

## L'Economic Value Added (Eva) tra indicatore di performance e metodo valutativo

di Massimo Buongiorno – docente di Finanza Aziendale Università Bocconi Milano e Università Cà Foscari Venezia

*Il presente lavoro intende riprendere il concetto di Economic Value Added che non è nuovo avendo compiuto ormai vent'anni, ma presenta tuttora aree di interesse non completamente sviluppate e potenzialità notevoli anche per le Pmi. La gestione delle imprese nell'ottica della creazione di valore è diventato tema di stretta attualità quando il perdurare di un difficile contesto economico ha messo a dura prova proprio il valore delle aziende; in tale contesto, solamente gli imprenditori che attraverso opportune modifiche del proprio modello di business sono riusciti a "blindare" il valore oggi stanno non solo sopravvivendo, ma anche approfittando di nuove opportunità di crescita. L'Eva è proprio uno strumento operativo che ci aiuta da un lato a blindare il valore se guardato come un indicatore di performance sia attuale sia potenziale e dall'altro a misurare il valore valutando proprio la capacità di aggiungere "qualcosa" al valore di bilancio. Nel seguito del lavoro verrà proprio evidenziata la duplice natura dell'Eva e le conseguenze che ne derivano.*

### L'Eva come indicatore di performance

Sul finire degli anni Ottanta al termine di un decennio di intensa crescita economica, ma anche ricco di eccessi dovuti ad un uso spregiudicato della finanza, si afferma la teoria del valore prima in letteratura e poi sempre più come prassi aziendale.

La gestione aziendale, in accordo con questa impostazione, non si pone più quale obiettivo il margine economico (inteso come differenza tra costi e ricavi) che viene sostituito dalla creazione di valore per la proprietà, da intendersi come la differenza tra flussi netti di ricchezza attesi attualizzati ad un tasso di sconto comprensivo del rischio.

Il cambiamento di approccio induce differenti modalità di gestione d'impresa poiché si amplia l'orizzonte delle scelte rilevanti tanto da includere:

1. la dinamica del capitale circolante e delle sue tre dimensioni principali (crediti e debiti commerciali e rimanenze di magazzino) che impattando sui flussi di cassa (e non su quelli di reddito) influisce sul valore;
2. le decisioni di investimento, sia in termini di rinnovo e sostituzione delle risorse esistenti, sia soprattutto negli investimenti di espansione. Con riferimento a questi ultimi, la decisione di intraprendere un nuovo progetto viene sottoposta al "vaglio del valore" vincolando una risposta positiva alla ragionevole aspettativa che possa incrementarsi nel corso del tempo.

Gestire secondo il valore diviene, quindi, sinonimo di una possibile sinergia tra impresa e finanza, dove il contributo della prima risiede nella capacità di produrre innovazione, creatività ma anche efficienza ed occupazione, mentre la seconda traduce i risultati aziendali in un linguaggio più facilmente comprensibile ai mercati

finanziari, rendendo più facile trovare le risorse per sostenere la crescita delle imprese meritevoli (quelle che registreranno la maggiore crescita di valore).

Ovviamente non si tratta di nulla di nuovo nella sostanza (posto che le premesse teoriche datano almeno agli anni Venti), ma le modalità con le quali i messaggi vengono veicolati assumono una forza particolare tanto che, con sempre maggiore frequenza, le imprese dichiarano la creazione di valore quale una delle ragioni fondanti della loro esistenza.

La convinta adesione ad una gestione orientata al valore poneva però un problema critico di misurazione rendendosi di fatto necessario stimare nuovamente il valore ogni volta che si trattava di valutare una decisione (ad esempio un investimento importante, una acquisizione e così via). Per risolvere questo problema, nei primi anni Novanta viene introdotto il concetto di *Economic Value Added (Eva)*<sup>1</sup> che acquisisce rapidamente un consenso globale.

L'Eva può essere definito come:

1. un indicatore sintetico di creazione di valore;
2. utilizzabile in un'ottica periodale.

