



LA CREAZIONE DEL VALORE: IL METODO EVA*

Del Dott. Stefano Setti

EVA: definizione e formula

EVA (Economic Value Added) è un indicatore studiato negli anni '90 dall'economista americano Bennet Stewart (Stern Stewart & Co.), per la valutazione dell'operato del management e più in generale anche dell'azienda. Ormai sempre più aziende italiane lo utilizzano come strumento operativo per valutare l'allocazione delle risorse tra diverse alternative di investimento e per valutare i risultati. Tuttavia è importante non abusare di questa metodologia, in quanto presenta alcune limitazioni che verranno in seguito illustrate. L'EVA è un criterio misto di valutazione il quale perviene alla misurazione della ricchezza creata o distrutta dall'impresa sulla base dell'approccio asset side, fondato sulla capacità dell'impresa di offrire un'extra remunerazione all'intero capitale investito, esso quindi ha la prerogativa di valorizzare la capacità di creare valore nel lungo termine da parte dell'impresa.

Il principale vantaggio di questo metodo di valutazione risiede nel fatto che giunge ad una misura della prestazione dell'azienda direttamente collegata al valore di mercato della stessa. Di conseguenza l'utilizzo dell'EVA:

- correla le politiche di allocazione delle risorse alla creazione di valore e di ricchezza per gli azionisti;
- obbliga il management a valutare ogni progetto di investimento non solo in base alla sua redditività assoluta, ma al costo per finanziare tanto i nuovi investimenti quanto lo stock di capitale esistente;
- consente al management di fissare obiettivi chiari, facilmente comprensibili e di valutare, ex post, il grado di raggiungimento degli stessi;
- consente di individuare le leve per ogni tipo di azione manageriale e di collegare le responsabilità organizzative al conseguimento degli stessi;

* Dedicato a Dolores ed Elvio che mi hanno donato la gioia di vivere



- permette di correlare la remunerazione del management ad una misura unica e quantitativa che sintetizza il livello di successo individuale nel raggiungimento degli obiettivi¹.

A livello pratico, la formula utilizzata per il calcolo dell'EVA è la seguente:

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{Wacc}) * \text{CI}$$

ovvero

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{Wacc} * \text{CI})$$

dove:

ROIC = Return On Invested Capital, ovvero NOPAT/CI

NOPAT = Net Operating Profit After Taxes, si tratta del reddito operativo netto depurato della componente fiscale (meglio figurativa se si tratta di flussi revisionali)

Wacc = Weighted Average Cost of Capital, costo medio ponderato del capitale (rappresenta il rendimento minimo richiesto da azionisti e creditori);

CI = capitale investito

La valutazione dei valori di: NOPAT, CI e Wacc

I valori di NOPAT e CI sono valori di derivazione contabile, quindi ottenibili sulla base dei dati di bilancio. Tuttavia, il riferimento alla contabilità se, da un lato, rende agevole il calcolo di queste grandezze, dall'altro, potrebbe causare distorsioni. Si pensi, ad esempio, alle spese di ricerca e sviluppo

¹ Guatri L., La valutazione delle aziende, Milano finanza Service, Milano finanza Service, Milano 1998-2000



sostenute da un'impresa. Queste spesso vengono spese a conto economico o perché il sistema dei principi di redazione del bilancio non ne consente la capitalizzazione o per ridurre il carico fiscale. Così facendo, però, di fatto si sottostima sia il reale ammontare del capitale investito nella gestione, sia il flusso di reddito da questo prodotto.

Le accennate distorsioni nascono dal fatto che la contabilità si fonda su numerose convenzioni. Fra queste, quella del costo storico, quale criterio base di valutazione di gran parte degli elementi patrimoniali, e della prudenza delle stime. Le convenzioni sono strumentali all'obiettivo di fondo della contabilità. Questo non è quello di misurare il valore, quanto di consentire la redazione di rendiconti della gestione svoltasi in un arco di tempo passato, rendiconti che siano il più possibile oggettivi e verificabili. Oltre a ciò, pesano sulla redazione dei conti annuali esigenze di contenimento della pressione fiscale e la volontà di adottare "politiche di bilancio".

Proprio per superare alcuni di questi limiti, i dati contabili impiegati nella misurazione del valore creato vengono opportunamente "rettificati" (Vedi tabella). Le rettifiche potenzialmente operabili sono molto numerose. Alla fine, però, ne bastano poche. Una, appunto, è quella relativa alle spese di R&S.

