati dalle distorsioni provocate dall'applicazione di criteri ispirati a prudenza amministrativa e ad opportunità fiscali.

E', dunque, per sopperire alle carenze informative di tali quozienti che è sorta l'esigenza di un controllo direzionale capace di correlare gli obiettivi interni di gestione con le logiche di funzionamento dei mercati finanziari e più di una società di consulenza ha messo a punto schemi di analisi e modelli di valutazione finalizzati a misurare la performance dell'impresa in termini di ricchezza creata per i soci.

E' così sorta la **teoria del valore** la cui divulgazione ha condotto alla comprensione sempre più diffusa dell'importanza della misurazione del valore del capitale d'impresa anche come punto di riferimento nella presa di decisioni di breve periodo, quali, ad esempio, la distribuzione ai soci degli utili realizzati.

Ciò che conferisce valore ai prodotti ed ai servizi è la utilità che questi hanno per i consumatori. A loro volta, prodotti e servizi fuoriescono da imprese che nascono e vivono per creare valore, tanto che la sopraggiunta loro incapacità a questo riguardo ne determina la scomparsa.

La teoria del valore si basa, dunque, sul principio in base al quale l'impresa, in condizioni di economia di mercato, riesce ad assicurarsi, attraverso la sua durevole continuità, uno sviluppo.

L'impresa, però, si sviluppa soltanto generando nuovo valore, il quale emerge tutte le volte che viene incrementato il ritorno del capitale investito dai soci, ossia tutte le volte che all'impresa riesce di far rendere il capitale di più di quanto esso non costi.

Al riguardo c'è già una diffusa convergenza tra gli studiosi di economia e finanza d'impresa nell'individuare nella massimizzazione

⁽¹⁾ FITOUSSI JEAN, “Un luogo comune. Se il valore non è altro che una rendita”, in Affari & Finanza, La Repubblica, 14 giugno 1999.

⁽²⁾ GRONCHI DIVO in Prefazione a SCARDOVI CLAUDIO, Corporate Governace, Odissea nel Valore, Andersen Consulting - Il SOLE 24 ORE, Milano, 1999, pag. VIII.

⁽³⁾ Sull'argomento si veda SCARDOVI CLAUDIO, op. cit., pagg. 42-45; BENNETT STEWART III G., La ricerca del valore, Una guida per il management e per gli azionisti, EGEA, Milano 1998, pagg. 47-50; SPINSI MASSIMO in Prefazione a BENNETT STEWART III G., op. cit., pag. 11.

del valore del suo capitale l'obiettivo finale dell'impresa. Questo obiettivo, che coincide con quello della massimizzazione della ricchezza dei soci, sembra essere più evoluto di quello della massimizzazione dei redditi, dato che, a differenza di questi ultimi, tende a tenere conto della distribuzione temporale dei diversi risultati economici e del rischio associato agli stessi ⁽⁴⁾.

Le scelte strategiche, pertanto, andrebbero anch'esse valutate in base al ritorno che esse provocano per i soci ed proprio per questo che la cosiddetta creazione di valore sta diventando uno dei fondamenti del processo di pianificazione aziendale, dato che un numero crescente di imprenditori e manager fanno ad essa riferimento per ogni rilevante presa di decisione.

3. L'ORIZZONTE TEMPORALE DELLA VALUTAZIONE. Il processo di valutazione della "creazione di nuovo valore" presuppone una preliminare identificazione dell'**orizzonte temporale** lungo il quale dispiegare le previsioni dei fondamentali economici e finanziari dell'azienda.

Non esiste, però, un criterio di scelta universalmente accolto. E' pur vero, tuttavia, che secondo una impostazione di ordine generale il momento finale del periodo di riferimento è fatto coincidere con il momento in cui risulta impossibile determinare ragionevolmente dei valori annuali ⁽⁵⁾.

Nella pratica, l'estensione dell'orizzonte temporale è generalmente associata a condizioni oggettive e specifiche dell'impresa, quali, ad esempio, il ciclo di vita del prodotto e la durata economica residua degli impianti.

L'orizzonte per l'analisi degli esiti delle politiche di investimento in capitale fisso ed in aziende, nonché per la formulazione di budget e piani industriali, si colloca, invece, al termine di un lasso temporale compreso tra i quattro ed i cinque anni.

4. STRUTTURA DEL CAPITALE. La successiva fase del procedimento di valutazione consiste nell'individuazione del **costo del capitale**, questione questa che può ritenersi a tutt'oggi ancora non del tutto risolta, visto il perdurare di un dibattito tra studiosi ed operatori di finanza in cui si riscontrano riferimenti a metodi e tesi differenti.

Il primo dei problemi che al riguardo emerge è quello dell'individuazione della **struttura finanziaria ottimale**. Si tratterebbe di individuare la struttura finanziaria target, intesa come miscela di debito e capitale proprio capace di mettere l'impresa nella condizione di beneficiare della leva finanziaria.

Fino all'inizio degli anni '60 si era teorizzato che l'assunzione di debito comportasse la riduzione del costo del capitale proprio per il fatto che il tasso di interesse passivo è inferiore al quoziente "**utile per azione/prezzo per azione**".