Il primo utilizzo dell'Eva è sicuramente quello di un indicatore di *performance* coerente con la gestione del valore.

La formula dell'Eva è la seguente:

$$\text{Eva} = \text{R.O.N.} - \text{W.A.C.C.} * \text{C.I.}$$

dove:

R.O.N. = Reddito operativo netto d'imposta

W.A.C.C. = Costo medio ponderato del capitale

C.I. = Capitale investito

<sup>1</sup> Il lavoro che ha introdotto Eva è B. Stewart, "The Quest for Value", 1993 al quale ne sono seguiti numerosi altri che si sono dedicati a raffinare la metodologia applicativa.

# GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

Per comprendere in quale senso l'Eva possa essere interpretato come un indicatore di creazione di valore può essere utile un esempio di finanza personale. Si supponga di dover investire euro 10.000 e che siano possibili tipologie di investimenti con un differente profilo rischio/rendimento.

In particolare, viene valutato un titolo di stato con una durata residua di 5 anni, una cedola annuale del 4,25% e una tassazione pari al 12,5%.

Ogni anno si ottiene un reddito pari a euro  $10.000 \times 4,25\% = 425$  che al netto della tassazione equivalgono ad euro 372 per cinque anni. Dovendo valutare la convenienza dell'investimento è ora necessario confrontare il progetto esaminato con le alternative che il mercato propone. Si supponga che il rendimento "benchmark" rispetto al titolo esaminato sia pari al 4%.

Ne deriva che il reddito ottenibile netto d'imposta è pari a euro  $10.000 \times 4\% = 400 - 12,5\% = 350$ .

Confrontando i risultati si ottiene che il reddito ottenibile dall'investimento è maggiore rispetto a quello benchmark ovvero quello medio atteso di mercato. La differenza pari a euro 22 è nella sostanza assimilabile ad un Eva di progetto ottenibile annualmente. L'Eva totale ottenibile è invece pari a 110, data una vita utile del progetto di 5 anni.

Interpretando l'esempio emerge che l'Eva può esse-

re calcolato solo con riferimento alle alternative di investimento di mercato ed esso è positivo solamente quando l'investimento che si intende effettuare rende di più del mercato: quel di più è la creazione di valore misurata anno per anno dall'Eva.

L'esempio riportato è teorico poiché nella realtà è assai difficile che sul mercato finanziario possano esistere titoli con un rendimento maggiore rispetto a quello benchmark poiché se così fosse la dinamica dei prezzi riallineerebbe i rendimenti. È, invece, possibile che progetti di investimento o intere imprese siano in grado di rendere sistematicamente di più del rendimento atteso dagli investitori, dato il livello di rischio. Ciò accade, ad esempio, in presenza di significative innovazioni che possano consentire una significativa crescita dei volumi di domanda e l'applicazione di prezzi da monopolista, come spesso l'innovatore riesce ad essere (non essendo disponibili sul mercato prodotti alternativi).

In sostanza, quindi, si ha un'Eva positivo quando il reddito operativo netto ottenuto (o che si prevede di ottenere) è maggiore di quello atteso dato il capitale investito totale e il costo del capitale misurato in ragione della rischiosità dell'impresa e delle scelte di finanziamento.

Le tabelle successive mostrano un esempio di calcolo di Eva per un'azienda risalendo dal Conto economico e dallo stato patrimoniale riclassificati.

(euro milioni)