Rettifiche

| Componenti da sommare al capitale investito contabile: (Riserve equivalenti a capitale proprio) | Componenti da sommare al reddito operativo al netto delle imposte effettivamente pagate: (Incremento nelle riserve equivalenti al capitale proprio) |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> •Riserva per imposte differite; •Riserva LIFO; •Fondo ammortamento dell'avviamento; •Capitalizzazione delle immobilizzazioni immateriali nette (1); •Altre riserve: <ul style="list-style-type: none"> riserva rischi su crediti riserva per obsolescenza magazzino riserva per garanzie riserva per utili differiti riserve per spese future •Perdite/utili straordinari cumulati (dopo le imposte); •Ratei e risconti <p>= Capitale Investito Rettificato (CIR)</p> | <ul style="list-style-type: none"> •Incremento della riserva imposte differite; •Incremento riserva LIFO; •Quota di ammortamento dell'avviamento; •Incremento delle immobilizzazioni immateriali capitalizzate (nette); •Incrementi di altre riserve <ul style="list-style-type: none"> •Perdite/utili straordinari, dopo le imposte; •Aumento di altri accantonamenti; <p>= Net operating Profit After Taxes (NOPAT)</p> |
| <p>(1) I costi di ricerca e sviluppo sono da capitalizzare e successivamente da ammortizzare. Lo stesso vale per alcuni costi di marketing: sviluppo nuovi prodotti, costi per conquista iniziale di una quota di mercato</p> | |

Più

complessa è la questione del Wacc. Determinare questa grandezza significa dare corpo al fattore rischio.



Le componenti del Wacc sono due:

- costo del capitale di debito;
- costo del capitale di rischio.

La via più “spiccia” per quantificare il primo componente di costo è quella di pesare gli oneri finanziari sul valore dell’indebitamento finanziario. Nel farlo, però, bisogna considerare che tali oneri sono fiscalmente deducibili. Ipotizzando un carico di imposte del 50%, un costo lordo del debito del 10% si traduce in un costo effettivo netto del 5%.

Nel costo del capitale di rischio risiede forse la parte più delicata, ma anche cruciale, del calcolo del valore creato.

La base di partenza è il rendimento di investimenti non rischiosi. Si pensi ai titoli di stato di paesi privi di apprezzabile rischio di default.

Al tasso risk-free occorre aggiungere una ulteriore componente che tenga conto del premio per il rischio sopportato. Le strade da seguire per quantificare questa componente sono diverse. Quella più largamente diffusa trae questa informazione dal mercato. Si fa per solito riferimento al rendimento medio, in un dato arco di tempo, di un ampio portafoglio di titoli azionari quotati, assumendo l’investimento borsistico come espressione tipica dell’investimento in capitale di rischio. Il confronto fra tasso risk-free e rendimento dell’investimento azionario configura il cosiddetto rendimento eccedente, ossia il premio medio accordato dal mercato per il rischio imprenditoriale.

Ogni settore è caratterizzato da proprie condizioni operative che possono accentuare o ridurre la sua rischiosità rispetto alla media del mercato. Oltre a ciò, ogni azienda presenta una propria struttura finanziaria che può concorrere ad amplificare il rischio operativo. Il rendimento eccedente viene quindi corretto moltiplicandolo per un coefficiente, il coefficiente Beta. Il Beta esprime la maggior o minor variabilità del rendimento del capitale investito nell’azienda (o nelle aziende di un dato settore) rispetto al rendimento medio offerto dal mercato azionario. Insomma, il Beta ci dice se l’azienda (o le aziende di un settore) presenta un grado di rischio superiore o inferiore rispetto alla media di mercato. In concreto il Beta viene calcolato impiegando tecniche statistiche di regressione applicate a serie storiche di tassi di rendimento.

Per giungere al Wacc, costo del debito e costo del capitale devono essere ponderati rispetto alle consistenze delle fonti di finanziamento alle quali rispettivamente si riferiscono.



La formula del Wacc:

$$\text{Wacc} = \frac{E}{E + D} r_E + \frac{D}{E + D} r_D$$

Dove:

r_E = costo/rendimento capitale di rischio

r_D = costo capitale di debito

E = valore del capitale netto

D = valore del debito

EVA come strumento di valutazione:

A. dell'operato del management

L'obiettivo del management deve essere quello di massimizzare il valore di mercato di un'azienda. E' necessario però confrontare il valore di mercato dell'azienda con il valore del capitale investito nell'azienda. La differenza può essere definita come "valore creato", o "valore di mercato aggiunto".

Quindi:

$$\text{EV} = \text{MVA} + \text{CI}$$

Ovvero il valore di un'azienda (EV, Enterprise value) è uguale al Capitale Investito (CI) nell'azienda stessa, più il valore aggiunto che l'azienda stessa è riuscita a creare. EVA (come misura del "valore creato" nell'anno) può essere utilizzato come uno strumento di valutazione dell'operato del management. Uno strumento che fa coincidere gli interessi del management a quelli dell'azionista: infatti il management, premiato in base al valore aggiunto creato, è stimolato ad accrescere anno per anno l'EVA e quindi il MVA.



Il market value added, o MVA, è la differenza tra il valore di mercato di un'azienda e il suo capitale. Diversamente dal tasso di rendimento che indica il risultato di un unico periodo, l'MVA è una misura complessiva dei risultati aziendali. Indica con quanto successo l'azienda ha investito le proprie risorse nel passato e qual è la probabilità che le reinvesta in maniera efficiente anche in futuro.