Successivamente, il modello di Franco Modigliani e Merton Miller, che ha profondamente innovato la moderna teoria della finanza d'impresa, ha portato a concludere che non esiste per l'impresa una struttura finanziaria ottimale, in corrispondenza della quale il costo del capitale risulta minimizzato. Secondo questa prima formulazione del modello Modigliani-Miller, il cui assunto di base è l'esistenza di mercati finanziari perfetti e l'assenza di imposte sul reddito delle imprese, il costo medio del capitale non è influenzato dall'indebitamento, si mantiene costante e risente unicamente del rischio associato alle diverse aree d'affari in cui opera l'impresa ⁽⁶⁾. Gli economisti finanziari che hanno affrontato il tema in argomento in un momento successivo, senza disconoscere il fondamento e la coerenza del modello M-M ma collocando l'interpretazione della relazione valore dell'impresa-leva finanziaria in mercati non perfetti, ossia con riferimento alla generalità degli attuali mercati dei capitali, arrivano ad una conclusione opposta: esiste per l'impresa una struttura finanziaria ottimale che minimizza il costo del capitale.

Se, infatti, si prende in considerazione la variabile più ricorrentemente considerata ai fini della ricerca della struttura finanziaria ottimale, ossia la tassazione del reddito d'impresa, si arriva a concludere che l'indebitamento è una forma di finanziamento meno costosa del capitale proprio, perché gli interessi che ne derivano sono fiscalmente deducibili a differenza dei dividendi, che non avendo la natura di costi, non sono, appunto, fiscalmente deducibili. Inoltre, se il livello di indebitamento supera certi valori, sorgono rischi concreti di dissesto per l'impresa, il che fa aumentare il costo-opportunità del capitale proprio.

A differenza di quanto dimostrato con il primo modello M-M, esiste, dunque, secondo quest'ultima impostazione, una struttura finanziaria ottimale in corrispondenza della quale viene minimizzato il costo medio ponderato del capitale.

Secondo tale impostazione, il costo medio ponderato del denaro, infatti, decresce allorché, entro certi livelli di leverage, il capitale di rischio è sostituito con il debito, fonte meno onerosa; raggiunge il punto di minimo, rispetto al quale si ha la struttura finanziaria ottimale; da quel punto tende ad aumentare all'aumento dell'indebitamento, che determina un aumento del grado di rischio per qualunque prestatore (creditore o azionista che sia), grado di rischio che richiede di essere remunerato in misura crescente.

L'incremento dell'indebitamento, infatti, tende ad esercitare un movimento bidirezionale sul costo medio ponderato del capitale:

* verso il basso, a seguito della struttura del capitale meno onerosa che si ottiene;

* verso l'alto, per il maggiore costo e del debito e del capitale, proprio a seguito della maggiore rischiosità che ne deriva.

Oggi, in quello che potrebbe intendersi come il manifesto della teoria del valore leggiamo al riguardo che, "... a prescindere dal significato più normativo che operativo che l'obiettivo della identificazione della struttura finanziaria standard riveste, è la prospettiva statica sottostante la teoria che non è pienamente condivisibile. Non è, dunque, più la ricerca di una specifico ed immodificabile mix tra debito e capitale di rischio ad essere importante, ma la definizione di quanto debito ed a quali condizioni contrattuali è più conveniente raccogliere in funzione delle specifiche fasi del ciclo di vita dell'impresa. L'obiettivo della identificazione della struttura finanziaria standard sarebbe stato superato, come testimoniano i più recenti studi di finanza aziendale e le stesse operazioni di leverage buy out e di leverage recapitalization ... che si ripropongono nell'attuale panorama economico. Finché il management massimizza l'efficienza operativa e sceglie tra i progetti selezionati quelli che creano maggior valore (e solo quelli), le politiche finanziarie dovrebbero essere subordinate alle decisioni economiche"⁽⁷⁾.

Sennonché, non sono da trascurarsi gli effetti della struttura finanziaria sulla redditività operativa, anche se quest'ultima non è direttamente influenzata da voci di natura finanziaria ⁽⁸⁾.

Una struttura finanziaria prevalentemente incentrata su mezzi propri si dimostra necessaria quando l'impresa, pur trovandosi in una situazione competitiva debole, esercita la sua attività in aree strategiche con fatturato in forte crescita.

In circostanze simili, se non fosse il capitale proprio a prevalere, l'influenza della struttura finanziaria sulla redditività operativa potrebbe manifestarsi con il perseguimento di progetti troppo rischiosi, oppure con l'abbandono di investimenti pur validi, ma il cui ritorno viene assorbito dal relativamente elevato costo del capitale.

Situazioni opposte a quelle sopra indicate sembrano suggerire, invece, l'adozione di strutture del capitale caratterizzate da una prevalenza dell'indebitamento. Ciò anche per fronteggiare il rischio del reinvestimento inerziale, e perciò stesso in parte ingiustifica-

⁽⁴⁾ RENOLDI ANGELO, Valore dell'impresa, creazione di valore e struttura del capitale, EGEEA, Milano, 1997, pagg. 17 - 18.

⁽⁵⁾ ZANDA GIANFRANCO, LACCHINI MARCO, ONESTI TIZIANO, Valutazione delle aziende, Giappichelli, Torino, 1994, pagg. 62-63.