## Conto Economico

|   | 2012            | 2013            | 2014            | 2015            | 2016            | 2017            | 2018            | 2019            |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Ricavi delle vendite</b>               | 26.686          | 23.239          | 24.197          | 25.952          | 28.124          | 29.987          | 31.073          | 31.923          |
| <b>Variazione rimanenze p.f.</b>          | 354             | (198)           | 344             | (259)           | 89              | 77              | 45              | 35              |
| <b>Valore della produzione</b>            | <b>27.040</b>   | <b>23.041</b>   | <b>24.541</b>   | <b>25.692</b>   | <b>28.213</b>   | <b>30.064</b>   | <b>31.117</b>   | <b>31.958</b>   |
| Acquisti di materie prime                 | (18.140)        | (13.579)        | (17.930)        | (17.545)        | (19.618)        | (20.460)        | (20.852)        | (21.141)        |
| Variazione rimanenze m.p.                 | (581)           | (113)           | 687             | (519)           | 333             | 163             | 95              | 75              |
| <b>Costi per consumi di materie prime</b> | <b>(18.721)</b> | <b>(13.692)</b> | <b>(17.243)</b> | <b>(18.064)</b> | <b>(19.286)</b> | <b>(20.297)</b> | <b>(20.757)</b> | <b>(21.066)</b> |
| <b>I Margine di contribuzione</b>         | <b>8.319</b>    | <b>9.349</b>    | <b>7.298</b>    | <b>7.628</b>    | <b>8.927</b>    | <b>9.767</b>    | <b>10.360</b>   | <b>10.891</b>   |
| Costi industriali                         | (2.471)         | (1.859)         | (2.397)         | (2.441)         | (2.624)         | (2.796)         | (2.894)         | (2.972)         |
| Costo del lavoro diretto                  | (1.130)         | (945)           | (1.102)         | (1.124)         | (1.146)         | (1.169)         | (1.192)         | (1.247)         |
| <b>II Margine di contribuzione</b>        | <b>4.718</b>    | <b>6.545</b>    | <b>3.799</b>    | <b>4.064</b>    | <b>5.157</b>    | <b>5.802</b>    | <b>6.274</b>    | <b>6.673</b>    |
| Costi commerciali                         | (924)           | (719)           | (650)           | (680)           | (841)           | (896)           | (928)           | (953)           |
| Costi amministrativi                      | (284)           | (370)           | (290)           | (295)           | (301)           | (307)           | (314)           | (320)           |
| Personale indiretto                       | (157)           | (135)           | (137)           | (140)           | (160)           | (164)           | (167)           | (189)           |
| Altri costi del personale                 | (40)            | (44)            | (11)            | (11)            | (12)            | (12)            | (12)            | (12)            |
| Svalutazioni                              | 0               | 0               | 0               | 0               | (44)            | (47)            | (49)            | (50)            |
| <b>Ebitda</b>                             | <b>3.313</b>    | <b>5.277</b>    | <b>2.711</b>    | <b>2.936</b>    | <b>3.843</b>    | <b>4.423</b>    | <b>4.854</b>    | <b>5.199</b>    |
| Ammortamenti                              | (1.100)         | (981)           | (1.072)         | (1.195)         | (1.324)         | (1.540)         | (1.689)         | (1.813)         |
| <b>Ebit</b>                               | <b>2.213</b>    | <b>4.296</b>    | <b>1.639</b>    | <b>1.741</b>    | <b>2.519</b>    | <b>2.883</b>    | <b>3.165</b>    | <b>3.386</b>    |
| Proventi finanziari                       | 19              | 5               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               |
| Oneri finanziari                          | (825)           | (604)           | (741)           | (613)           | (523)           | (561)           | (476)           | (364)           |
| Saldo gestione straordinaria              | (183)           | (143)           | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               |
| <b>Reddito ante imposte</b>               | <b>1.223</b>    | <b>3.554</b>    | <b>898</b>      | <b>1.128</b>    | <b>1.996</b>    | <b>2.322</b>    | <b>2.688</b>    | <b>3.021</b>    |
| Imposte correnti                          | (496)           | (1.546)         | (391)           | (491)           | (868)           | (1.010)         | (1.169)         | (1.314)         |
| <b>Reddito netto</b>                      | <b>728</b>      | <b>2.008</b>    | <b>508</b>      | <b>637</b>      | <b>1.128</b>    | <b>1.312</b>    | <b>1.519</b>    | <b>1.707</b>    |

# GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

## Stato Patrimoniale

(euro milioni)

|  | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Crediti commerciali</b>                       | 7.881         | 8.064         | 8.949         | 8.943         | 8.885         | 9.468         | 9.800         | 10.065        |
| <b>Altri crediti</b>                             | 572           | 181           | 175           | 223           | 247           | 285           | 285           | 285           |
| <b>Materie prime</b>                             | 2.078         | 1.965         | 2.652         | 2.133         | 2.466         | 2.629         | 2.724         | 2.799         |
| <b>Prodotti finiti e semilavorati</b>            | 1.180         | 982           | 1.326         | 1.067         | 1.156         | 1.232         | 1.277         | 1.312         |
| <b>Rimanenze</b>                                 | 3.258         | 2.947         | 3.978         | 3.200         | 3.621         | 3.861         | 4.001         | 4.111         |
| <b>Ratei e risconti attivi</b>                   | 13            | 34            | 34            | 34            | 34            | 34            | 34            | 34            |
| <b>Debiti commerciali</b>                        | (1.779)       | (1.046)       | (2.001)       | (2.096)       | (2.238)       | (2.355)       | (2.408)       | (2.444)       |
| <b>Debiti tributari e previdenziali correnti</b> | (77)          | (69)          | (58)          | (59)          | (61)          | (62)          | (63)          | (67)          |
| <b>Altri debiti</b>                              | (98)          | (91)          | (91)          | (91)          | (91)          | (91)          | (91)          | (91)          |
| <b>Ratei e risconti passivi</b>                  | (21)          | (21)          | (21)          | (21)          | (21)          | (21)          | (21)          | (21)          |
| <b>Capitale circolante netto</b>                 | <b>9.749</b>  | <b>9.999</b>  | <b>10.965</b> | <b>10.133</b> | <b>10.377</b> | <b>11.119</b> | <b>11.536</b> | <b>11.871</b> |
| <b>Immobilizzazioni immateriali nette</b>        | 334           | 298           | 260           | 222           | 184           | 146           | 108           | 70            |
| <b>Immobilizzazioni materiali nette</b>          | 13.064        | 12.594        | 12.710        | 12.578        | 12.367        | 13.565        | 13.154        | 12.414        |
| <b>Immobilizzazioni totali nette</b>             | <b>13.398</b> | <b>12.892</b> | <b>12.970</b> | <b>12.800</b> | <b>12.551</b> | <b>13.711</b> | <b>13.262</b> | <b>12.484</b> |
| <b>Capitale investito operativo</b>              | <b>23.147</b> | <b>22.891</b> | <b>23.935</b> | <b>22.933</b> | <b>22.928</b> | <b>24.830</b> | <b>24.798</b> | <b>24.355</b> |

(euro)

|  | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Debiti verso banche a breve termine</b>       | 5.461         | 4.133         | 7.176         | 5.916         | 5.262         | 6.698         | 6.131         | 5.120         |
| <b>Debiti verso banche a medio lungo termine</b> | 7.000         | 6.000         | 5.000         | 5.000         | 5.000         | 5.000         | 5.000         | 5.000         |
| <b>Liquidità</b>                                 | (84)          | (20)          | (20)          | (20)          | (20)          | (20)          | (20)          | (20)          |
| <b>Posizione finanziaria netta</b>               | <b>12.377</b> | <b>10.113</b> | <b>12.156</b> | <b>10.896</b> | <b>10.242</b> | <b>11.678</b> | <b>11.111</b> | <b>10.100</b> |
| <b>Capitale sociale</b>                          | 4.500         | 4.500         | 4.500         | 4.500         | 4.500         | 4.500         | 4.500         | 4.500         |
| <b>Altre riserve</b>                             | 5.542         | 6.270         | 6.772         | 6.899         | 7.058         | 7.340         | 7.668         | 8.048         |
| <b>Utile netto</b>                               | 728           | 2.008         | 508           | 637           | 1.128         | 1.312         | 1.519         | 1.707         |
| <b>Patrimonio netto</b>                          | <b>10.770</b> | <b>12.778</b> | <b>11.780</b> | <b>12.036</b> | <b>12.686</b> | <b>13.152</b> | <b>13.687</b> | <b>14.255</b> |
| <b>Forme di finanziamento</b>                    | <b>23.147</b> | <b>22.891</b> | <b>23.935</b> | <b>22.933</b> | <b>22.928</b> | <b>24.830</b> | <b>24.798</b> | <b>24.355</b> |