L'EVA è il carburante che alimenta il motore dell'MVA. Quando si calcola il valore attuale dell'EVA, si sottrae implicitamente il costo del capitale impiegato e di quello necessario a finanziare i nuovi progetti d'investimento, perché l'indicatore è definito proprio come risultato operativo al netto della remunerazione del capitale investito.

L'EVA, quindi, è un indicatore interno di prestazioni, in grado di influenzare la formazione di un premio (o uno sconto) nel valore di mercato dell'azienda, mentre l'MVA ne è una misura esterna.

B. delle aziende

Riprendendo la definizione di EVA e le considerazioni fatte in precedenza, il valore di una società può essere considerato pari al capitale investito più la somma di tutti i futuri EVA attualizzati (solitamente utilizza un terminal value).

Quindi:

$$\mathbf{EV = CI + (Somma EVA attualizzati)}$$

e quindi

$$\mathbf{MVA = (Somma EVA attualizzati)}$$

Da ricerche empiriche è emerso che non vi è una relazione così evidente tra l'EVA di un singolo anno e il MVA. Una causa può essere attribuita non ad un errore di concetto nella formulazione dell'EVA, quanto piuttosto ad errori nel calcolo dello stesso dovuti alle inevitabili artificiosità contabili di ogni bilancio. E' necessario quindi ovviare a questo problema o quantomeno cercare di limitarlo.



Condizioni in cui il metodo assume particolare significato²

Il metodo dell'EVA è stato formulato con l'obiettivo di catturare la ricchezza che l'impresa può generare attraverso processi di crescita e di razionalizzazione del capitale investito. Dunque è particolarmente adatto a misurare il valore di imprese caratterizzate da saggi di crescita sostenuti o, al contrario, da un accesso di capitale investito suscettibile di essere razionalizzato in tempi brevi. In generale l'EVA è un buon metodo di valutazione del capitale economico di impresa quando la formazione dei sovraredditi negli esercizi futuri è regolare e segue un andamento a "U rovesciata". Se l'impresa è in grado di accrescere il proprio sovrareddito per un periodo temporalmente definito, il criterio dell'EVA consente infatti di rappresentare correttamente la ricchezza prodotta. Se invece il sovrareddito stimato per gli esercizi futuri è funzione di circostanze cicliche (andamento della domanda, della forbice prezzi costo – prezzi ricavo ecc.) l'EVA non coglie l'effettiva ricchezza che l'impresa potrà generare proprio perché in genere non utilizza una configurazione normalizzata di reddito.

Le critiche all'EVA

E' necessario innanzitutto chiedersi quali variabili hanno effettivamente maggiore influenza nel calcolo dell'EVA.

EVA è influenzato in primo luogo dall'entità del capitale investito e dal Wacc. Il capitale investito "CI" è a sua volta ragionevolmente influenzato dalle politiche contabili della società. E non è poco. Il Wacc è invece influenzato dai tassi di mercato, dal premio per il rischio, dalla rischiosità dell'azienda e dalla sua struttura patrimoniale.

Ecco quindi che si intuisce come, dietro ad una formula apparentemente semplice e immediata, si celino numerose insidie, e altrettante variabili da analizzare.

Si possono inoltre fare ulteriori considerazioni su due altre variabili che intuitivamente hanno un'influenza nel calcolo dell'EVA: gli investimenti e l'inflazione.

L'entità dell'EVA è inversamente proporzionale all'entità dei nuovi investimenti effettuati: questo accade prima di tutto perché il ritorno su assets nuovi (e quindi poco ammortizzati) è contabilmente maggiore che il ritorno su assets più vecchi (spesso quasi completamente ammortizzati). Inoltre è

² Massari M., Finanza Aziendale, Valutazione, McGraw-Hill, 1998, Milano.



normale ritenere che i ritorni per gli investimenti effettuati sono lontani nel tempo, penalizzando i periodi vicino ai quali vengono effettuati. Si capisce quindi come il management (che avesse la propria remunerazione ancorata all'EVA) tenderebbe a rinviare gli investimenti, evitando così di deprimere l'EVA.

Un'alta inflazione tende ad aumentare il livello di EVA. Questo accade per due ordini di motivi: deprezzamento degli assets dell'azienda e ragionevolmente un aumento degli utili (a parità di condizioni).

Per quanto riguarda la valutazione d'azienda con il metodo EVA, le considerazioni sono leggermente diverse. Infatti nell'EVA usato come metodo valutativo, il capitale investito ha un'influenza meno determinante: ad esempio un capitale investito sovrastimato causerà, una sottostima degli EVA annuali, ma essendo il capitale investito sommato, nella formula di valutazione, alla somma degli EVA futuri attualizzati, vi è un fenomeno di compensazione. Si può quindi dire che i problemi derivanti da politiche contabili o dall'inflazione sono meno importanti. Rimangono tuttavia i problemi relativi alle previsioni future e alla determinazione del tasso di sconto.

Stefano Setti

Dottore in Economia e Commercio

Articolo pubblicato in data 20 ottobre 2007