⁽⁶⁾ In estrema sintesi, il modello assume che (1) non vi sia tassazione sul reddito; (2) il reddito non sia influenzato dalla struttura finanziaria; (3) non vi siano attriti ed imperfezioni nel mercato; (4) imprese ed individui possano assumere e concedere prestiti senza limitazioni di importo ed al medesimo tasso di interesse; (5) che non vi siano rischi di fallimento per le imprese. Vedasi FRANCO MODIGLIANI, Consumo, risparmio, finanza, Il Mulino, Bologna 1992.

Una sintesi del funzionamento del modello viene presentata da RENOLDI ANGELO, op. cit., pagg. 17 - 21.

⁽⁷⁾ BENNETT STEWART III G., op. cit., pag. 333.

⁽⁸⁾ Si veda lo sviluppo dato all'argomento da DONNA GIORGIO, La creazione di valore nella gestione d'impresa, Carrocci Editore, Roma, 1999, pag. 34.

to, dei flussi di cassa generati dalla gestione operativa.

In conclusione, sembra doversi accogliere l'idea che esista una struttura finanziaria "ideale", la quale sarebbe tale quando riesce:

* a sostenere in modo coerente i flussi di cassa assorbiti e generati dall'impresa, in modo che il flusso di cassa generato dalla gestione operativa sia in grado di coprire adeguatamente gli esborsi relativi ai nuovi investimenti, agli oneri finanziari ed ai debiti che vanno rimborsati;

* a minimizzare il costo del capitale dell'impresa, innalzando il rapporto "capitale di debito/capitale di rischio" tutte le volte che la sua posizione finanziaria strategica glielo permette.

5. COSTO DEL CAPITALE. L'individuazione del costo del capitale è l'altro importante problema, dato che coloro che finanziano l'azienda si aspettano un adeguato ritorno del capitale investito e che la creazione di valore è funzione della capacità di una impresa di far rendere il capitale di più del suo costo.

Nel caso del **capitale di debito** il **saggio di rendimento** è facilmente identificabile. Infatti, esso viene fatto pari alla media ponderata dei tassi relativi alle varie fonti finanziarie.

Nel caso del **capitale di rischio**, invece, la questione si complica, perché esso costituisce un costo opportunità pari al rendimento complessivo che un generico investitore potrebbe aspettarsi di ottenere da investimenti alternativi della stessa classe di rischio.

Una strada per definire il rendimento del capitale di rischio è quella che si rifà all'apparato logico del **C.A.P.M. - Capital Asset Pricing Model**⁹, secondo il quale la remunerazione attesa dai soci azionisti scaturisce dalla seguente espressione:

$$(1) \quad r_e = r_f + \beta \cdot P$$

dove:

r_e = tasso di rendimento del capitale di rischio

r_f = tasso di rendimento degli impieghi finanziari scevri da rischio

β = indice di rischiosità

P = premio per il rischio generale del mercato da associare al capitale di rischio

Il tasso di rendimento degli impieghi finanziari scevri da rischio (**r_f**) costituisce la remunerazione finanziaria per il decorso del tempo. Esso può essere uguagliato alla media dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine.

L'indice di rischiosità "**β**" costituisce, invece, una misura del rischio che corre l'impresa per l'operare degli esiti dell'andamento dell'economia generale sugli equilibri dell'economia del settore di appartenenza dell'impresa e varia intorno a valori di 1:

- valori di **β** > 1 corrispondono ad un rischio maggiore di quello medio presente sul mercato;
- valori **pari a 1** si riferiscono a situazioni di rischio medio;
- valori di **β** < 1 indicano un rischio più basso.

I valori dei coefficienti **β** sono oggetto di continui calcoli e di pubblicazioni da parte di merchant bank con riferimento a numerosi settori attività. In tal modo, anche se l'azienda oggetto di stima non è quotata, è possibile il riferimento ai **β** di aziende simili¹⁰.

Per il calcolo diretto dell'indice di rischiosità **β** della singola impresa si può, inoltre, procedere assumendo che esso sia tanto più elevato quanto maggiore è la variabilità dei risultati operativi nell'arco di un periodo di tempo relativamente lungo.

Tale variabilità può essere misurata attraverso il rapporto "**MOL / Ricavi di Vendita**", oppure mediante un quoziente analogo. Individuati i valori del rapporto lungo i diversi anni, si parametrano i vari dati, facendo pari a 100 il dato medio, allo scopo di norma-

lizzare i valori assoluti degli scarti, e si sceglie un indicatore di variabilità, come, ad esempio, il rapporto tra scarto quadratico medio e media. In tal modo, è possibile ottenere una misura empirica significativa del rischio sistematico altrimenti non estrapolabile¹⁰.

Il premio **P** esprime la maggiorazione per l'investimento nel mercato del capitale di rischio; esso viene compreso in un intervallo compreso tra il 5% ed il 6% sulla base dei sovrarendimenti offerti dal mercato azionario rispetto al mercato dei titoli a reddito fisso¹¹.

Spesso nella pratica l'indice di rischiosità **β** non viene stimato, bensì incorporato in **P**, ossia nel premio per il rischio generale del mercato. In questo caso, **r_e** viene fatto pari alla somma di:

* un tasso-base, diretto ad esprimere il rendimento corrente dei finanziamenti a breve senza rischio;

* uno spread, che si incrementa proporzionalmente al rischio. Anche tale *spread* è oggetto di stima da parte di banche d'affari e banche-dati.