Per comprendere se nelle previsioni dal 2014 al 2019 per l'azienda considerata nell'esempio vi è creazione di valore è innanzi tutto necessario ricostruire il Reddito operativo netto che è pari all'Ebit meno le imposte operative, ovvero quelle gravanti esclusivamente su tale margine (e quindi senza considerare l'effetto degli interessi e della gestione straordinaria). Normalmente tali imposte vengono calcolate applicando l'aliquota effettiva d'imposta (pari al rapporto tra imposta effettiva e base im-

ponibile) all'Ebit e nello stesso modo si è proceduto nella tabella sottostante.

Il capitale investito risulta dalla opportuna riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio a pertinenza gestionale (noto anche come criterio finanziario), mentre il WACC è pari alla media del costo del capitale proprio e del capitale di terzi ponderata per l'effettivo utilizzo che di ciascuno viene fatto nella struttura finanziaria dell'azienda<sup>3</sup>.

Ne risulta pertanto la seguente tabella:

## EVA

(euro)

|   | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| <b>NOPAT (EBIT * (1- Aliquota d'imposta))</b> | 926          | 984          | 1.423        | 1.629        | 1.788        | 1.913       |
| <b>Capitale investito operativo</b>           | 23.935       | 22.933       | 22.928       | 24.830       | 24.798       | 24.355      |
| <b>WACC</b>                                   | 8,09%        | 8,09%        | 8,09%        | 8,09%        | 8,09%        | 8,09%       |
| <b>C.I.O. medio * WACC</b>                    | 1.936        | 1.855        | 1.854        | 2.008        | 2.005        | 1.970       |
| <b>EVA</b>                                    | <b>(967)</b> | <b>(911)</b> | <b>(431)</b> | <b>(302)</b> | <b>(219)</b> | <b>(75)</b> |

Come si può agevolmente verificare l'Eva è negativo per tutti gli anni di piano economico finanziario. Pur se con una tendenza ad una graduale riduzione dell'impatto negativo, l'adozione del piano in esempio porterebbe ad una significativa distruzione di valore, poiché il reddito previsto dal piano non è in linea con quello che dovrebbe essere rispetto alle

aspettative degli investitori sia in capitale di rischio sia di debito.

Un aspetto interessante che rileva evidenziare è che se fosse stata compiuta una più tradizionale analisi per indici i risultati sarebbero stati nella sostanza simili a quelli riportati di seguito:

<sup>2</sup> La trattazione della stima del WACC prescinde dagli scopi del presente lavoro. Si rimanda alla imponente letteratura in materia.

# GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

|   | 2012    | 2013   | 2014   | 2015  | 2016  | 2017    | 2018  | 2019  |
|---|---------|--------|--------|-------|-------|---------|-------|-------|
| <b>Crescita</b>                                   |         |        |        |       |       |         |       |       |
| Ricavi  | n.d.    | -12,9% | 4,1%   | 7,2%  | 8,4%  | 6,6%    | 3,6%  | 2,7%  |
| EBITDA  | n.d.    | 59,3%  | -48,6% | 8,3%  | 30,9% | 15,1%   | 9,7%  | 7,1%  |
| Reddito operativo                                 | n.d.    | 94,2%  | -61,9% | 6,2%  | 44,7% | 14,4%   | 9,8%  | 7,0%  |
| Variatione EBITDA/Variatione Ricavi               | n.d.    | -4,59  | -11,79 | 1,15  | 3,69  | 2,28    | 2,69  | 2,60  |
| Variatione Reddito operativo/Variatione Ricavi    | n.d.    | -7,29  | -15,00 | 0,86  | 5,33  | 2,18    | 2,70  | 2,55  |
| <b>Redditività</b>                                |         |        |        |       |       |         |       |       |
| ROIC (RO/CIO)                                     | 9,6%    | 18,8%  | 6,8%   | 7,6%  | 11,0% | 11,6%   | 12,8% | 13,9% |
| ROI (NOPAT/CIO)                                   | 5,7%    | 10,6%  | 3,9%   | 4,3%  | 6,2%  | 6,6%    | 7,2%  | 7,9%  |
| ROS (RO/Ricavi)                                   | 8,3%    | 18,5%  | 6,8%   | 6,7%  | 9,0%  | 9,6%    | 10,2% | 10,6% |
| Ebitda ratio (EBITDA/Ricavi)                      | 12,4%   | 22,7%  | 11,2%  | 11,3% | 13,7% | 14,7%   | 15,6% | 16,3% |
| Rotazione di capitale (Ricavi/CINO)               | 1,15    | 1,02   | 1,01   | 1,13  | 1,23  | 1,21    | 1,25  | 1,31  |
| ROE   | 6,8%    | 15,7%  | 4,3%   | 5,3%  | 8,9%  | 10,0%   | 11,1% | 12,0% |
| <b>Investimenti</b>                               |         |        |        |       |       |         |       |       |
| Capitale circolante netto / Ricavi                | 36,5%   | 43,0%  | 45,3%  | 39,0% | 36,9% | 37,1%   | 37,1% | 37,2% |
| Liquidità dell'Ebitda (Ebitda / Flusso operativo) | #DIV/0! | 1,76   | 13,30  | 1,30  | 2,32  | -150,98 | 2,39  | 2,07  |
| Investimenti in CFNO/Ricavi                       | 0,0%    | 2,0%   | 4,8%   | 3,9%  | 3,8%  | 9,0%    | 4,0%  | 3,2%  |
| PN/Capitale immobilizzato netto                   | 0,82    | 1,01   | 0,93   | 0,96  | 1,03  | 0,97    | 1,04  | 1,15  |
| <b>Struttura finanziaria</b>                      |         |        |        |       |       |         |       |       |
| Rapporto di indebitamento                         | 53,5%   | 44,2%  | 50,8%  | 47,5% | 44,7% | 47,0%   | 44,8% | 41,5% |
| Grado di leva finanziaria                         | 1,15    | 0,79   | 1,03   | 0,91  | 0,81  | 0,89    | 0,81  | 0,71  |
| PFN/Ebitda  | 3,74    | 1,92   | 4,48   | 3,71  | 2,67  | 2,64    | 2,29  | 1,94  |
| Ebitda/Oneri finanziari netti                     | 4,11    | 8,81   | 3,66   | 4,79  | 7,35  | 7,88    | 10,19 | 14,27 |

Sofferamoci sugli indici che ricevono solitamente le maggiori attenzioni:

1. ricavi ed Ebitda crescono in tutto il periodo di piano;
2. il Roic inteso come rapporto tra reddito operativo (Ebit) e capitale investito operativo pur non raggiungendo mai il livello del 2013 (18,6%) si mantiene comunque su livelli significativi e tranne i primi due anni è superiore al 10%;
3. l'utilizzo del capitale circolante in percentuale sui ricavi si riduce sensibilmente nel corso del periodo di piano;
4. tutti gli indicatori di sostenibilità del debito mostrano una situazione in uscita di piano migliore di quella in entrata.

Un'analisi tradizionale per indici avrebbe sicuramente giustificato un giudizio positivo del piano, ma al contrario l'utilizzo di Eva mostra una distruzione di valore.

Come riconciliare le due posizioni?

In realtà, Eva aggiunge qualcosa in più all'analisi per indici. Quest'ultima infatti può permettere di articolare valutazioni comparative rispetto al passato ma più difficilmente rispetto ai concorrenti ed alle evo-

luzioni di mercato. Al contrario, il punto di forza di Eva è proprio quello di confrontare un dato interno aziendale (la previsione di reddito) con una informazione che proviene dal mercato, ovvero quanto deve rendere il capitale investito nell'azienda a titolo di capitale proprio o di debito.