Il **costo del capitale di rischio - WACC** (Weighted Average Cost of Capital), ossia costo medio ponderato del capitale, è dato dalla media del costo del debito e del costo del capitale di rischio, ponderata con la struttura finanziaria dell'azienda:

$$(2) \quad WACC = r_e \cdot E / (E + D) + r_d \cdot (1 - t) D / (E + D)$$

dove:

D = capitale di debito

E = capitale di rischio

r_d = rendimento richiesto dai finanziatori

r_e = rendimento richiesto dai soci

t = aliquota fiscale

Attraverso **t**, nella formula viene fatta entrare l'aliquota fiscale, dato che il **costo del capitale** va inteso al netto delle imposte allo scopo di tenere conto della deducibilità fiscale degli interessi passivi. Questo per una questione di omogeneità col costo dei mezzi propri, gravati invece dall'imposizione fiscale sugli utili¹².

Il **WACC** costituisce, in altre parole, il rendimento minimo richiesto dal socio per decidere di investire la propria liquidità in una impresa, rimandando in tal modo ad un tempo successivo le proprie scelte di consumo ed accettando, nel contempo, di accogliere per il proprio risparmio il rischio dell'area di affari tipica dell'impresa. Più sentita è, da parte del socio azionista, l'urgenza di consumare, più elevato sarà il rischio correlato all'esercizio dell'impresa, maggiore sarà il rendimento minimo (**WACC**) implicitamente richiesto dal socio medesimo. Soltanto con l'ottenimento di rendimenti uguali al **WACC**, il socio vedrà soddisfatte le sue attese. Soltanto con ritorni superiori al **WACC**, potrà essere creato "valore aggiunto" per l'impresa e, quindi, per il socio.

6. IL METODO DELL'E.V.A.-ECONOMIC VALUE ADDED. L'**E.V.A.**¹³, è uno degli strumenti con i quali misurare la "**creazione di valore**" e costituisce il rendimento che eccede la differenza tra il ritorno goduto dal socio ed il costo del capitale inizialmente investito da quest'ultimo. E', in altre parole, un criterio di misurazione della ricchezza creata dall'impresa, basato sulla capacità di quest'ultima di offrire una extraremunerazione all'intero capitale investito, anziché al solo capitale proprio.

La sua caratteristica è di considerare allo stesso tempo redditività operativa, livello degli investimenti ed incidenza del capitale circolante e di permettere di pervenire ad un giudizio che tenga conto

⁹ Cfr. ISOLA ANTONIO, I dati quantitativi ed i parametri di valutazione, in AAVV, Valutare l'azienda, IPSOA EDITORE, Milano, 1998, pagina 34. Sul C.A.P.M. - Capital Asset Pricing Model, nonché sul procedimento alternativo denominato Build-up Approach - Ricostruzione analitico-quantitativa del tasso, vedasi GUATRI LUIGI, Il metodo reddituale per valutare le aziende - Nuovi Orientamenti, E.G.E.A. Spa, Milano, 1966, pagg. 137 - 152.

¹⁰ Cfr. ANDREA ANGELELLI, Raffronti di settore e di gruppo, in AAVV, Analisi di bilancio, Valutazioni, Rating e Simulazione, IPSOA EDITORE srl, Milano, 1995, pag. 160.

¹¹ Vedasi sul punto GUATRI LUIGI, op. cit., pag. 145 ed ISOLA ANTONIO, op. cit., pag. 34.

¹² Cfr. DONNA GIORGIO, op. cit., pagg. 280-282.

¹³ EVA, acronimo di Economic Value Added, è un marchio registrato.

del grado di rischio correlato all'impresa e dei tassi opportunità del mercato finanziario.

La sua formulazione matematica è la seguente:

$$(3) \quad EVAn = NOPATn * (1 - t) - WACC * CINn$$

dove:

- EVAn** = EVA generato nell'esercizio
- NOPATn** = utile operativo netto dell'esercizio
- CINn** = capitale investito netto dell'esercizio n
- t** = aliquota d'imposta
- WACC** = costo medio ponderato del capitale

Il capitale investito netto (**CINn**) corrisponde alla somma del debito (**D**) e del capitale proprio (**E**) e viene integrato con taluni accantonamenti che si identificano in risorse equivalenti al capitale proprio.

Il **NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)**, reddito operativo netto dopo le imposte, è il reddito derivante dalla gestione caratteristica, dedotte le imposte, al lordo degli oneri finanziari e degli ammortamenti dei beni immateriali ed al netto degli ammortamenti del capitale fisso. Come tale costituisce quella configurazione di profitto volta a garantire una remunerazione monetaria a tutti coloro che hanno investito nell'impresa.

Va tenuto presente che il reddito operativo rilevante ai fini dell'E.V.A.

viene espresso al netto degli effetti fiscali, nel senso che il valore delle imposte maturate secondo il criterio di competenza viene sostituito con il valore delle imposte effettivamente versate ⁽¹⁴⁾.

Il reddito operativo netto dopo le imposte (**NOPAT**) si configura, dunque, come una forma di profitto assimilabile al flusso di cassa, come una misura particolare di cash earning. Espresso in percentuale sul capitale investito rettificato, costituisce una variante, in chiave finanziaria ed al netto delle imposte, del R.O.I. tradizionale. Se si definisce la redditività operativa del capitale investito al netto delle imposte proforma nel modo che segue:

$$(4) \quad Rn = NOPATn * (1 - t) / CINn$$

la formula dell'EVA che precede, ossia la (3), può essere così riscritta:

$$(5) \quad EVAn = (NOPATn - WACC) * CINn$$

Per questa via, è agevole constatare che per generare valore, ossia affinché l'E.V.A. sia positivo, la redditività operativa del capitale investito netto deve eccedere il costo medio ponderato del capitale per l'azienda, il quale viene, perciò, fatto coincidere con il rendimento normale.

DETERMINAZIONE DEL NOPAT E DEL CAPITALE INVESTITO NETTO

PROFILO ECONOMICO-REDDITUALE	PROFILO PATRIMONIALE
Reddito operativo al netto delle imposte (misura contabile) + accantonamento per imposte differite + variazione della riserva Lifo + ammortamento del Goodwill + costi per lo sviluppo dei beni immateriali al netto degli ammortamenti ± oneri (proventi) straordinari, al netto delle imposte ± accantonamenti: + fondi per rischi generici * a fondi rischi generici * a riserve per spese future - beneficio dello scudo fiscale sugli interessi	Capitale investito (misura contabile) + fondo imposte differite + riserva Lifo + ammortamento del Goodwill + costi relativi ai beni immateriali ± oneri (proventi) straordinari al netto delle imposte + riserve per spese future ± Ratei e risconti
Net Operating Profit After Taxes	Capitale Investito Netto
<i>Fonte: da RENOLDI ANGELO, Valore dell'impresa, creazione di valore e struttura del capitale, EGEA, Milano, 1997, con modificazioni.</i>	

A questo punto, si può procedere al calcolo dell'EVA nel modo seguente ⁽¹⁵⁾.

CALCOLO DELL'E.V.A. - ECONOMIC VALUE ADDED	
NOPAT prima delle imposte	500
Imposte (50%)	250
NOPAT netto	250
CI netto	3.000
WACC	8%
E.V.A. = 250 - (0,08 * 3000) = 10	

La tavola che precede evidenzia che, nell'ipotesi esemplificativa sopra riportata, nell'esercizio in questione l'impresa ha prodotto un E.V.A. di 10. E' è stato, cioè, creato un "maggior valore" di 10.

5. LA MISURAZIONE DELLA RICCHEZZA PRODotta E DEL VALORE CAPITALE D'IMPRESA.

Partendo dalle configurazioni di reddito operativo e capitale investito in precedenza illustrate si ottiene una stima della ricchezza prodotta dall'impresa e si perviene alla valutazione del suo capitale economico.

CALCOLO DEL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO:	
+ Capitale Investito Netto	(CIN)
+ Avviamento	(G)
- Debito Finanziario	(D)
=	Valore del Capitale Economico

La metodologia di valutazione attraverso l'E.V.A. presuppone che il valore di avviamento sia determinato tramite l'attualizzazione degli Economic Value Added attesi.

⁽¹⁴⁾ Cfr. RENOLDI ANGELO, op. cit. pag. 29.

⁽¹⁵⁾ Gli esempi sono stati tratti in parte e con delle modificazioni da LEONELLO CLELIA, Economic Value Added, in AAVV, Valutare l'azienda, IPSOA EDITORE, Milano, 1998.

L'avviamento (G) è a sua volta così determinato:

$$(6) \quad G = \sum_{x=1}^n \frac{EVA_x}{(1+WACC)^x} + \frac{EVAn}{WACC}$$

dove

EVAx = Economic Value Added dell'esercizio x, con x che varia da 1 a n

WACC = costo del capitale per l'azienda (media del costo del debito e del costo del capitale di rischio)

L'avviamento, quindi, è il risultato della sommatoria dei singoli Economic Value Added attualizzati per un certo periodo di tempo, cui va sommato un **valore terminale** calcolato come rendita perpetua dell'E.V.A. dell'ultimo esercizio relativo al periodo delle previsioni. Assumendo un rendimento degli impieghi finanziari privi di rischio del 2,8%, un beta di 1,1, ed un premio per il rischio generale del mercato del 5%, si ha che la

$$(7) \quad re = rf + \beta * P$$

diventa $re = 0,028 + (1,1 * 5) = 0,028 + 0,055 = 0,083 = 8,3\%$
Ipotizzando:

- * un onere per il debito **rd** pari all'8,5%;
- * un capitale proprio ed un indebitamento entrambi di 450;
- * un E.V.A. atteso all'anno n-1 di 140, si ha che la

$$(8) \quad WACC = re * E / (E + D) + rd * (1 - t) D / (E + D)$$

diventa

$$WACC = 0,083 * 450 / 900 + 0,085 * (1 - 0,50) * 450 / 900 = 0,0415 + 0,0215 = 0,0627 = 6,27\%$$

Dato che la formula per la determinazione del valore terminale, o valore residuo, è la seguente:

$$(9) \quad EVAn = \frac{EVAn-1}{(WACC - g)}$$

dove **g** = tasso di crescita degli EVA oltre l'orizzonte delle previsioni ⁽¹⁶⁾.

La (9) sopra diventa $140 / (0,0627 - 0,03) = 4.281$

Il **valore terminale** all'anno n sarà, dunque, di 4.281 e all'anno n-1 dopo l'operazione di attualizzazione al tasso del 6,27% di 4.028.