Si ha, quindi, creazione di valore ogniqualvolta, dopo avere remunerato gli investitori per quanto da essi ritenuto congruo dato il livello di rischio, residua una "sovrareddito" noto appunto come *Economic Value Added*.

Un Eva negativo, invece, non significa necessariamente che l'azienda è in perdita (l'esempio lo dimostra chiaramente), ma solamente che il rendimento del capitale è insufficiente e che alternativamente l'azienda deve:

1. incrementare il livello del reddito atteso con nuovi progetti capaci di creare valore;
2. ridurre a parità di reddito l'impiego di capitale (ad esempio, incrementando l'efficienza nell'utilizzo del capitale circolante);
3. ridurre il rischio implicito nel costo del capitale (ad esempio, diversificando in *business* meno volatili).

# GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

L'Eva può anche essere utilizzato quale misura a posteriori della creazione di valore; tuttavia, in quel caso è necessario ricostruire nel costo del capitale le aspettative precedenti degli investitori, ovvero all'inizio del periodo da esaminare (ad esempio all'inizio dell'esercizio) e non utilizzare le aspettative correnti che evidentemente scontano informazioni e situazioni differenti.

## L'Eva come metodo di valutazione

L'*Economic Value Added* risulta dal paragrafo precedente quale un indicatore importante per misurare la creazione di valore attuale e potenziale e, quindi, per dare concreta attuazione alle strategie aziendali che trovano proprio nella creazione del valore l'obiettivo fondante. Tuttavia nel corso del tempo si è venuto affermando un "metodo Eva" per la valutazione delle aziende che partendo dal significato del modello, come definito sopra, ne ha ricavato un ulteriore criterio che si aggiunge o talvolta si sostituisce a quelli più tradizionali. Secondo il metodo Eva il valore d'impresa è costituito da due componenti distinte:

1. il valore di bilancio del capitale investito;
2. il valore attuale di tutti gli Eva che l'azienda sarà in grado di generare.

Poiché si segue un approccio *Asset side*, per pervenire al valore del capitale proprio sarà necessario sottrarre la posizione finanziaria netta al valore d'impresa.

Sotto il profilo teorico, il metodo sostiene, di fatto, che se non esiste alcuna possibilità di ottenere Eva positivi futuri, ma al più essi saranno pari a zero, allora il valore d'impresa converge al valore di bilancio degli *asset*. Ciò equivale ad affermare che non esiste possibilità di creazione di valore e, quindi, il valore dell'impresa viene a coincidere con quello che qualunque investitore potrebbe riprodurre acquistando separatamente gli *asset* aziendali.

Nei termini del ben noto metodo misto patrimoniale reddituale che assomiglia molto al metodo Eva (pur essendo normalmente declinato in una versione *Equity side*, lavorando sull'utile netto e non operativo), si potrebbe dire che non esiste sovrareddito e, quindi, l'avviamento è nullo.

La necessità di incrementare il valore d'impresa rispetto a quello di bilancio degli *asset* risiede proprio nella presenza di un reddito non spiegato dagli *asset* presenti in bilancio e, quindi, generato da ulteriori risorse di natura intangibile, quali marchi o tecnologie o, più semplicemente, competenze diffuse in azienda che chiamiamo genericamente avviamento.

Talvolta è oggetto di discussione sia in teoria che nella prassi la dignità del metodo Eva quale criterio autonomo per valutare un'impresa.