Consequentemente, assumendo che in relazione ai precedenti esercizi si siano formati E.V.A. cumulati ed attualizzati pari a 1.000, l'avviamento (**G**), ricavabile dalla (6), sarà di 5.168 (= 1.000 + 4.028 + 140). Poiché vi è a fine anno n-1 un **capitale investito netto** di 1.025 ed un **debito finanziario** di 495, il **valore del capitale d'impresa** risulta dal calcolo che segue.

CALCOLO VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO:

+	Capitale Investito Netto (CIN)	=	1.025
+	Avviamento (G)	=	5.168
-	Debito Finanziario (D)	=	- 495
=	Valore del Capitale Economico	=	5.698

L'E.V.A., usato nella sua veste di strumento di valutazione del capitale d'impresa, può definirsi un criterio di tipo **"patrimoniale-mi-**

sto", con valutazione autonoma dell'avviamento mediante un **metodo finanziario**.

6. LA SCARSA PRESA DELL'E.V.A. NEL NOSTRO PAESE.

Indicatori come l'Economic Value Added non sono, anche per la loro natura finanziaria, di generalizzata applicazione nell'impresa italiana.

In una qualche misura ciò può essere riconducibile alla cultura aziendale da sempre prevalente nel nostro Paese.

Infatti, secondo la più accreditata dottrina italiana, saldamente ancorata al metodo valutativo reddituale, "per valutare il capitale economico e per esprimerne la dinamica, misurando periodicamente la performance aziendale in termini di valore creato ... nessun approccio è più appropriato di quello espresso dal metodo reddituale. Ciò per la ...ragione che altri metodi pur basati sull'attualizzazione dei flussi, come quello finanziario, esprimono più che altro, se non esclusivamente la misura e la dinamica dei valori potenziali del capitale d'impresa, che sono misure di attese legate a nuove strategie, a nuovi investimenti, ad intervento di ristrutturazione ... ma non sono misure storiche dimostrabili di risultati conseguiti" ⁽¹⁷⁾.

Ecco, dunque, che al concetto di capitale economico se ne affianca uno di diverso: il **"valore potenziale" del capitale d'impresa**. Questi autori intravedono, infatti, un rischio eccessivo nell'esplicita proiezione dei dati economico-finanziari per periodi non brevi e conferiscono carattere potenziale ai valori derivanti da proiezioni finanziarie. Una critica mossa a tale posizione è che "... L'incertezza annessa alle proiezioni costituisce sicuramente un problema. Tuttavia, essa non può essere superata dall'applicazione di procedimenti che risolvono il problema ignorandolo e quantificando il valore dell'azienda sulla base dei soli risultati storici" ⁽¹⁸⁾. "Infatti, l'impiego di risultati storici si legittima solo se tali dati vengono giudicati la migliore approssimazione dei risultati attesi" ⁽¹⁹⁾. Oltretutto, in contesti di forte variabilità della dinamica aziendale, la previsione analitica dei redditi di periodo sembra non possa prescindere dalla costruzione di piani finanziari, allo scopo di individuare i riflessi sul reddito derivanti da variazioni nel capitale circolante e fisso.

Comunque, parte di questa importante dottrina è meno radicale nella sua critica ai metodi finanziari, ammettendo la possibilità del ricorso ai metodi finanziari "...che, come noto, presuppongono la possibilità di proiettare i flussi finanziari per un certo orizzonte temporale futuro (tipicamente da tre a cinque anni) sulla base di un piano strategico ben formulato" ⁽²⁰⁾.

Poiché la regola degli odierni mercati è costituita da scenari connotati da turbolenza e variabilità, la definizione di date ipotesi di gestione futura è, come è già stato osservato, una esigenza quasi imprescindibile nella valutazione del capitale d'impresa. ⁽²¹⁾ Infatti, "non è, oltretutto, infrequente, che gli indirizzi ed i criteri seguiti in passato debbano essere abbandonati, per cui, in ogni caso, la valutazione del capitale d'impresa si fonda sulla misura e sulla dinamica dei suoi valori potenziali" ⁽²²⁾.

Inoltre, il concetto di valore sembra fondarsi su attese future e dipendere unicamente dai benefici di cui si ritiene di poter fruire in futuro e tali benefici possono essere apprezzati diversamente da individui diversi. "Ne consegue che il valore per definizione è una misura soggettiva: la sua determinazione, infatti, impone di fare i conti con l'incertezza del futuro e di apprezzare i benefici mettendosi nella prospettiva di un particolare soggetto" ⁽²³⁾.

E, ancora, "...Non considerando gli aspetti patrimoniali di una azienda, il metodo reddituale da solo non si presta, se non in casi del tutto sporadici di aziende pressoché prive di struttura e di notevole capacità reddituale, ad essere applicato nelle stime per deter-

⁽¹⁶⁾ Il tasso di crescita **g** esprime la crescita prevista per l'azienda oltre l'orizzonte temporale; si tende, nella pratica, ad attribuire a **g** un valore uguale o vicino alla crescita prevista per l'economia generale. Si confronti sull'argomento GUATRI LUIGI, op. cit., pagg. 153 - 159 ed ISOLA ANTONIO, I dati quantitativi e qualitativi ed i parametri di valutazione, A.A.V.V., Valutare l'azienda, IPSOA Editore Spa, Milano, 1997, pagina 34.

⁽¹⁷⁾ GUATRI LUIGI, op. cit., pag. 16.

⁽¹⁸⁾ LEONELLO CLELIA, op. cit., pag. 18.

⁽¹⁹⁾ MASSARI MARIO, Finanza Aziendale - Valutazione, Mc Graw-Hill Libri Italia Srl, Milano, 1998, pag. 263.

⁽²⁰⁾ BRUNETTI GIORGIO e BUTTIGNON FABIO, Le perizie di stima per la determinazione dei capital gain, Il Commercialista Veneto n° 128, 1999, pagina 9. Sul tema si veda anche CEPPELLINI PRIMO, Il regime transitorio dei "capital gain" e la perizia di trasformazione, Il Commercialista Veneto n° 128, 1999, pagina 17.

⁽²¹⁾ Sulla classificazione dei flussi di risultato reddituale e finanziario e sul loro utilizzo nelle perizie di stima del capitale economico si veda BRUNETTI GIORGIO e BUTTIGNON FABIO, op. cit. pag. 7.

⁽²²⁾ CODA VITTORIO, Il capitale economico d'impresa, in CODA VITTORIO e FRATTINI GIOVANNI, Valutazioni di bilancio, principi economici, norme civili, norme fiscali e direttive comunitarie, Libreria Universitaria Editrice, Venezia, 1980, pag. 236. Su questo stesso punto si vedano anche ZANDA GIANFRANCO, LACCHINI MARCO, ONESTI TIZIANO, op. cit., pagg. 11-12.

⁽²³⁾ DONNA GIORGIO, op. cit., pag. 66.

minare il valore di capitale economico aziendale, dovendone così ipotizzare un uso sostanzialmente complementare e finalizzato al controllo ed alla verifica dei risultati ottenuto con altre metodologie." (24) Ma la critica forse più penetrante mosse alla formula reddituale è quella secondo cui "L'azienda è una particolare forma di investimento di risorse finanziarie. E' in realtà un investimento caratterizzato da un alto livello di complessità, poiché al funzionamento della macchina "azienda" partecipano anche risorse umane e tecnologiche. Tuttavia, essendo queste remunerate da risorse finanziarie e teoricamente libere di ricollocarsi sul mercato è possibile valutare l'azienda con le stesse metodologie già applicabili all'analisi di un generico investimento. Il valore dell'azienda risulta pari alla somma dei flussi di cassa che essa genererà, scontati ad un tasso appropriato alle condizioni di rischiosità dell'impresa" (25).

Infine, come in precedenza rilevato, è crescente tra gli studiosi ed i pratici la convergenza di vedute circa l'ispirazione finanziaria dell'obiettivo della massimizzazione del valore d'impresa, cui devono preordinarsi tutte le decisioni d'impresa. Questo obiettivo, a differenza di quello tradizionale della massimizzazione dei redditi, tiene, infatti, conto, oltre che della distribuzione temporale dei diversi risultati economici, anche del rischio associato ai medesimi.

Poiché diversamente da qualsiasi rendimento espresso in percentuale, l'E.V.A. esprime, in termini assoluti, il valore di anno in anno prodotto, esso può essere visto come un efficace collegamento tra il sistema di incentivi sul risultato aziendale e l'obiettivo della massimizzazione del valore del capitale d'impresa. In quest'ottica, nell'esercizio ogni operazione al margine caratterizzata da E.V.A. positivo sarà perseguita, mentre le operazioni ad EVA negative saranno abbandonate.

E' stato osservato che l'E.V.A., a differenza dei tradizionali misuratori della performance aziendale, quali il R.O.I. il R.O.E. e l'E.P.S., considera esplicitamente il costo medio ponderato da attribuire al capitale investito. In tal modo, a differenza di questi ultimi quozienti, evita di trascurare l'entità dei diversi rischi, la cui gestione determina la capacità dell'impresa di creare nel tempo valore economico.

Oltretutto, se la misurazione della performance aziendale venisse effettuata mediante un qualsiasi rapporto percentuale (il R.O.I., ad esempio) sarebbero attivate soltanto le operazioni capaci di massimizzare tale quoziente. Se ciò avvenisse, si dovrebbe prendere atto che la misurazione della creazione del valore in termini di R.O.I. porta a scelte strategiche ed a comportamenti che distruggono valore (26).

Con l'E.V.A., invece, il quale esprime, diversamente da un qualsiasi rapporto percentuale, il valore economico di anno in anno prodotto senza condizionamenti da parte dei risultati già realizzati, viene perseguita ogni operazione marginale con EVA positivo.

In ciò, oltre che nella sua idoneità a valutare i manager, a selezionare gli investimenti in termini di praticabilità e a permettere una efficace comunicazione con i creditori ed i finanziatori dell'impresa, risiederebbe la superiorità dell'E.V.A. rispetto ad altri strumenti di valutazione.

L'E.V.A. presenta, però, anche dei problemi applicativi, il più importante dei quali è dato dalla sottostima correlata alla sua applicazione nelle fasi della vita dell'impresa caratterizzate da una forte spinta agli investimenti. In tali situazioni, infatti, il reddito operativo generato cresce proporzionalmente di meno degli impieghi finanziari realizzati. In conclusione, a prescindere dalla propensione ad accogliere questo o quel metodo di valutazione, nella scelta di quest'ultimo dovrebbero essere tenuti presenti, oltre ai pregi, i difetti e le limitazioni di ognuno di essi per arrivare a riferirsi, caso per caso, ai più adatti allo scopo (27).