A tale proposito si consideri il seguente esempio.

| Costo medio ponderato del capitale (WACC): | 8%           |        |
|--|--------------|--------|
| Conto economico                            | Anno 0       | Anno 1 |
| EBITDA                                     | 900          | 900    |
| Ammortamenti                               | -150         | -150   |
| EBIT                                       | 750          | 750    |
| Imposte                                    | -225         | -225   |
| NOPAT                                      | 525          | 525    |
| Stato patrimoniale                         | Anno 0       | Anno 1 |
| Capitale circolante                        | 3.000        | 3.000  |
| Capitale immobilizzato                     | 3.000        | 3.000  |
| Capitale investito                         | 6.000        | 6.000  |
| Eva  | 45           | 45     |
| CI   | 6.000        |        |
| VA Eva                                     | 563          |        |
| <b>Valore d'impresa</b>                    | <b>6.563</b> |        |

I numeri riportati dipingono la tipica situazione di steady state dell'impresa, tale per cui essa è giunta ad una fase di stabilizzazione nella quale non vi è possibilità di crescita implicita negli asset, ma se l'azienda vuole crescere può farlo solamente reinvestendo parte dei propri utili.

Tale situazione è ovviamente teorica, ma ci è utile per comprendere le relazioni che esistono tra il metodo Eva e un classico metodo finanziario (spesso definito Dcf).

Nell'esempio, il capitale investito vale 6.000 mentre l'Eva all'anno 0 e 1 è costante al valore di 45. Ipotizzando che tale valore sia ottenibile all'infinito e quindi attualizzando tale valore con la formula della rendita perpetua si ottiene un valore attuale degli Eva futuri pari a  $45/8\%$  (WACC) = 563. Ne deriva pertanto che il valore d'impresa è pari a 6.563.

Se volessi applicare con le stesse ipotesi un metodo finanziario che è oggi accreditato come il più solido criterio valutativo dovrei ricostruire i flussi come di seguito:

| Flussi                  | Anno 0       | Anno 1 |
|-------------------------|--------------|--------|
| EBITDA                  | 900          | 900    |
| Var. CCC                | -            | -      |
| Capex                   | -150         | -150   |
| Imposte                 | -225         | -225   |
| FCFO                    | 525          | 525    |
| <b>Valore d'impresa</b> | <b>6.563</b> |        |

# GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

Si può notare che i flussi sono costanti al valore di 525. Attualizzando 525 all'infinito al tasso dell'8% si ricava un valore d'impresa pari a 6.563 esattamente coincidente con il valore ottenuto con il metodo Eva. Poiché i due forniscono gli stessi risultati hanno pari dignità e, quindi, possono essere utilizzati entrambi con la stessa solidità.

Al di fuori della rigidità delle ipotesi dell'esempio però i due metodi non forniscono risultati coincidenti. Ciò accade tipicamente quando non si ha stabilità dei flussi ed i modelli valutativi considerano flussi variabili assunti da un *business plan* quale quello riportato nell'esempio al primo paragrafo. In tale situazione l'effetto delle politiche di ammortamento impatta sugli Eva (direttamente e tramite l'effetto fiscale), mentre lascia invariati i flussi.

I due metodi forniscono, quindi, differenti versioni dell'evoluzione del valore d'impresa, una puramente finanziaria che considera solamente la liquidità attesa (metodo DCF) e l'altra che media un valore patrimoniale con la capacità di generare *Economic Value Added* e, quindi, considerando nel valore attuale solamente quella porzione di flusso che eccede il rendimento richiesto dagli investitori. In un mondo ideale i due approcci coincidono, nel mondo reale è assai opportuno che essi siano sviluppati all'interno dello stesso processo valutativo per verificarne quanto meno la convergenza essendo da escludere che possano fornire indicazioni di valore troppo lontane.

 **Euroconference**  
Centro Studi Tributari

**Master di specializzazione**

3 week-end

## SOCIETÀ DI CAPITALI

La gestione giuridica e le regole di funzionamento delle società di capitali

**Milano** inizio 14 novembre    **Padova** inizio 07 novembre



**QUOTA SUMMER BOOKING** valida per iscrizioni pervenute entro il 10 settembre

**€ 875,00 + IVA** (anzichè € 1.250,00 + IVA)



PLATINUM  
€ 787,00 + IVA



GOLD  
€ 812,00 + IVA



BLU  
€ 837,00 + IVA

**ACCEDI AL SITO**