7. CONCLUSIONI. E' riferendosi al modello germanico all'indomani di un riuscito takeover di una società britannica del settore delle telecomunicazioni su una consorella tedesca che un noto economista italiano (28) indica con immediatezza cosa mette in moto la

rendita di cui si è detto ad inizio articolo:

* il mercato premia e punisce le società a seconda che facciano, o meno, corrispondere il loro valore di borsa al valore di mercato delle attività produttive di cui si compongono;

* ciò dovrebbe portare i manager a non promuovere la formazione di plusvalenze latenti;

* quando così non è, e ci sono plusvalenze da far emergere e realizzare, arriva lo scalatore, che si appropria del valore creato da altri.

Qui si ritrova il concetto di rendita. Essa propriamente consiste nel dirottare a proprio vantaggio il valore creato da altri, ma non necessariamente – come ben si comprende – si accompagna a piani industriali connotati da licenziamenti e riduzioni degli investimenti in precedenza programmati.

La forza relativa degli azionisti di oggi, esercitata essenzialmente dagli investitori istituzionali, pur influente, non è determinante ai fini dell'attivazione del processo di take-over. Prima viene l'esistenza di plusvalenze latenti.

Pur tuttavia, il rischio paventato nell'articolo di cui si è riferito all'inizio, e cioè che l'impresa, in presenza di una compagine sociale volatile e frammentata, si concentri nell'obiettivo della massimizzazione del profitto nel breve periodo, con conseguente distruzione di ricchezza per l'impresa stessa e la collettività, indubbiamente sussiste. A soffrirne è soprattutto il modello anglosassone, dove la ricerca di imprese con elevati divari di valore è ormai un mestiere. L'alternativa, però, è costituita dai modelli continentali europei in cui, a fronte di una forte stabilità dell'impresa, c'è una attenzione per i livelli di redditività non sempre congruente alle esigenze che promanano dalla competizione globale per l'acquisizione del capitale.

Pare, tuttavia, si stia facendo strada in Europa una concezione di *corporate governance* che si pone in una posizione mediana tra i due menzionati modelli (l'anglosassone ed il continentale) e tende ad offrire una soluzione al problema dell'equilibrio dei rapporti di tutte le parti interessate alla durevole continuità dell'azienda. Tale concezione, cui ci si riferisce con l'espressione "*soluzione stakeholders*", ed il cui principale modello di riferimento è dato dal sistema partecipativo nord-americano, è basata sull'assunto che il sostegno dei dipendenti, clienti, fornitori e della collettività possa contribuire a rendere sostenibili, nel tempo, le strategie di creazione di valore dell'impresa.

In essa sono proposti, come coerentemente raggiungibili gli obiettivi di creazione di valore economico e quelli di benessere sociale. Qui il valore delle opzioni di ciascuna parte direttamente e indirettamente interessata allo sviluppo dell'impresa tendenzialmente cresce e prospera se tutte le diverse opzioni si sviluppano simmetricamente, in modo sistemico.

L'E.V.A. è uno degli strumenti posti alla base di tale concezione di governo dell'impresa perché ha la capacità di focalizzare con immediatezza la ricchezza prodotta e da prodursi, ricchezza che è insieme causa ed effetto di una strategia di medio-lungo periodo tendenzialmente condivisibile dai soggetti a vario titolo cointeressati e compartecipi della sua attività (29).

Il dibattito tra gli studiosi ed i pratici in materia di principi guida e paradigmi gestionali è aperto più che mai. Si tratterà di vedere a quale conclusione perverrà circa l'utilizzo anche nel nostro Paese dell'Economic Value Added.

Ciò che va tenuto fin d'ora presente è che l'E.V.A., pur con il limite sopra indicato, dice quanto valore è stato creato ed a quale rischio e le risposte che fornisce costituiscono una utile base per valutare il capitale economico e la ricchezza addizionale di anno in anno prodotta, nonché per programmare i risultati di periodo.

(24) CEPPELLINI PRIMO, op. cit., pag. 15.

(25) G. BENNETT STEWART III, op. cit., pagina 144.

(26) Si consideri l'esempio di una impresa in cui il risultato viene valutato in termini di R.O.I. A fronte di un costo del capitale investito del 10%, dall'inizio dell'anno essa ha realizzato un R.O.I. del 14%. Ebbene, tale impresa tenderà a non perseguire tutte le operazioni a ROI compreso tra il 10% ed il 14%, pur se con E.V.A. positivo. Si veda sull'argomento VIGORELLI MARCO in Epilogo 1, pagg. 273-276, in SCARDOVI CLAUDIO, op. cit.

(27) Sui pregi e limiti delle diverse metodologie di valutazione si confrontino:

MASSARI MARIO, op. cit. ;

CEPELLINI PRIMO, op. cit. ;

(28) DE CECCO MARCELLO "Vodafone-Mannesmann. La vittoria del modello renano", in Affari & Finanza, La Repubblica, 14 febbraio 2000.

(29) Cfr. SCARDOVI CLAUDIO, op. cit., pagg. 20 – 33 e 77 – 89.